COMMISSIONE
EUROPEA

Bruxelles, 25.11.2021
COM(2021) 727 final

2021/0385 (COD)

Proposta di

REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO

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

(Testo rilevante ai fini del SEE)

{SEC(2021) 573 final} - {SWD(2021) 346 final} - {SWD(2021) 347 final}

RELAZIONE

1. CONTESTO DELLA PROPOSTA

• Motivi e obiettivi della proposta

La presente iniziativa si inserisce nel contesto di una serie di misure che attuano l'Unione dei mercati dei capitali. Mira a responsabilizzare gli investitori, in particolare quelli più piccoli e al dettaglio[1], consentendo loro di accedere più facilmente a dati di mercato necessari per investire in azioni od obbligazioni e rendendo più solide le infrastrutture di mercato dell'UE. Ciò contribuirà altresì ad aumentare la liquidità di mercato, che a sua volta faciliterà l'ottenimento di finanziamenti dai mercati dei capitali da parte delle imprese. Al fine di conseguire risultati in relazione al suo obiettivo di promuovere un vero e proprio mercato unico efficiente per la negoziazione, la Commissione ha individuato tre settori prioritari per il riesame: migliorare la trasparenza e la disponibilità dei dati di mercato, migliorare la parità di condizioni tra le sedi di esecuzione e garantire che le infrastrutture di mercato dell'UE possano rimanere competitive a livello internazionale. La presente iniziativa è accompagnata da una proposta di modifica della direttiva 2014/65/UE sui mercati degli strumenti finanziari (MiFID) ed è inclusa nel programma di lavoro della Commissione per il 2020.

Nella sua comunicazione "Il sistema economico e finanziario europeo: promuovere l'apertura, la forza e la resilienza" del 19 gennaio 2021[2], la Commissione europea ha confermato la propria intenzione di proporre di migliorare, semplificare e armonizzare ulteriormente la trasparenza dei mercati dei capitali, nel contesto del riesame del quadro della MiFID II e del MiFIR (MiFID/MiFIR). Nel più ampio contesto degli sforzi destinati a rafforzare il ruolo internazionale dell'euro, la Commissione ha annunciato che tale riforma includerebbe la progettazione e l'attuazione di un sistema consolidato di pubblicazione, in particolare per le emissioni di obbligazioni societarie con l'obiettivo di aumentare la liquidità della negoziazione secondaria[3] di strumenti di debito denominati in euro.

Per quanto concerne l'istituzione di un sistema consolidato di pubblicazione, nel suo piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali del 2020[4] la Commissione ha annunciato che avrebbe presentato una proposta legislativa entro la fine del 2021 per la *creazione di una banca dati centralizzata* destinata a fornire, per gli strumenti finanziari rappresentativi di capitale e assimilabili, un visione completa dei dati di mercato, in particolare sui prezzi e sul volume dei titoli negoziati in tutta l'Unione in una moltitudine di sedi di negoziazione. Tale banca dati centralizzata, nota anche come "sistema consolidato di pubblicazione[5]", avrebbe l'obiettivo di "migliora[re] [...] la trasparenza complessiva dei prezzi presso le sedi di negoziazione".

---

1 La nozione di investitori al dettaglio fa riferimento a un ampio spettro di investitori che sono investitori non professionali.

2 https://ec.europa.eu/info/publications/210119-economic-financial-system-communication_it.

3 Con "negoziazione secondaria" si fa riferimento all'attività del mercato dei capitali che ha luogo dopo l'emissione di uno strumento finanziario. L'emissione può avvenire ad esempio mediante un'offerta pubblica iniziale.

4 https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=COM:2020:590:FIN#.

5 Il concetto di sistema consolidato di pubblicazione ha avuto origine nei mercati azionari negli Stati Uniti e risale alla fine degli anni Settanta, quando un nastro magnetico veniva utilizzato come supporto di registrazione per il salvataggio di dati. Sebbene il nastro magnetico venga utilizzato ancora oggi per la conservazione di dati a lungo termine (copie di sicurezza e archiviazione), negli anni Settanta tale supporto costituiva il principale supporto di salvataggio.

- **Problemi che la proposta intende affrontare**

La presente proposta intende affrontare il rischio di liquidità e di esecuzione della negoziazione. Il primo corrisponde al rischio che non vi sia una profondità di mercato sufficiente (ossia acquirenti e venditori intenzionati a negoziare), il secondo corrisponde all'impossibilità di eseguire un'operazione a un determinato limite di prezzo o in un determinato periodo di tempo. Entrambi tali rischi derivano dalla mancanza di informazioni corrette e tempestive sui prezzi e sui volumi delle negoziazioni disponibili per i titoli negoziati, nonché dal rischio che la trasparenza insufficiente incida sul contesto delle negoziazioni di azioni e sulla competitività dell'UE in veste di piattaforma finanziaria.

Come sottolineato nello studio di Market Structure Partners (studio MSP) sulla creazione di un sistema consolidato di pubblicazione dell'UE[6], il rischio di liquidità è una conseguenza della necessità di muoversi nei mercati di esecuzione frammentati nell'Unione al fine di individuare gli interessi di acquisto e di vendita per eseguire un'operazione nella sua interezza. In assenza di un quadro completo di tutti i fondi di liquidità disponibili, taluni investitori potrebbero non essere in grado di eseguire tutte le operazioni, oppure potrebbero eseguire operazioni soltanto in parte o a un prezzo meno interessante. Il costo economico di una trasparenza imperfetta del mercato può essere misurato tanto in termini di "carenze di attuazione" (ossia le operazioni vengono eseguite a prezzi che non riflettono la migliore offerta di vendita o offerta di acquisto disponibile) quanto in termini di opportunità di negoziazione e di investimento mancate. Tali costi sono contrari agli obiettivi dell'Unione dei mercati dei capitali, ossia fornire mercati dei capitali ben funzionanti, liquidi e integrati.

L'impatto della frammentazione del mercato, in particolare tra i confini nazionali, è particolarmente marcato per i gestori di patrimoni e le banche di dimensioni inferiori. Tali partecipanti al mercato non dispongono delle stesse possibilità di accesso a informazioni sui dati di mercato attraverso più sedi di cui possono invece disporre partecipanti al mercato sofisticati, quali grandi banche di investimento del "*sell side*" (offerta) o i market maker elettronici. La mancanza di informazioni di mercato comporta il rischio di decisioni di investimento sconsiderate che potrebbero essere evitate qualora fosse disponibile un quadro completo del mercato.

Nei **mercati azionari**, i gestori di patrimoni intervistati nel contesto dello studio MSP stimano che il costo annuo della non disponibilità di una visione completa e accurata dei dati di mercato (definita come "*slippage*") sia compreso tra 0 e 1,0 punti base del loro valore annuo negoziato. Taluni intervistati hanno ritenuto che i costi annui siano persino superiori a 5,0 punti base. Gli intervistati nel contesto dello studio MSP effettuano stime diverse del costo di disporre di una visione imperfetta del mercato. Maggiori sono le dimensioni dell'impresa e più ampie sono le risorse disponibili per raccogliere e pulire i dati, più bassa può essere tale stima. Applicando tali stime al valore annuo negoziato di azioni europee, il costo totale di non disporre di una visione accurata dei mercati azionari può raggiungere i 10,6 miliardi di EUR l'anno, mentre quasi un terzo degli intervistati indica che il costo è compreso tra 0,5 e 1 miliardo di EUR l'anno[7].

---

6 MSP (2020), *The study on the creation of an EU consolidated tape*, commissionato dalla Commissione europea. https://op.europa.eu/it/publication-detail/-/publication/82763219-1cbe-11eb-b57e-01aa75ed71a1.

7 Studio MSP, figura 14, pag. 42.

Nei **mercati obbligazionari**, i gestori di patrimoni stimano il costo in punti base in relazione alle loro strategie di negoziazione annuali derivante dalla mancanza di dati di mercato consolidati e accurati come compreso nell'intervallo di valori da 0 a 5 punti base[8].

I rischi di liquidità e di esecuzione della negoziazione sono prevalenti anche nei mercati degli strumenti derivati che non sono negoziati presso sedi (denominati anche operazioni "fuori borsa" o "OTC", dall'inglese: *over-the-counter*). I mercati dei derivati OTC sono mercati dei negoziatori, nel contesto dei quali le principali banche internazionali offrono contratti su misura ai propri clienti, ad esempio per l'assunzione di una posizione di protezione rispetto a variazioni di prezzo future (copertura). Nei mercati OTC la trasparenza post-negoziazione è molto scarsa. Dalla relazione statistica annua dell'ESMA del 2020[9] emerge che i derivati OTC rappresentano ancora l'85 % del valore nozionale degli strumenti derivati negoziati nell'Unione (il restante 15 % è negoziato in borsa). Dato che attualmente non esiste una visione pubblica consolidata dei prezzi per i derivati OTC, la percentuale elevata di negoziazioni OTC contribuisce all'opacità della fissazione dei prezzi di tali strumenti derivati e, di conseguenza, ad asimmetrie informative che ledono principalmente i partecipanti al mercato di dimensioni inferiori.

L'assenza di dati di mercato consolidati impedisce inoltre valutazioni accurate del portafoglio e riduce l'esattezza degli indici in tutte le classi di attività (i valori di riferimento (*benchmark*) europei per azioni, obbligazioni e strumenti derivati sono meno affidabili). I titoli "large cap" (a capitalizzazione elevata) sono i preferiti dalla maggior parte degli investitori, come evidenziato dal gran numero di indici di investimento che si concentrano sull'universo large cap delle società quotate (ad es. DJ 100, S&P 500, STOXX 600). L'inefficienza informativa si traduce in meno indici che comprendono società a capitalizzazione inferiore e di conseguenza fondi meno trainati dagli indici che convogliano il capitale verso emittenti a capitalizzazione più bassa (ad esempio in ragione di fondi indicizzati quotati (*exchange-traded funds*) che replicano un indice a bassa ("small cap") o media ("mid cap") capitalizzazione).

Squilibrio nel contesto della negoziazione di azioni: un altro fattore trainante alla base della riforma proposta è la necessità di assicurare che la negoziazione di azioni nelle piattaforme trasparenti, le cosiddette "*lit venue*" (termine utilizzato per indicare la trasparenza pre-negoziazione), nell'UE sia approssimativamente in linea con i rapporti osservati presso altri centri finanziari internazionali. Le borse sostengono che il declino della loro quota di mercato nella negoziazione di azioni è dannoso per lo sviluppo dei mercati dei capitali dell'Unione dato che soltanto le borse e i sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) offrono piena trasparenza sulle offerte di acquisto e di vendita (dati pre-negoziazione) e sulle operazioni completate (dati post-negoziazione) e contribuiscono alla formazione dei prezzi. Le banche e le società di investimento affermano invece che le piattaforme trasparenti hanno mantenuto e persino aumentato la loro quota di mercato nell'UE. L'importanza di mantenere un equilibrio tra borse tradizionali, piattaforme alternative di negoziazione, banche di investimento e altri soggetti che forniscono sistemi di negoziazione è ampiamente riconosciuta. La revisione includerà pertanto modifiche destinate a mantenere tale equilibrio.

Competitività dei mercati finanziari dell'UE: talune disposizioni dell'attuale quadro normativo hanno creato incertezza del diritto per i partecipanti al mercato. Le disposizioni sul libero accesso per i derivati negoziati in borsa sono state sospese più volte dai colegislatori

[8] Studio MSP, figura 15, pag. 43.

[9] https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-1355_mifid_asr.pdf.

per svariati motivi. La Commissione ritiene necessario eliminare tali disposizioni al fine, da un lato, di promuovere la concorrenza, l'innovazione e lo sviluppo dei derivati negoziati in borsa nell'UE e, dall'altro, di sviluppare ulteriori capacità di compensazione nell'UE. Ciò rispecchierà altresì la tendenza internazionale di lunga data all'integrazione verticale tra negoziazione e compensazione per questi tipi di strumenti derivati. Secondo la logica alla base di tale tendenza, l'innovazione nel contesto dei derivati negoziati in borsa non è servita dall'obbligo di "libero accesso", dato che tale norma rimuove gli incentivi ad avviare contratti per derivati negoziati in borsa nuovi se i concorrenti non devono effettuare l'investimento anticipato. Analogamente, le borse non sarebbero più tenute ad accettare che sistemi di compensazione non affiliati assicurino le loro operazioni post-negoziazione. La presente proposta affinerebbe altresì il perimetro dell'obbligo di negoziazione di azioni per limitarlo in maniera chiara ai sistemi ISIN dell'UE. Inoltre la presente proposta introdurrebbe la possibilità di sospendere l'obbligo di negoziazione di strumenti derivati per talune imprese di investimento che sarebbero soggette a obblighi che si sovrappongono quando interagiscono con controparti non UE su piattaforme non UE.

- **Coerenza con le disposizioni vigenti nel settore normativo interessato**

La presente iniziativa si basa sulle norme esistenti che disciplinano la partecipazione ai mercati dei capitali dell'Unione europea e le migliora. Nel 2007 la **MiFID I**[10] ha introdotto la concorrenza nel mercato della negoziazione di strumenti rappresentativi di capitale. Le successive iterazioni della MIFID hanno esteso la concorrenza alla negoziazione di classi di attività diverse dagli strumenti rappresentativi di capitale, quali le obbligazioni e gli strumenti derivati. La conseguenza è che, quando un intermediario o un investitore desidera eseguire un ordine di acquisto o di vendita di un'attività, può scegliere tra sedi diverse, quali mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione (MTF), *dark pool*[11] e internalizzatori sistematici.

Dall'entrata in applicazione della MiFID I, il numero combinato di sedi multilaterali e internalizzatori sistematici in tutte le classi di attività nel SEE è aumentato di 344, raggiungendo un totale di 476[12]. Ciascuna sede di negoziazione pubblica relazioni separate sui dati di mercato. Subito dopo l'attuazione della MiFID I, è emersa la questione della frammentazione dei dati di mercato e dei monopoli dei dati di mercato[13], principalmente nei mercati azionari.

Il **MiFIR,**[14] applicato sin dal 3 gennaio 2018, riconosce i vantaggi della trasparenza e del consolidamento dei dati di mercato per la comunità degli investitori.

---

10 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).

11 I *dark pool* sono (parti dedicate di) sistemi multilaterali di negoziazione o (di) mercati regolamentati che non applicano la trasparenza pre-negoziazione a seguito dell'utilizzo di deroghe alla trasparenza pre-negoziazione.

12 I dati si basano sui dati del 2021 desunti dal registro ESMA dei soggetti MiFID. Cfr. allegato 4 per una panoramica del mercato nelle classi principali di attività.

13 Copenhagen Economics (2018), *Pricing of market data*.

14 Regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012 (GU L 173 del 12.6.2014, pag. 84).

Per mantenere un contesto di negoziazione ben equilibrato, le norme in materia di trasparenza che disciplinano le negoziazioni in borsa, nonché su piattaforme alternative o attraverso internalizzatori sistematici (banche di investimento e market maker), beneficerebbero di taluni adeguamenti. Il ricorso a talune esenzioni dalle norme di trasparenza (le cosiddette "deroghe") è considerato responsabile della percentuale relativamente bassa di operazioni in azioni che vengono eseguite in sedi a prezzo trasparente. L'attuale regolamento contiene già norme destinate a limitare il ricorso alle deroghe alla trasparenza più comunemente utilizzate. Norme quali il "doppio massimale sul volume" intendono porre un limite superiore (massimale) alla quantità di azioni che i partecipanti al mercato possono negoziare nel contesto di una deroga alla trasparenza. Tali disposizioni, oltre ad essere ad alta intensità di risorse in termini di amministrazione da parte delle autorità di regolamentazione, si sono rivelate rigide e introducono collettivamente complessità inutili nel funzionamento dei mercati azionari. Il riesame intende pertanto semplificare l'interazione complessa tra le deroghe alla trasparenza e il doppio massimale sul volume.

Inoltre, per quanto concerne il consolidamento dei dati, il MiFIR comprende già il concetto di "fornitore di un sistema consolidato di pubblicazione" (*consolidated tape provider*, "CTP")[15]. L'idea alla base di un CTP prevede che le borse e le sedi di negoziazione alternative inviino flussi di dati in tempo reale a un CTP accreditato. Tale CTP renderebbe quindi disponibili al pubblico le stesse identiche informazioni, a un costo cosiddetto ragionevole, utilizzando identificatori e formati di dati identici.

Le norme attuali sul sistema consolidato di pubblicazione si basano su attori privati (consolidatori concorrenti) che consolidano i dati di mercato provenienti da varie sedi di esecuzione. Ai sensi delle disposizioni del MiFIR, vi possono essere più CTP concorrenti, ma è anche possibile avere un unico CTP nel caso in cui non intervengano più fornitori. Ad oggi ciò non sì è verificato per svariati motivi.

La proposta di riforma del MiFIR affronta i motivi per cui non si sono manifestati CTP. Modifica le disposizioni in materia di sistema consolidato di pubblicazione di cui al MiFIR al fine di agevolare l'emergere di un CTP per ciascuna classe di attività (azioni, fondi indicizzati quotati, obbligazioni e strumenti derivati).

- **Coerenza con le altre normative dell'Unione**

La politica dei servizi finanziari dell'Unione europea incoraggia la trasparenza e la concorrenza. Tali obiettivi strategici si estendono ai dati di mercato fondamentali. Nel contesto del piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali, l'Unione europea mira a creare una visione integrata dei suoi mercati di negoziazione. Un sistema consolidato di pubblicazione fornirà dati consolidati sui prezzi e sul volume dei titoli negoziati nell'UE migliorando così la trasparenza complessiva dei prezzi presso le sedi di negoziazione. Fornirà inoltre agli investitori accesso a informazioni di mercato notevolmente migliorate a livello paneuropeo.

[15] Le disposizioni relative al CTP sono state inizialmente introdotte nella MiFID II, ma sono state sostituite dal MiFIR, le cui modifiche entrano in vigore a partire dal 1° gennaio 2022.

2. BASE GIURIDICA, SUSSIDIARIETÀ E PROPORZIONALITÀ

- **Base giuridica**

Il quadro MiFID/MiFIR costituisce il codice che disciplina la partecipazione ai mercati dei capitali europei. Si compone della direttiva 2014/65/UE (MiFID II) e del regolamento (UE) n. 600/2014 (MiFIR). La base giuridica per l'adozione del MiFIR è l'articolo 114 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE). La proposta mira a migliorare la qualità dei dati di mercato e il consolidamento dei dati di mercato attraverso modifiche alle norme esistenti sui dati di mercato contenute nel MiFIR. Di conseguenza anche la riforma proposta dovrebbe rientrare nell'applicazione della stessa base giuridica.

In particolare, l'articolo 114 TFUE conferisce al Parlamento europeo e al Consiglio la competenza di adottare le misure relative al ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative degli Stati membri che hanno per oggetto l'instaurazione e il funzionamento del mercato interno. L'articolo 114 TFUE consente all'UE di adottare misure intese non solo a eliminare gli ostacoli attuali all'esercizio delle libertà fondamentali, ma anche a evitare, qualora sia sufficientemente prevedibile in modo concreto, l'insorgere di tali ostacoli, compresi quelli che rendono difficile per gli operatori economici, investitori inclusi, sfruttare appieno i vantaggi del mercato interno. Di conseguenza l'articolo 114 TFUE costituisce la base giuridica adeguata per affrontare gli ostacoli al consolidamento dei dati derivanti da: 1) fonti frammentate di dati di mercato; 2) norme poco chiare in materia di segnalazione dei dati di mercato; e 3) regimi di concessione di licenze complessi relativi ai dati di mercato. Questi sono i fattori trainanti principali che impediscono una visione consolidata della liquidità delle negoziazioni a livello di Unione.

Più specificamente, la continua mancanza di una banca dati centralizzata che mostri i dati di mercato per i titoli negoziati nelle sedi di negoziazione dell'UE impedirebbe agli investitori dell'UE, diversi da quelli notevolmente sofisticati, di disporre di una visione consolidata di dove trovare le opportunità di investimento migliori. Ciò perpetuerebbe le asimmetrie informative attuali che impediscono agli investitori di beneficiare appieno del mercato unico. Pertanto il ricorso all'articolo 114 TFUE sembra essere la base giuridica più adeguata per affrontare tali problemi in modo completo e uniforme nonché per evitare la frammentazione del mercato.

- **Sussidiarietà (per la competenza non esclusiva)**

Ai sensi dell'articolo 5, paragrafo 3, TFUE sul principio di sussidiarietà, l'Unione interviene soltanto se e in quanto gli obiettivi dell'azione non possono essere conseguiti in misura sufficiente dagli Stati membri, ma possono, a motivo della portata o degli effetti dell'azione in questione, essere conseguiti meglio a livello di Unione.

I mercati di negoziazione per varie categorie di strumenti finanziari sono distribuiti in tutta l'Unione. Il consolidamento dei dati di mercato pubblicati da tali sedi di negoziazione richiede un codice che si applichi in tutta l'Unione. Le azioni intraprese dai singoli Stati membri non affronterebbero in maniera efficace la necessità di consolidare i dati di mercato in tutta l'Unione. Gli Stati membri potrebbero tentare, mediante normative nazionali, di armonizzare le norme in materia di segnalazione dei dati di mercato e le condizioni per la concessione di licenze per un consolidatore di dati di mercato. Le iniziative nazionali non possono affrontare i problemi derivanti dalla frammentazione dei dati di mercato nell'Unione.

Diversi Stati membri potrebbero adottare norme diverse oppure optare per regimi di concessione di licenze diversi applicabili a un consolidatore di dati di mercato. Taluni Stati

membri potrebbero non intraprendere alcuna azione. Dato che il consolidamento dei dati di mercato deve funzionare in tutta l'Unione, è più efficace ed efficiente affrontare le norme in materia di segnalazione e le condizioni per la concessione di licenze per i dati, necessarie per la produzione di una visione consolidata di tutti i mercati di negoziazione a livello di Unione. La standardizzazione delle relazioni sui dati e delle condizioni per la concessione di licenze si applicherebbe soltanto alla segnalazione al fornitore di un sistema consolidato di pubblicazione dei dati di mercato. Ad esempio le licenze per dati di mercato che non riguardano la produzione di un sistema consolidato di pubblicazione non sarebbero soggette alle norme proposte.

- **Proporzionalità**

L'armonizzazione proposta nelle norme in materia di dati di mercato e delle condizioni per la concessione di licenze per la fornitura di dati di mercato ai fornitori di un sistema consolidato di pubblicazione si limita a quanto necessario per il conseguimento degli obiettivi dichiarati. Un mosaico di norme nazionali su una qualsiasi delle misure contenute nella presente proposta non conseguirebbe gli obiettivi dichiarati del consolidamento dei dati di mercato al fine di rendere tali informazioni accessibili a un gruppo più ampio di partecipanti al mercato. Affrontare i problemi della qualità dei dati di mercato e le complessità relative alla concessione di licenze per i dati di mercato richiede l'armonizzazione proposta delle relazioni sui dati di mercato e l'uso obbligatorio di tali norme in materia di segnalazione per fornire dati di mercato al fornitore di un sistema consolidato di pubblicazione.

- **Scelta dell'atto giuridico**

Un regolamento di modifica del MiFIR costituisce lo strumento giuridico più adeguato per risolvere le questioni derivanti dalla mancanza di una visione consolidata dei dati di mercato fondamentali nei mercati dell'UE in quanto consente di modificare talune disposizioni del MiFIR nonché di aggiungere requisiti specifici nuovi. Il ricorso a un regolamento, direttamente applicabile senza che sia necessaria una legislazione nazionale, ridurrà la possibilità che le autorità competenti a livello nazionale adottino misure divergenti e assicurerà un approccio coerente e una maggiore certezza del diritto in tutta l'UE (ad esempio per il contributo obbligatorio dei dati di mercato fondamentali provenienti dalle borse dei diversi Stati membri).

3. RISULTATI DELLE VALUTAZIONI EX POST, DELLE CONSULTAZIONI DEI PORTATORI DI INTERESSI E DELLE VALUTAZIONI D'IMPATTO

- **Valutazioni ex post / Vaglio di adeguatezza della legislazione vigente**

La prima consultazione dei portatori di interessi intrapresa dalla Commissione dopo l'entrata in applicazione delle norme MiFID/MiFIR nel gennaio del 2018 si è svolta tra febbraio e maggio del 2020 (cfr. in appresso). Da tale consultazione è emerso che la maggior parte degli investitori non dispone di una visione completa dei prezzi e dei volumi disponibili (ossia della liquidità) quando decide di investire nei mercati dei capitali dell'Unione.

Tale consultazione ha rivelato altresì che i prodotti di dati di mercato (proprietari) specifici per la borsa emersi nel quadro della MiFID I e nel quadro MiFID/MiFIR non creano una visione consolidata di tutti i mercati di negoziazione. La liquidità disponibile nei mercati alternativi (sistemi multilaterali di negoziazione/sistemi organizzati di negoziazione - MTF/OTF) e tramite banche di investimento che negoziano strumenti finanziari rispetto al loro inventario (internalizzatori sistematici) non è rappresentata nel contesto di tali flussi di dati proprietari. Ciò crea impedimenti significativi all'informazione, dato che i volumi su tali

piattaforme alternative possono costituire fino al 50 % del volume delle negoziazioni in un qualsiasi dato giorno di negoziazione.

Gli intermediari-negoziatori e gli intermediari di titoli sono competenti per la fornitura dell'esecuzione alle condizioni migliori, il che significa ottenere l'operazione più vantaggiosa in termini di prezzo e di costi complessivi espliciti e impliciti più bassi[16] per gli investitori. Con "esecuzione alle condizioni migliori" si intende che gli intermediari devono mostrare ai loro clienti i prezzi ai quali hanno acquistato e venduto rispetto ai prezzi e ai volumi disponibili su diverse borse e sedi di negoziazione alternative al momento dell'esecuzione della negoziazione. L'assenza di una visione consolidata di tutti i mercati di negoziazione è un problema quando uno strumento finanziario è reso disponibile per la negoziazione non soltanto su una sede di quotazione singola, ma su diverse sedi concorrenti. Un investitore ha, e dovrebbe continuare ad avere, la scelta tra sedi concorrenti, ma attualmente deve fare affidamento su dati di mercato concernenti soltanto sedi singole. Di conseguenza gli investitori non dispongono di un accesso sufficiente a dati di mercato consolidati e comparabili e non possono confrontare se avrebbero ottenuto condizioni migliori di esecuzione su una piattaforma alternativa. Ciò impedisce loro di ritenere i loro **intermediari-negoziatori e intermediari** di titoli **responsabili** di aver ottenuto o meno l'esecuzione alle condizioni migliori per qualsiasi determinato ordine di negoziazione.

Dalla consultazione sono emerse altresì questioni significative concernenti il costo per l'acquisizione di dati di mercato da più fonti di dati. Il costo per l'ottenimento di dati di mercato da contributori (connessione e ottenimento di una licenza) rappresenta attualmente circa i due terzi del costo complessivo dell'assemblaggio di dati di mercato. In ragione di tale circostanza, i fornitori di dati, che li mettono a disposizione degli utenti, tendono a restringere la selezione delle fonti da cui raccolgono e offrono i dati. Di conseguenza gli investitori non dispongono di una visione completa della liquidità in tutti i mercati di negoziazione e la maggior parte degli investitori non è in grado di permettersi il costo di ottenere una visione più completa.

Tra la fine del 2019 e il 2021 l'ESMA ha condotto analisi approfondite del quadro MiFID/MiFIR, concentrandosi principalmente sui temi affrontati nelle clausole di revisione di cui all'articolo 90 MiFID e all'articolo 52 MiFIR, e ha pubblicato relazioni di riesame contenenti raccomandazioni per modifiche del quadro giuridico[17]. Tali relazioni di riesame si

---

16 I costi espliciti fanno riferimento ai costi di esecuzione di una negoziazione (in particolare i tassi di commissione dell'intermediario e le commissioni della sede di negoziazione), mentre i costi impliciti fanno riferimento all'impatto di una negoziazione sulla liquidità.

17 L'ESMA ha pubblicato le seguenti relazioni di riesame:

- *MiFID II/MiFIR Review Report No. 1 On the development in prices for pre- and post-trade data and on the consolidated tape for equity instruments*: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/mifid_ii_mifir_review_report_no_1_on_prices_for_market_data_and_the_equity_ct.pdf;
- *MiFID II/MiFIR Review Report on the transparency regime for equity and equity-like instruments, the double volume cap mechanism and the trading obligations for shares:* https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-2682_mifidii_mifir_report_on_transparency_equity_dvc_tos.pdf;
- *MiFIR report on systematic internalisers in non-equity instruments*: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-2756_mifidii_mifir_report_on_systematic_internalisers.pdf;
- *MiFID II/MiFIR Review Report on the transparency regime for non-equity instruments and the trading obligation for derivatives*: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-

basavano su consultazioni pubbliche di ampia portata e contenevano raccomandazioni dettagliate relative a temi concernenti la struttura di mercato, in particolare il regime di trasparenza corrente.

In particolare, nella sua relazione di riesame MiFID II/MiFIR n. 1[18], l'ESMA ha constatato che la frammentazione delle fonti di dati di mercato aumenta la dipendenza da più flussi di dati proprietari, specifici per ciascuna sede, che coprono soltanto una visione parziale della liquidità delle negoziazioni disponibile. Verificare se tutte le fonti di dati di mercato forniscono o meno accesso ai loro dati di mercato in modo giusto, equo e tempestivo è reso difficile dalla complessità delle modalità di concessione di licenze per i dati di mercato proprietari e delle modalità di amministrazione del rispetto delle restrizioni all'uso. Il fatto che i dati sulle negoziazioni delle singole sedi siano unici e non sostituibili ha fatto sì che gli accordi di licenza dei dati di diventassero sempre più dettagliati e onerosi. Le imprese che ricevono dati di mercato affrontano quindi una notevole complessità nella gestione delle variazioni in corso nei loro accordi di licenza, sostenendo rischi e costi operativi; spesso sostengono altresì il costo di complesse verifiche delle loro licenze, imposte dai fornitori di dati attraverso il pagamento di commissioni ex post.

In considerazione di politiche eterogenee di fissazione dei prezzi dei dati di mercato nel mercato unico, è difficile per un consolidatore di dati di mercato accedere a flussi di dati di mercato proprietari a condizioni giuste, eque e tempestive. Nella sua relazione sul sistema consolidato di pubblicazione, l'ESMA ha sostenuto che le norme attuali della MiFID II non obbligano le sedi di negoziazione e i dispositivi di pubblicazione autorizzati (APA) a presentare i dati di mercato a un sistema consolidato di pubblicazione a condizioni eque e ragionevoli. Di conseguenza l'ESMA suggerisce che le sedi di negoziazione e gli APA dovrebbero essere tenuti a fornire dati al sistema consolidato di pubblicazione i) imponendo alle sedi di negoziazione e ai dispositivi di pubblicazione autorizzati di fornire dati a tale sistema oppure ii) stabilendo criteri per determinare il prezzo (nonché i termini e le condizioni di utilizzo) per i contributi a tale sistema.

Secondo l'ESMA, il quadro MiFID/MiFIR non ha conseguito il suo obiettivo di creare maggiore chiarezza sulla concessione di licenze e sulla fissazione dei prezzi dei dati di mercato proprietari. Rispetto al 2017 i prezzi per i dati di mercato, in particolare per i dati per i quali esiste una forte domanda, quali i dati non display, sono aumentati. Un'associazione di categoria stima che i costi totali dei dati per un'ipotetica piccola impresa di negoziazione per conto proprio avente accesso a varie sedi siano aumentati del 27 %, passando da 917 000 EUR nel 2016 a 1,16 milioni di EUR nel 2019[19]. L'ESMA raccomanda inoltre che un sistema consolidato di pubblicazione dovrebbe condividere i suoi ricavi con i soggetti che contribuiscono e dovrebbe fornire un sistema quanto più possibile in tempo reale, nella misura in cui ciò sia tecnicamente praticabile.

Nella relazione "*MiFID II/MiFIR Review Report on the transparency regime for equity and equity-like instruments, the double volume cap mechanism and the trading obligations for shares*" l'ESMA ha riesaminato il regime di trasparenza del MiFIR per gli strumenti

---

156-3329_mifid_ii_mifir_review_report_on_the_transparency_regime_for_non-equity_instruments.pdf.

18 ESMA, *MiFID II/MiFIR Review Report No. 1 on the development in prices for pre- and post-trade data and on the consolidated tape for equity instruments*.

19 ESMA, *MiFID II/MiFIR Review Report No. 1 on the development in prices for pre- and post-trade data and on the consolidated tape for equity instruments*, pag. 17.

rappresentativi di capitale e ha avanzato proposte per modifiche mirate. Tale documento comprende altresì raccomandazioni su altre disposizioni chiave in materia di trasparenza, in particolare l'obbligo di negoziazione per le azioni e le disposizioni in materia di trasparenza applicabili agli internalizzatori sistematici in strumenti rappresentativi di capitale.

Nella sua relazione di riesame sul MiFIR sulla trasparenza per gli strumenti non rappresentativi di capitale[20], l'ESMA ha concluso che il regime attuale è troppo complicato e non sempre efficace nell'assicurare la trasparenza per i partecipanti al mercato e ha formulato diverse proposte per migliorarlo:

- sopprimere la deroga e il differimento specifici rispettivamente per gli ordini e le operazioni al di sopra della soglia della "dimensione specifica dello strumento";
- razionalizzare il regime di differimento con un sistema semplificato basato sul mascheramento del volume e sulla pubblicazione completa dopo due settimane, nonché eliminare le opzioni di differimento supplementare che l'attuale testo del MiFIR lascia alle autorità nazionali competenti;
- trasformare la possibilità concessa alle autorità nazionali competenti di sospendere temporaneamente le disposizioni in materia di trasparenza del MiFIR in un meccanismo coordinato a livello UE;
- includere la possibilità di sospendere con breve preavviso l'applicazione dell'obbligo di negoziazione di strumenti derivati in modo analogo al meccanismo disponibile nel quadro del regolamento sulle infrastrutture del mercato europeo (EMIR); nonché
- integrare i criteri utilizzati per concedere l'equivalenza alle sedi di negoziazione di paesi terzi ai fini dell'obbligo di negoziazione di strumenti derivati con condizioni relative alla trasparenza e all'accesso non discriminatorio.
- **Chi subisce ripercussioni in ragione delle scarse prestazioni dal quadro in materia di trasparenza?**

Ci si aspetta che i **partecipanti al mercato** aderiscano a norme in materia di trasparenza molto complesse, anche per quanto concerne l'applicazione di deroghe, differimenti e il doppio massimale sul volume. Ciò si traduce in costi amministrativi elevati che incidono sulla competitività complessiva delle piattaforme dell'UE e impone un onere eccessivo ai partecipanti al mercato dell'UE. La semplificazione delle norme in materia di trasparenza andrebbe a beneficio dell'intera comunità degli investitori, aumentando la disponibilità di dati sulle negoziazioni e riducendo i costi di esecuzione. Si tradurrebbe altresì in una più oculata formazione dei prezzi nell'Unione.

I **fornitori di dati** offrono già una versione consolidata proprietaria di dati provenienti da più fonti. Tuttavia nessun fornitore di dati è stato in grado di fornire un quadro completo della negoziazione nell'UE nel contesto di una qualsiasi classe di attività. Inoltre, dato che interpretano i campi di dati e scelgono le sedi che integrano, i fornitori di dati si differenziano non soltanto in termini di copertura del mercato, ma anche a livello di dettaglio fornito e di identificatori di dati, e forniscono quindi risultati diversi per gli stessi titoli.

[20] ESMA, *MiFID II/MiFIR Review Report on the transparency regime for non-equity instruments and the trading obligation for derivatives*.

Il costo della produzione e della normalizzazione dei dati di cattiva qualità ha portato a spese aggiuntive e i **gestori di attività e portafogli** si lamentano del fatto che i fornitori di dati applicano commissioni elevate per le loro informazioni sui dati[21]. Di conseguenza è molto costoso per **tutti gli investitori** e i loro intermediari gestire il rischio di liquidità e di esecuzione della negoziazione durante l'intero giorno di negoziazione. Gli investitori non sono inoltre in grado di ritenere i loro intermediari responsabili di aver ottenuto o meno l'esecuzione alle condizioni migliori per le loro operazioni, dato che la verifica del miglior prezzo richiede attualmente una sottoscrizione a un prodotto proprietario di dati di mercato realizzato da un **fornitore di dati** o per l'accesso alle informazioni di dati proprietari che ciascuna **borsa valori** offre per la propria sede.

- **Consultazioni dei portatori di interessi**

Il 28 giugno 2019 la Commissione ha organizzato un seminario destinato a coinvolgere i portatori di interessi in relazione alla creazione di un sistema consolidato di pubblicazione dell'UE, che ha riunito circa 80 partecipanti al mercato al fine di discutere i meriti e le caratteristiche tecniche di un CTP dell'UE, nonché gli ostacoli alla sua creazione. I partecipanti erano esperti di negoziazione o di dati di mercato appartenenti al lato della domanda ("buy side"), fornitori di dati, sedi di negoziazione e, per quanto riguarda il lato della regolamentazione, l'ESMA e diverse autorità nazionali competenti. In generale i partecipanti afferenti a tutte queste tipologie hanno convenuto che uno strumento del genere potrebbe essere utile, anche se sono state formulate opinioni diverse circa le caratteristiche ottimali di un sistema.

Il 17 febbraio 2020 la DG FISMA ha pubblicato una consultazione pubblica sulla revisione del quadro MiFID/MiFIR destinata a raccogliere prove dai portatori di interessi, e più in generale dai cittadini dell'UE, sul funzionamento complessivo del regime dopo due anni di applicazione. I portatori di interessi hanno avuto tempo fino al 18 maggio 2020 per esprimere le loro opinioni attraverso il portale online dell'UE (EU Survey). 458 portatori di interessi hanno risposto alla consultazione aperta su diversi argomenti, tra i quali il funzionamento del quadro in materia di trasparenza, il sistema consolidato di pubblicazione, gli obblighi di negoziazione per azioni e strumenti derivati e le risposte sono pervenute dall'offerta (sell side), dalla domanda (buy side), da sedi di negoziazione, fornitori di dati, utenti finali e autorità di regolamentazione.

Oltre a quanto sopra, la Commissione ha studiato attivamente le questioni in esame, affidando un incarico per lo svolgimento di uno studio approfondito destinato a valutarle e definirle ex ante, con l'obiettivo finale di sostenere un processo decisionale informato.

Infine il personale della Commissione ha avuto numerosi contatti bilaterali con un'ampia gamma di portatori di interessi, in particolare società specializzate nell'aggregazione di dati di mercato, che le hanno consentito di perfezionare ulteriormente la sua analisi e il suo approccio strategico.

[21] EFAMA (*European Fund and Asset Management Association*) (2021), Dichiarazione congiunta dell'EFAMA e dell'EFSA sul sistema consolidato di pubblicazione e sui costi dei dati di mercato: https://www.efama.org/newsroom/news/joint-statement-efama-and-efsa-consolidated-tape-and-market-data-costs.

- **Assunzione e uso di perizie**

La proposta si basa su perizie di autorità competenti dell'UE che vigilano sulle sedi di negoziazione, nonché su quelle di gestori del mercato. La Commissione monitora inoltre da vicino gli sviluppi in altre giurisdizioni (in particolare negli Stati Uniti e in Canada) che hanno già sviluppato i propri sistemi consolidati di pubblicazione in passato, così come le possibili modifiche che tali giurisdizioni stanno prendendo in considerazione per i rispettivi sistemi. La Commissione ha preso in considerazione le varie alternative e si è espressa sulla possibilità di applicare tali alternative alla situazione in essere nell'UE.

- **Valutazione d'impatto**

Il comitato per il controllo normativo ha riesaminato la valutazione d'impatto incentrata sullo sviluppo di un quadro per il consolidamento dei dati di mercato[22]. Altri argomenti inclusi nella proposta sono già stati trattati in modo approfondito nelle varie relazioni dell'ESMA sul funzionamento del quadro MiFIR, motivo per cui non sono stati posti al centro della valutazione d'impatto.

La valutazione d'impatto contempla cinque opzioni per il conseguimento del consolidamento dei dati di mercato illustrate di seguito.

Opzione 1 – auto-aggregazione. Gli auto-aggregatori di dati di mercato sono definiti come partecipanti al mercato che raccolgono e consolidano i dati di mercato per loro uso interno. I market maker elettronici (imprese che effettuano negoziazioni ad alta frequenza) o le grandi banche di investimento hanno la capacità di diventare auto-aggregatori. Gli auto-aggregatori raccoglieranno i dati di mercato dai mercati di negoziazione e li consolideranno direttamente presso i loro locali (**consolidamento decentrato**). Dopo la registrazione presso l'ESMA come "**auto-aggregatori**", i partecipanti al mercato sarebbero autorizzati a raccogliere tutti i dati di mercato fondamentali (armonizzati) e a consolidare le informazioni esclusivamente per il loro uso interno (l'armonizzazione di norme in materia di segnalazione riduce il costo del consolidamento dei dati). Gli auto-aggregatori non pubblicherebbero un sistema consolidato di pubblicazione. Al fine di evitare complessi accordi individuali di licenza per dati di mercato con spesso centinaia di piattaforme di esecuzione o i loro APA che agiscono in veste di contributori di dati, tutte le fonti di dati di mercato dovrebbero mettere a disposizione degli auto-aggregatori dati di mercato fondamentali standardizzati (contributi obbligatori).

Opzione 2 – consolidatori concorrenti. Il modello dei consolidatori concorrenti adotta anch'esso un **approccio decentrato** al consolidamento dei dati di mercato fondamentali. All'atto della registrazione presso l'ESMA, i consolidatori concorrenti sarebbero autorizzati a raccogliere dati di mercato armonizzati dalle singole fonti di dati (sedi di negoziazione, APA) e quindi a consolidare tali dati di mercato presso il centro dati dove si trovano i loro sottoscrittori (evitando così il consolidamento presso un polo centrale). Un modello decentrato per il consolidamento dei dati mira ad affrontare la dispersione geografica e la latenza mostrando ad ogni sottoscrittore di dati di mercato la propria realtà locale. Di conseguenza ogni sottoscrittore sarà in grado di rilevare il miglior prezzo disponibile dalla propria posizione geografica. Il modello decentrato mira a neutralizzare una critica comune mossa nei confronti di un sistema consolidato di pubblicazione: il fatto che l'"esecuzione alle condizioni migliori" è una realtà locale, vera in un determinato momento, per un luogo specifico nel quale si trova l'intermediario di esecuzione.

[22] La scheda e il parere del comitato per il controllo normativo sono disponibili all'indirizzo: [includere collegamento].

Opzione 3 – consolidatori gestiti dalla borsa. Il consolidatore gestito dalla borsa gestisce un modello "a raggiera" centralizzato. Nel contesto di questo approccio, ciascuna borsa diventerebbe il consolidatore esclusivo dei dati per quanto riguarda le azioni o altri strumenti quotati presso la stessa. Il risultato sarebbe che le borse di quotazione diventerebbero i consolidatori ("il centro della raggiera") per tutti i dati di mercato che coinvolgono le loro quotazioni (i "titoli che possono essere oggetto di negoziazione"). Nella pratica, l'opzione 3 porterebbe, ad esempio, alla creazione di un sistema distinto per ciascuna borsa europea quotata (esempi sono Euronext, Deutsche Börse, NASDAQ OMX, BME, borsa di Vienna, borsa di Varsavia).

Opzione 4 – consolidatore unico e indipendente per ciascuna classe di attività. Il consolidatore unico gestirebbe un modello "a raggiera" centralizzato per ciascuna classe di attività (azioni, fondi indicizzati quotati, obbligazioni e strumenti derivati). Nel contesto di questo approccio, i consolidatori di dati esclusivi raccoglierebbero dati per azioni specifiche da sedi geograficamente separate, consoliderebbero i dati in un centro dati centralizzato e poi li diffonderebbero da tale posizione centrale ai sottoscrittori che si trovano in altre località. Rispetto a un modello operativo decentrato, un modello centralizzato sarebbe quindi leggermente meno accurato in termini di tempestività delle quotazioni pre-negoziazione fornite sul sistema consolidato di pubblicazione, ma assicurerebbe una maggiore integrazione dei dati e gestirebbe un regime di partecipazione ai ricavi più efficiente.

Opzione 5 – la norma in materia di concentrazione. Tutte le negoziazioni relative ad azioni quotate sono concentrate sulla borsa di quotazione (per gli strumenti non rappresentativi di capitale sul centro primario esistente di liquidità), non vi è la necessità di consolidare i dati di mercato fondamentali ricorrendo a un consolidatore esclusivo o non esclusivo di dati del mercato relativi a titoli. Questa opzione non comporterebbe la creazione di un sistema consolidato di pubblicazione, mirerebbe piuttosto a consolidare il flusso di dati di mercato (indirettamente) concentrando la negoziazione nel contesto di determinate classi di attività su piattaforme di esecuzione designate.

Le opzioni prescelte per il consolidamento dei dati di mercato sono le seguenti.

Le opzioni 1.2 (consolidatori concorrenti) e 1.4 (consolidatore unico indipendente) costituiscono le due opzioni prescelte. In termini di conseguimento di una qualità ottimale dei dati di mercato e di una consegna tempestiva, il modello di consolidamento decentrato di cui all'opzione 1.2 gode di un leggero vantaggio rispetto al consolidamento centralizzato (opzione 1.4). D'altra parte la gara d'appalto di cui all'opzione 1.4 fornisce all'ESMA una maggiore discrezionalità per l'aggiudicazione del ruolo di consolidatore a un entrante sul mercato assolutamente nuovo. Ciò consentirebbe di selezionare un consolidatore che sia assolutamente indipendente tanto dai contributori di dati di mercato quanto dalle imprese che si occupano di dati di mercato e che gestisca un sistema di partecipazione ai ricavi più efficiente.

L'opzione 1.2 presenterebbe, d'altra parte, molto probabilmente un'opportunità per le imprese che si occupano di dati di mercato esistenti di sfruttare la loro competenza nell'aggregazione di dati nel nuovo mercato dei dati consolidati. Se da un lato ciò consente una facilità di ingresso e costi di avviamento e di esercizio potenzialmente inferiori, dall'altro comporta il rischio che molti dei consolidatori emergenti facciano parte di gruppi finanziari consolidati e quindi non esenti da potenziali conflitti di interesse.

Per quanto concerne la **garanzia di una remunerazione equa dei contributori di dati di mercato**, la valutazione d'impatto ha considerato tre opzioni illustrate di seguito.

Opzione 2.1 – contributi obbligatori con "obiettivi minimi di ricavi" a carico dei consolidatori di dati di mercato. Tutte le fonti di dati di mercato dovrebbero mettere dati di mercato fondamentali standardizzati a disposizione degli aggregatori di dati di mercato (contributo obbligatorio). Al fine di creare ricavi aggiuntivi da assegnare ai contributori di dati di mercato, vi sarebbero "obiettivi minimi in termini di ricavi" che costituiscono parte del processo di selezione per un consolidatore unico (opzione 1.4) o parte del processo di registrazione per consolidatori concorrenti (opzione 1.2). Gli obiettivi minimi in termini di ricavi sarebbero stabiliti e periodicamente riveduti da un comitato operativo indipendente. Gli obiettivi in termini di ricavi terrebbero conto dei vari utilizzi che i sottoscrittori fanno del sistema consolidato di pubblicazione, nonché di parametri pertinenti quali la ridistribuzione commerciale, la referenziazione dei prezzi, l'indicizzazione, la sindacazione, le vendite di dati di mercato ai mezzi di comunicazione. Gli obiettivi in termini di ricavi rispetto agli utenti professionali potrebbero essere fissati a livelli sufficienti per sovvenzionare ampiamente il costo della concessione dell'accesso al dettaglio a fronte di un costo minimo o nullo.

Opzione 2.2 – contributi obbligatori con commissioni di sottoscrizione obbligatorie. L'opzione 2.2 comprenderebbe le commissioni minime obbligatorie di sottoscrizione stabilite per legge per i flussi di dati di mercato consolidati. Rendere i contributi obbligatori subordinati a un "modello di partecipazione ai ricavi" mira a creare una comunanza di interessi tra i contributori di dati di mercato e i consolidatori di dati di mercato. Fissando soglie minime per le commissioni per l'utilizzo di dati di mercato fondamentali, i contributori di dati di mercato partecipano al successo commerciale dei flussi di dati di mercato consolidati e condividono con i consolidatori di dati di mercato il rischio di successo del prodotto di dati di mercato consolidati. Le commissioni di sottoscrizione sarebbero concepite e periodicamente rivedute da un comitato operativo indipendente.

Opzione 2.3 – contributi obbligatori con compensazione mediante una "commissione di utilizzo sul prezzo di riferimento". L'opzione 2.3 prevede di garantire una compensazione per i contributori di dati di mercato mediante il ricorso a una commissione di utilizzo per tutte le sedi di esecuzione che non contribuiscono alla formazione dei prezzi sui mercati azionari ("*dark trading*"). Tecnicamente il "dark trading" è definito come una forma di negoziazione non trasparente alla pre-negoziazione: non vengono pubblicate quotazioni e le operazioni vengono eseguite al prezzo di riferimento fissato presso le piattaforme di esecuzione del mercato primario che abbinano le operazioni utilizzando un prezzo di riferimento "importato" dalla borsa di quotazione. Coloro che ricorrono alla deroga basata sul prezzo di riferimento dovrebbero "acquistare" il prezzo di riferimento mediante una commissione mensile "ad valorem", da corrispondere (per il rimborso alla borsa di quotazione) all'operatore del sistema consolidato di pubblicazione.

Alla fine **l'opzione prescelta per la remunerazione dei dati di mercato** è l'opzione 2.1 essendo la meno invasiva sul modello di business del consolidatore, pur assicurando un flusso di ricavi in linea con quello che può essere generato con l'opzione 2.2 o l'opzione 2.3. Rispetto alla complessità della fissazione a livello centrale di commissioni di sottoscrizione individuali, l'opzione 2.1 consente una maggiore libertà commerciale in termini di definizione e revisione delle commissioni di sottoscrizione.

Scelta strategica complessiva in materia di consolidamento e remunerazione equa

In termini di conseguimento di una combinazione ottimale che garantisca una qualità elevata dei dati di mercato e una consegna tempestiva, la procedura di gara di cui all'opzione 1.4 costituisce il metodo più adeguato per assicurare la concorrenza per il nuovo mercato nello stabilire l'infrastruttura essenziale necessaria per il consolidamento dei dati di mercato.

D'altra parte, numerose delle caratteristiche positive dell'opzione 1.2 possono essere mantenute, eventualmente in una fase successiva, creando un nuovo mercato "a valle" per la pubblicazione dei dati di mercato e l'analisi avanzata dei dati, un mercato aperto alla concorrenza. La partecipazione ai ricavi per i contributori di dati di mercato è assicurata al meglio dall'opzione 2.1 (modello di partecipazione ai ricavi).

- **Impatti probabili dell'opzione prescelta**

Gli impatti positivi dell'eliminazione degli ostacoli al consolidamento dei dati di mercato andrebbero a vantaggio degli investitori, ossia del buy side, nei mercati dei capitali. La domanda (il "buy side", ossia gli investitori attivi nei mercati dei capitali) sarebbe costituita dai beneficiari principali del consolidamento dei dati di mercato in quanto un sistema consolidato di pubblicazione assicurerà agli investitori e ai loro gestori di investimenti una panoramica completa dell'intera liquidità di qualsiasi determinato strumento finanziario, consentendo loro in definitiva di trarre pieno vantaggio dai benefici del mercato unico.

Eliminando gli ostacoli alla creazione di un sistema consolidato di pubblicazione, i gestori di attività e di portafogli saranno incentivati a includere nei portafogli che gestiscono gli strumenti più ottimali (o una loro combinazione) disponibili nell'Unione e non soltanto lo strumento disponibile sulle (poche) sedi di cui attualmente sottoscrivono i dati di mercato. Disporrebbero di informazioni che consentono loro di decidere se hanno la necessità di diventare membri di (altre) sedi, quando queste ultime forniscono i prodotti ottimali per la loro finalità. Fungerà da guida importante per gli operatori del buy side nel valutare e nel prendere decisioni di negoziazione nonché nel fissare i loro parametri algoritmici.

Il vantaggio principale per gli investitori (gestori del *buy side*) derivante da un sistema consolidato di pubblicazione è costituito dall'evitare il rischio di liquidità e lo "*slippage*". Per le azioni, il 56 % dei gestori di patrimoni che hanno partecipato a un sondaggio condotto da MSP[23] ha ritenuto che uno *slippage* compreso tra 0 e 0,5 punti base del valore annuo delle negoziazioni costituisca la conseguenza principale della mancanza di trasparenza rispetto alla liquidità presente nel mercato. Evitare tale *slippage* si tradurrebbe in guadagni per gli investitori fino a 1,06 miliardi di EUR.

Per quanto concerne le obbligazioni, i guadagni potenziali da una visione consolidata dei mercati sarebbero ancora maggiori, in considerazione del fatto che le perdite stimate imputabili allo *slippage* superano di gran lunga quelle per le azioni. Il 60 % dei gestori di patrimoni che si occupano di obbligazioni intervistati per lo studio MSP ha stimato costi di *slippage* fino a 5 punti base, il 25 % ha stimato costi di slippage fino a 10 punti base, mentre l'11 % ha stimato uno *slippage* fino a 50 punti base. L'assenza di dati affidabili per il valore delle negoziazioni in obbligazioni rende impossibile quantificare lo *slippage* in termini assoluti.

Benefici potenziali sono prevedibili anche per i mercati regolamentati, dato che il sistema aumenterà il livello di visibilità delle azioni, in particolare quelle delle piccole e medie imprese (PMI), quotate su tali sedi che avranno una visibilità più ampia rispetto ai loro mercati locali e un conseguente aumento della liquidità. Tale maggiore visibilità aumenta l'attrattiva degli investimenti e le possibilità che le azioni siano incluse in fondi o portafogli di investimento. Come conseguenza della maggiore attrattiva delle azioni delle PMI, il sistema consolidato di pubblicazione potrebbe quindi altresì aumentare l'efficacia della raccolta di capitale per le PMI.

[23] MSP (2019), *The Study on the Creation of an EU Consolidated Tape*, figura 14.

- **Diritti fondamentali**

La proposta rispetta i diritti fondamentali e osserva i principi riconosciuti dalla Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea, in particolare il principio che sancisce un livello elevato di protezione dei consumatori per tutti i cittadini dell'UE (articolo 38). In assenza della creazione delle condizioni per la costituzione di un sistema consolidato di pubblicazione nell'UE, i clienti al dettaglio rimarrebbero potenzialmente privi di uno strumento per valutare il rispetto della norma dell'esecuzione alle condizioni migliori da parte dei loro intermediari e per consentire loro una gamma più ampia di opportunità di investimento, in particolare in alcuni Stati membri presso i quali le sedi di negoziazione sono più piccole e offrono minori opportunità di investimento.

4. INCIDENZA SUL BILANCIO

La presente iniziativa non incide sul bilancio dell'UE. Il sistema consolidato di pubblicazione sarà fornito dal settore privato, sotto la supervisione dell'ESMA. Nemmeno gli altri elementi affrontati dalla proposta incidono sul bilancio dell'UE.

5. ALTRI ELEMENTI

Oltre alle disposizioni sul consolidamento dei dati di mercato e sul funzionamento dei fornitori di un sistema consolidato di pubblicazione per le principali classi di attività, azioni, fondi indicizzati quotati, obbligazioni e strumenti derivati del MiFIR, la presente proposta contiene una serie di misure di accompagnamento che mirano a rafforzare la trasparenza e la competitività dei mercati dei capitali dell'Unione.

- **Piani attuativi e modalità di monitoraggio, valutazione e informazione**

La proposta contiene un monitoraggio e una valutazione dello sviluppo di un mercato integrato dell'UE per i dati di mercato consolidati. Tale monitoraggio riguarderà tanto l'evoluzione di modelli operativi per un sistema consolidato di pubblicazione utilizzato quanto il grado di riuscita nel facilitare l'accesso universale a dati di mercato consolidati per la comunità di investitori più ampia. Particolare attenzione sarà prestata, nel contesto di tale monitoraggio, alle classi di attività per le quali è emerso un sistema consolidato di pubblicazione; alla tempestività e alla qualità della fornitura del consolidamento dei dati di mercato; al ruolo del consolidamento dei dati di mercato nel ridurre le carenze di attuazione per ciascuna classe di attività; al numero di sottoscrittori dei dati di mercato consolidati per ciascuna classe di attività; al successo dei modelli di assegnazione dei ricavi per i mercati regolamentati per il loro contributo di dati di mercato nel contesto delle azioni; all'effetto del consolidamento dei dati di mercato sull'eliminazione delle asimmetrie informative tra i vari partecipanti al mercato dei capitali; nonché all'effetto su un accesso più democratico a dati di mercato consolidati sugli investimenti nelle PMI.

- **Illustrazione dettagliata delle singole disposizioni della proposta**

L'articolo 1, punto 1, modifica taluni aspetti della materia e dell'ambito di applicazione del regolamento, in particolare per quanto concerne l'obbligo per i sistemi multilaterali di operare con una licenza di sede di negoziazione.

L'articolo 1, punto 2, lettera a), sposta le disposizioni sulla delimitazione tra sistemi multilaterali e sistemi bilaterali dalla MiFID II al MiFIR al fine di ottenere un grado di armonizzazione maggiore che mira ad aumentare di conseguenza la trasparenza.

L'articolo 1, punto 2, lettere b), c) e d), contiene nuove definizioni, in particolare quelle essenziali per il consolidamento dei dati di mercato, quali la definizione di dati di mercato fondamentali.

L'articolo 1, punto 3, propone di istituire una soglia minima di dimensione delle operazioni per la deroga basata sul prezzo di riferimento, impedendo a qualsiasi sede di negoziazione alternativa di eseguire negoziazioni di piccole dimensioni nel contesto di tale deroga, in linea con le raccomandazioni dell'ESMA.

L'articolo 1, punto 4, sostituisce il doppio massimale sul volume con un unico massimale sul volume fissato al 7 % delle negoziazioni eseguite nel contesto della deroga basata sul prezzo di riferimento o della deroga basata su operazioni negoziate.

L'articolo 1, punto 6, abbrevia e armonizza i differimenti di pubblicazione per le relazioni post-negoziazione concernenti strumenti non rappresentativi di capitale indirizzate al pubblico. Elimina altresì la discrezionalità delle autorità nazionali competenti di consentire che le relazioni post-negoziazione per gli strumenti non rappresentativi di capitale siano differite di quattro settimane, sostituendola con soglie a livello di Unione. Soltanto per quanto concerne il debito sovrano le autorità nazionali competenti continuano a disporre di discrezionalità.

L'articolo 1, punto 7, autorizza l'ESMA a specificare il contenuto, il formato e la terminologia del concetto di condizioni commerciali ragionevoli, che è stato interpretato in modo molto diverso.

L'articolo 1, punti 8 e 9, rafforza gli obblighi di quotazione pubblica spettanti a un internalizzatore sistematico. Questa nuova disposizione aumenta l'obbligo di quotazione pre-negoziazione di un internalizzatore sistematico relativo alle azioni per coprire le quotazioni per dimensioni di operazioni fino a un minimo di due volte la dimensione standard del mercato. Propone inoltre di replicare la soglia minima della deroga basata sul prezzo di riferimento per le operazioni effettuate da un internalizzatore sistematico in assenza di trasparenza pre-negoziazione. In linea con la soglia minima relativa alla deroga basata sul prezzo di riferimento, gli internalizzatori sistematici non saranno autorizzati ad abbinare operazioni di piccole dimensioni al prezzo intermedio.

L'articolo 1, punto 10, introduce l'obbligo per le sedi di negoziazione di fornire dati di mercato armonizzati direttamente ed esclusivamente ai soggetti nominati dall'ESMA in veste di CTP per ciascuna classe di attività (contributi obbligatori). L'articolo 1, punto 10, allinea altresì i formati di segnalazione delle negoziazioni e gli obblighi di segnalazione per gli internalizzatori sistematici a quelli applicabili alle borse e alle sedi di esecuzione alternative (MTF/OTF). Ciò sarà conseguito attraverso un atto delegato che rende il formato attuale di segnalazione utilizzato dalle borse (il "Model Market Typology" o MMT) obbligatorio per tutte le relazioni sui dati di mercato dell'internalizzatore sistematico. Inoltre l'articolo 1, punto 10, estende il mandato di sincronizzazione degli orologi oltre le sedi di negoziazione e i loro membri agli internalizzatori sistematici, agli APA e ai CTP (articolo 22 quater).

L'articolo 1, punto 11, codifica il perimetro dell'obbligo di negoziazione di azioni. In linea con le proposte dell'ESMA nella sua relazione finale sul regime di trasparenza per gli strumenti rappresentativi di capitale, seguendo l'approccio adottato nella sua dichiarazione, questo articolo definisce il perimetro dell'obbligo di negoziazione di azioni in relazione ad azioni che sono ammesse alla negoziazione su un mercato regolamentato del SEE, e stabilisce un "elenco

ufficiale" dell'UE di azioni soggette al tale obbligo, evitando le attuali ambiguità nel perimetro di applicazione di tale obbligo.

L'articolo 1, punti 12, 13 e 14, introduce alcune modifiche tecniche in relazione alla segnalazione di operazioni e ai dati di riferimento.

L'articolo 1, punto 15, introduce una procedura di selezione per la nomina di un fornitore di un sistema consolidato di pubblicazione per ciascuna classe di attività (azioni, fondi indicizzati quotati, obbligazioni e strumenti derivati).

L'articolo 1, punto 16, introduce una disposizione sui requisiti organizzativi e sulle norme in materia di qualità del servizio che si applicano a tutti i CTP selezionati e nominati dall'ESMA (articolo 27 nonies). Tra i requisiti per il CTP figurano: a) la raccolta di dati di mercato fondamentali consolidati; b) la riscossione di commissioni di licenza dai sottoscrittori; e c) per le azioni, un regime di partecipazione ai ricavi per i mercati regolamentati per il loro contributo in termini di dati di mercato.

L'articolo 1, punto 17, introduce un nuovo articolo 27 nonies bis che contiene una serie di obblighi di segnalazione pubblica spettanti ai CTP. Tali obblighi di segnalazione riguardano le caratteristiche qualitative dei requisiti di livello di servizio, ad esempio, sulla velocità di consegna, e le relazioni sulla resilienza operativa.

L'articolo 1, punti 18, 19 e 20, modifica gli obblighi di negoziazione di strumenti derivati in linea con le raccomandazioni dell'ESMA. L'obbligo di negoziazione che impone alle controparti di negoziare strumenti derivati soggetti all'obbligo di compensazione nelle sedi di negoziazione scatta quando una categoria di strumenti derivati viene dichiarata soggetta a tale obbligo. In considerazione di tale stretta interconnessione, la modifica allinea l'obbligo di negoziazione di strumenti derivati ai sensi del MiFIR con quello di compensazione per gli strumenti derivati ai sensi dell'"EMIR Refit[24]", per garantire la certezza del diritto tra i due obblighi, in particolare per quanto riguarda la portata dei soggetti tenuti a rispettare l'obbligo di compensazione e negoziazione e la possibile sospensione di tali obblighi. L'articolo 1, punto 20, introduce un nuovo articolo 32 bis contenente un meccanismo di sospensione a sé stante che consente alla Commissione di sospendere l'obbligo di negoziazione per talune imprese di investimento che agiscono in qualità di market maker con controparti non appartenenti al SEE quando sono soddisfatte determinate condizioni. Tale meccanismo può essere attivato su richiesta dell'autorità competente di uno Stato membro e assume la forma di un atto di esecuzione adottato dalla Commissione. La sospensione deve essere corredata dalla prova che almeno una delle condizioni è soddisfatta.

L'articolo 1, punti 21, 22 e 23, elimina l'obbligo di "libero accesso" per gli strumenti derivati negoziati in borsa. Le infrastrutture di compensazione nell'Unione non sarebbero più tenute a compensare le operazioni in strumenti derivati non effettuate sulla loro piattaforma di negoziazione integrata verticalmente. Allo stesso modo le sedi di negoziazione nell'Unione non devono più accettare che infrastrutture di compensazione non affiliate compensino le operazioni eseguite sulla loro piattaforma.

[24] Regolamento (UE) 2019/834 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 maggio 2019, che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012 per quanto riguarda l'obbligo di compensazione, la sospensione dell'obbligo di compensazione, gli obblighi di segnalazione, le tecniche di attenuazione del rischio per i contratti derivati OTC non compensati mediante controparte centrale, la registrazione e la vigilanza dei repertori di dati sulle negoziazioni e i requisiti dei repertori di dati sulle negoziazioni (GU L 141 del 28.5.2019, pag. 42).

L'articolo 1, punti 24 e 25, garantisce che l'ESMA disponga di poteri di vigilanza sufficienti sui fornitori di un sistema consolidato di pubblicazione.

L'articolo 1, punto 26, vieta agli internalizzatori sistematici di offrire il pagamento per il flusso di ordini (al dettaglio). La presente proposta porrebbe fine alla pratica controversa secondo la quale alcuni operatori ad alta frequenza, organizzati come internalizzatori sistematici in considerazione dei loro grandi volumi di operazioni, pagano intermediari al dettaglio affinché questi ultimi incanalino i loro ordini al dettaglio verso l'operatore ad alta frequenza per l'esecuzione. L'aspettativa è che, in assenza del pagamento per il flusso di ordini, gli ordini al dettaglio saranno inviati a un mercato trasparente pre-negoziazione (mercato regolamentato o sistema multilaterale di negoziazione) per l'esecuzione. In combinazione con l'aumento dell'obbligo di quotazione pre-negoziazione per l'internalizzatore sistematico, tali soggetti dovrebbero "guadagnare" il flusso al dettaglio pubblicando quotazioni pre-negoziazione concorrenziali. Partendo dal presupposto che il flusso di ordini al dettaglio rappresenta tra il 7 % e il 10 % dei volumi giornalieri complessivi e considerando il previsto aumento dell'intermediazione online, il divieto di pagamento per il flusso di ordini promette di aumentare la qualità di esecuzione per gli investitori al dettaglio nonché la trasparenza pre-negoziazione di tutte le piattaforme di esecuzione che eseguono ordini al dettaglio.

L'articolo 1, punto 27, conferisce alla Commissione il potere di adottare atti delegati che integrano il regolamento.

L'articolo 1, punto 28, lettera a), affida all'ESMA l'obbligo di fornire relazioni di monitoraggio.

L'articolo 1, punto 28, lettera b), e punto 29, sopprime una misura transitoria e la facoltà per la Commissione di adottare atti delegati basati sul quadro CTP sostituito.

L'articolo 2 prevede che l'entrata in vigore e la data di applicazione cadano il ventesimo giorno successivo a quello della pubblicazione.

2021/0385 (COD)

Proposta di

REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO

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

(Testo rilevante ai fini del SEE)

IL PARLAMENTO EUROPEO E IL CONSIGLIO DELL'UNIONE EUROPEA,

visto il trattato sul funzionamento dell'Unione europea, in particolare l'articolo 114,

vista la proposta della Commissione europea,

previa trasmissione del progetto di atto legislativo ai parlamenti nazionali,

visto il parere della Banca centrale europea[25],

visto il parere del Comitato economico e sociale europeo[26],

deliberando secondo la procedura legislativa ordinaria,

considerando quanto segue:

(1) Nel suo piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali del 2020[27], la Commissione ha annunciato la propria intenzione di presentare una proposta legislativa per creare una banca dati centralizzata destinata a fornire una visione completa dei prezzi e del volume degli strumenti finanziari rappresentativi di capitale e assimilabili negoziati in tutta l'Unione in una moltitudine di sedi di negoziazione ("sistema consolidato di pubblicazione"). Il 2 dicembre 2020, nelle sue conclusioni sul piano d'azione della Commissione per l'Unione dei mercati dei capitali[28], il Consiglio ha incoraggiato la Commissione a stimolare maggiori attività di investimento all'interno dell'Unione migliorando la disponibilità e la trasparenza dei dati valutando ulteriormente in che modo affrontare gli ostacoli in vista della creazione di un sistema consolidato di pubblicazione nell'UE.

(2) Nella sua tabella di marcia "Il sistema economico e finanziario europeo: promuovere l'apertura, la forza e la resilienza" del 19 gennaio 2021[29], la Commissione ha confermato la propria intenzione di migliorare, semplificare e armonizzare ulteriormente la trasparenza dei mercati dei capitali, nel contesto del riesame della

---

25 GU C […] del […], pag. […].
26 GU C […] del […], pag. […].
27 COM(2020) 590 final.
28 Conclusioni del Consiglio sul piano di azione della Commissione per l'Unione dei mercati dei capitali, 12898/1/20 REV 1 EF 286 ECOFIN 1023: https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-12898-2020-REV-1/it/pdf.
29 COM(2021) 32 final.

direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio[30] e del regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio[31]. Nell'ambito degli sforzi volti a rafforzare il ruolo internazionale dell'euro, la Commissione ha annunciato altresì che tale riforma includerebbe la progettazione e l'attuazione di un sistema consolidato di pubblicazione, in particolare per le emissioni di obbligazioni societarie con l'obiettivo di aumentare la liquidità della negoziazione secondaria di strumenti di debito denominati in euro.

(3) Il regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio[32] prevede un quadro legislativo per i "fornitori di un sistema consolidato di pubblicazione" o "CTP", sia per gli strumenti rappresentativi di capitale che per quelli non rappresentativi di capitale. Tali CTP sono attualmente competenti per la raccolta di dati di mercato in merito agli strumenti finanziari dalle sedi di negoziazione e dai dispositivi di pubblicazione autorizzati ("APA") nonché per il loro consolidamento in un flusso elettronico continuo di dati in tempo reale, che fornisce dati di mercato per ciascun strumento finanziario. L'idea alla base dell'introduzione di un CTP era che i dati di mercato delle sedi di negoziazione e degli APA sarebbero stati messi a disposizione del pubblico in modo consolidato, includendo tutti i mercati di negoziazione dell'Unione, utilizzando identificatori dati, formati e interfacce utente identici.

(4) Ad oggi tuttavia nessun soggetto sottoposto a vigilanza ha chiesto l'autorizzazione ad agire in veste di CTP. L'ESMA ha individuato tre ostacoli principali che hanno impedito ai soggetti sottoposti a vigilanza di presentare domanda per la registrazione come CTP[33]. Innanzitutto una mancanza di chiarezza sulle modalità con cui il CTP deve procurarsi i dati di mercato dalle varie sedi di esecuzione o dai fornitori di servizi di comunicazione dati interessati. In secondo luogo, la qualità insufficiente in termini di armonizzazione dei dati segnalati da tali sedi di esecuzione per consentire un consolidamento efficiente in termini di costi. In terzo luogo, la mancanza di incentivi commerciali alla presentazione di una domanda per l'autorizzazione come CTP. Di conseguenza è necessario eliminare tali ostacoli. Procedere in tal senso comporta innanzitutto che tutte le sedi di negoziazione e gli internalizzatori sistematici forniscano dati di mercato ai CTP (norma sulla fornitura). In secondo luogo, ciò richiede un miglioramento della qualità dei dati attraverso l'armonizzazione delle segnalazioni dei dati che le sedi di negoziazione e gli internalizzatori sistematici dovrebbero presentare al CTP.

(5) L'articolo 1, paragrafo 7, della direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio[34] impone ai gestori di sistemi che consentono l'interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari ("sistemi

---

30 Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE (GU L 173 del 12.6.2014, pag. 349).

31 Regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012 (GU L 173 del 12.6.2014, pag. 84).

32 Regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012 (GU L 173 del 12.6.2014, pag. 84).

33 ESMA, *MiFID II/MiFIR Review Report No. 1 on the development in prices for pre- and post-trade data and on the consolidated tape for equity instruments*.

34 Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE (GU L 173 del 12.6.2014, pag. 349).

multilaterali") di operare in conformità dei requisiti relativi ai mercati regolamentati, ai sistemi multilaterali di negoziazione ("MTF") o ai sistemi organizzati di negoziazione ("OTF"). La collocazione di tale obbligo nella direttiva 2014/65/UE ha lasciato spazio a sue interpretazioni diverse, una circostanza questa che ha determinato disparità di condizioni tra i sistemi multilaterali che sono autorizzati come mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione o sistemi organizzati di negoziazione e i sistemi multilaterali non autorizzati come tali. Al fine di assicurarne un'applicazione uniforme, tale obbligo dovrebbe essere introdotto nel regolamento (UE) n. 600/2014.

(6) L'articolo 4 del regolamento (UE) n. 600/2014 consente alle autorità competenti di derogare ai requisiti di trasparenza pre-negoziazione per i gestori del mercato e le imprese di investimento che gestiscono una sede di negoziazione che determinano i loro prezzi facendo riferimento al prezzo intermedio del mercato primario o del mercato più pertinente in termini di liquidità. Non essendovi alcuna giustificazione all'esclusione di ordini di dimensioni inferiori da un book di negoziazione trasparente e al fine di aumentare la trasparenza pre-negoziazione e quindi rafforzare il processo di formazione dei prezzi, tale deroga dovrebbe essere applicabile agli ordini con una dimensione maggiore o uguale al doppio di quella standard del mercato. Quando il sistema consolidato di pubblicazione per le azioni e i fondi indicizzati quotati fornirà prezzi di acquisto e di vendita da cui è possibile ricavare un prezzo intermedio, la deroga basata sul prezzo di riferimento dovrebbe essere disponibile anche per i sistemi che ricavano il prezzo intermedio dal sistema consolidato di pubblicazione.

(7) Il dark trading è una negoziazione priva di trasparenza pre-negoziazione, che fa uso della deroga basata sul prezzo di riferimento di cui all'articolo 4, paragrafo 1, lettera a), del regolamento (UE) n. 600/2014 e della deroga alla negoziazione negoziata di cui all'articolo 4, paragrafo 1, lettera a), punto i), dello stesso regolamento. Il ricorso a entrambe le deroghe è limitato dal doppio massimale sul volume. Tale doppio massimale sul volume è un meccanismo che limita il livello di dark trading a una certa percentuale rispetto al totale delle negoziazioni in uno strumento rappresentativo di capitale. La quota di dark trading in uno strumento rappresentativo di capitale su una singola sede non può superare il 4 % del totale delle negoziazioni in tale strumento nell'Unione. Quando tale soglia viene superata, il dark trading in tale strumento su tale specifica sede viene sospeso. In secondo luogo, la quota di dark trading in uno strumento rappresentativo di capitale nell'Unione non può superare l'8 % del totale delle negoziazioni in tale strumento nell'Unione. Quando tale soglia viene superata, il dark trading in tale strumento viene sospeso. La soglia specifica della sede lascia spazio all'uso continuo di tali deroghe su altre piattaforme nelle quali la negoziazione di tale strumento rappresentativo di capitale non è ancora sospesa, fino a quando la soglia a livello di Unione non viene superata. Tale meccanismo causa complessità in termini di monitoraggio dei livelli di dark trading e di applicazione della sospensione. Per semplificare il doppio massimale sul volume mantenendone l'efficacia, il nuovo massimale unico sul volume dovrebbe basarsi soltanto sulla soglia a livello di UE. Tale soglia dovrebbe essere abbassata al 7 % per compensare un potenziale aumento delle negoziazioni nel contesto di tali deroghe come conseguenza dell'abolizione della soglia specifica della sede.

(8) L'articolo 10 del regolamento (UE) n. 600/2014 prevede l'obbligo per le sedi di negoziazione di pubblicare le informazioni relative alle operazioni su strumenti non rappresentativi di capitale, compresi il prezzo e il volume. L'articolo 11 di tale regolamento contiene i motivi per cui le autorità nazionali competenti possono autorizzare la pubblicazione differita di tali informazioni. La pubblicazione differita di

tali informazioni è consentita quando un'operazione è al di sopra della soglia di dimensione elevata ed è in uno strumento per il quale non esiste un mercato liquido, oppure quando tale operazione è al di sopra della soglia di dimensione specifica dello strumento nel caso in cui l'operazione coinvolga i fornitori di liquidità. Le autorità nazionali competenti hanno discrezionalità in relazione alla durata del periodo di differimento e alle informazioni sulle operazioni che possono essere differite. Tale discrezionalità ha portato a pratiche diverse tra gli Stati membri e a pubblicazioni inefficaci sulla trasparenza post-negoziazione. Al fine di assicurare la trasparenza nei confronti di tutti i tipi di investitori, è necessario armonizzare il regime di differimento a livello di Unione europea, eliminare la discrezionalità a livello nazionale e facilitare il consolidamento dei dati di mercato. Di conseguenza è opportuno rafforzare i requisiti di trasparenza post-negoziazione eliminando la discrezionalità delle autorità competenti.

(9) Al fine di assicurare un livello adeguato di trasparenza, il prezzo di un'operazione in strumenti non rappresentativi di capitale dovrebbe essere pubblicato quanto più possibile in tempo reale ed essere differito soltanto fino alla fine del giorno di negoziazione al massimo. Tuttavia, per non esporre a rischi indebiti i fornitori di liquidità in strumenti non rappresentativi di capitale, dovrebbe essere possibile mascherare i volumi delle operazioni per un breve periodo di tempo, che non dovrebbe essere superiore a due settimane. La calibrazione esatta delle varie categorie corrispondenti ai diversi differimenti dovrebbe essere lasciata all'ESMA in ragione della competenza tecnica necessaria per specificare la calibrazione, nonché della necessità di consentire la flessibilità di modificare tale calibrazione. Tali differimenti dovrebbero essere basati sulla liquidità dello strumento non rappresentativo di capitale, sulla dimensione dell'operazione e, per le obbligazioni, sul rating di credito e non dovrebbero più includere la dimensione specifica dello strumento in questione.

(10) L'articolo 13 del regolamento (UE) n. 600/2014 impone ai gestori del mercato e alle imprese di investimento che gestiscono una sede di negoziazione di mettere a disposizione del pubblico le informazioni pre- e post-negoziazione relative a operazioni su strumenti finanziari a condizioni commerciali ragionevoli e di assicurare un accesso non discriminatorio a tali informazioni. Tale articolo non ha tuttavia conseguito i suoi obiettivi. Le informazioni fornite dalle sedi di negoziazione, dagli APA e dagli internalizzatori sistematici a condizioni commerciali ragionevoli non consentono agli utenti di comprendere le politiche dei dati di mercato e le modalità di fissazione del prezzo per i dati di mercato. L'ESMA ha pubblicato orientamenti che spiegano le modalità di applicazione delle condizioni commerciali ragionevoli. Tali orientamenti dovrebbero essere convertiti in obblighi giuridici. In ragione dell'elevato livello di dettaglio richiesto per specificare le condizioni commerciali ragionevoli e la necessaria flessibilità nel modificare le norme applicabili in base al rapido cambiamento del contesto dei dati, l'ESMA dovrebbe avere la facoltà di elaborare progetti di norme tecniche di regolamentazione che specifichino le modalità di applicazione delle condizioni commerciali ragionevoli, rafforzando così ulteriormente l'applicazione armonizzata e coerente dell'articolo 13 del regolamento (UE) n. 600/2014.

(11) Al fine di rafforzare il processo di formazione dei prezzi e mantenere parità di condizioni tra le sedi di negoziazione e gli internalizzatori sistematici, l'articolo 14 del regolamento (UE) n. 600/2014 impone agli internalizzatori sistematici di rendere pubbliche tutte le quotazioni di strumenti rappresentativi di capitale collocate da tale internalizzatore sistematico che siano al di sotto delle dimensioni standard del

mercato. Gli internalizzatori sistematici sono liberi di decidere quali dimensioni quotare, purché quotino una dimensione minima del 10 % della dimensione standard del mercato. Tale possibilità ha tuttavia portato a livelli molto bassi di trasparenza pre-negoziazione forniti dagli internalizzatori sistematici in strumenti rappresentativi di capitale, e ha ostacolato il conseguimento della parità di condizioni. È quindi necessario imporre agli internalizzatori sistematici di pubblicare quotazioni irrevocabili relative a un minimo di due volte la dimensione standard del mercato.

(12) Al fine di creare parità di condizioni, oltre all'obbligo di pubblicare le quotazioni irrevocabili relative a un minimo di due volte la dimensione standard del mercato, gli internalizzatori sistematici non dovrebbero più essere autorizzati a effettuare abbinamenti al prezzo intermedio al di sotto del doppio della dimensione standard del mercato. Dovrebbe inoltre essere chiarito che gli internalizzatori sistematici dovrebbero essere autorizzati a effettuare abbinamenti al prezzo intermedio nella misura in cui rispettino le norme in materia di dimensioni dei tick di negoziazione ai sensi dell'articolo 49 della direttiva 2014/65/UE quando negoziano al di sopra del doppio della dimensione standard del mercato ma al di sotto della soglia *in-scale* di dimensione elevata. Quando negoziano al di sopra di una soglia *in-scale* di dimensione elevata, gli internalizzatori sistematici dovrebbero continuare ad essere autorizzati ad effettuare abbinamenti al prezzo intermedio senza rispettare il regime in materia di dimensioni dei tick di negoziazione.

(13) I partecipanti al mercato necessitano di dati di mercato fondamentali per essere in grado di prendere decisioni di investimento informate. Ai sensi dell'attuale articolo 27 nonies del regolamento (UE) n. 600/2014, l'approvvigionamento di dati di mercato fondamentali su taluni strumenti finanziari direttamente da sedi di negoziazione ed APA richiede che i fornitori di un sistema consolidato di pubblicazione stipulino accordi di licenza separati con tutti tali contributori di dati. Tale processo è oneroso, costoso e richiede tempo. È stato uno degli ostacoli all'emergere di fornitori di un sistema consolidato di pubblicazione trasversalmente ai mercati. Tale ostacolo dovrebbe essere rimosso in modo da consentire ai fornitori di un sistema consolidato di pubblicazione di ottenere i dati di mercato e di superare le questioni in materia di concessione di licenze. Le sedi di negoziazione e gli APA, o le imprese di investimento e gli internalizzatori sistematici senza intervento di APA ("contributori di dati di mercato") dovrebbero essere tenuti a presentare i loro dati di mercato ai fornitori di un sistema consolidato di pubblicazione, e a farlo utilizzando modelli armonizzati che rispettino standard relativi ai dati di alta qualità. Soltanto i CTP selezionati e autorizzati dall'ESMA dovrebbero essere in grado di raccogliere dati di mercato armonizzati dalle singole fonti di dati conformemente alla norma del contributo obbligatorio. Per rendere i dati di mercato utili agli investitori, i contributori di dati di mercato dovrebbero essere tenuti a fornire al CTP dati di mercato quanto più possibile in tempo reale, nella misura in cui ciò sia tecnicamente praticabile.

(14) I titoli II e III del regolamento (UE) n. 600/2014 impongono alle sedi di negoziazione, agli APA, alle imprese di investimento e agli internalizzatori sistematici ("contributori di dati di mercato") di pubblicare i dati pre-negoziazione sugli strumenti finanziari, nonché i prezzi di acquisto e di vendita e i dati post-negoziazione sulle operazioni, compresi il prezzo e il volume a cui è stata conclusa un'operazione in uno specifico strumento. I partecipanti al mercato non sono tenuti a utilizzare i dati di mercato fondamentali consolidati forniti dal CTP. L'obbligo di pubblicare tali dati pre- e post-negoziazione dovrebbe quindi rimanere applicabile per consentire ai partecipanti al mercato di accedere ai dati di mercato. Tuttavia, per evitare un onere

eccessivo per i contributori di dati di mercato, è opportuno allineare il più possibile l'obbligo per tali contributori di pubblicare i dati con l'obbligo di contribuire dati al CTP.

(15) In ragione della qualità variegata dei dati di mercato, è difficile per i partecipanti al mercato confrontare tali dati; tale circostanza priva il consolidamento dei dati di gran parte del suo valore aggiunto. Che i dati di mercato siano di qualità elevata è estremamente importante per il corretto funzionamento del regime di trasparenza di cui ai titoli II e III del regolamento (UE) n. 600/2014 e per il consolidamento dei dati da parte dei fornitori di un sistema consolidato di pubblicazione. Di conseguenza è opportuno richiedere che tali dati di mercato siano conformi a livelli di qualità elevati in termini sia di sostanza che di formato. Dovrebbe essere possibile modificare la sostanza e il formato dei dati in breve tempo per lasciare spazio a pratiche di mercato e informazioni in evoluzione. Di conseguenza la Commissione dovrebbe specificare i requisiti concernenti la qualità dei dati in un atto delegato e tali requisiti dovrebbero tenere conto del parere di un gruppo consultivo dedicato, composto da esperti del settore e delle autorità pubbliche.

(16) Al fine di monitorare meglio gli eventi che possono essere oggetto di segnalazione, la direttiva 2014/65/UE ha armonizzato la sincronizzazione degli orologi per le sedi di negoziazione e i loro membri. Nel contesto del consolidamento dei dati di mercato, per assicurare che le marche temporali segnalate da soggetti diversi possano essere confrontate in maniera significativa, è opportuno estendere i requisiti per l'armonizzazione della sincronizzazione degli orologi agli internalizzatori sistematici, agli APA e ai fornitori di un sistema consolidato di pubblicazione. In ragione del livello di competenza tecnica necessario per specificare i requisiti per l'applicazione di un orologio sincronizzato, l'ESMA dovrebbe avere la facoltà di sviluppare progetti di norme tecniche di regolamentazione per specificare la precisione con cui gli orologi dovrebbero essere sincronizzati.

(17) L'articolo 23 del regolamento (UE) n. 600/2014 richiede che la maggior parte delle negoziazioni di azioni avvenga in sedi di negoziazione o internalizzatori sistematici ("obbligo di negoziazione di azioni"). Tale obbligo non si applica alle operazioni in azioni che non sono sistematiche o sono ad hoc o irregolari e poco frequenti. Non è chiaro quando si applica tale esenzione. L'ESMA ha quindi chiarito questo aspetto operando una distinzione tra le azioni sulla base del loro codice internazionale di identificazione dei titoli (ISIN). In base a tale distinzione, soltanto le azioni con un ISIN del SEE sono soggette all'obbligo di negoziazione di azioni. Tale approccio fornisce chiarezza ai partecipanti al mercato che negoziano in azioni. È quindi opportuno integrare la prassi attuale dell'ESMA nel regolamento (UE) n. 600/2014, sopprimendo contemporaneamente l'esenzione per le operazioni in azioni non sistematiche, ad hoc o irregolari e poco frequenti. Al fine di fornire ai partecipanti al mercato la certezza in merito agli strumenti soggetti all'obbligo di negoziazione di azioni, l'ESMA dovrebbe avere la facoltà di pubblicare e gestire un elenco contenente tutte le azioni soggette a tale obbligo.

(18) La determinazione della data entro la quale le operazioni sono segnalate è importante per assicurare una preparazione sufficiente da parte sia delle autorità di vigilanza che dei soggetti segnalanti. È altresì cruciale allineare la tempistica dei cambiamenti nei diversi quadri di segnalazione. Fissare tale data in un atto delegato fornirà la necessaria flessibilità e allinea i poteri dell'ESMA a quelli stabiliti nel regolamento (UE) 2019/834. Al fine di aumentare la coerenza complessiva della segnalazione al mercato, nell'elaborare i progetti pertinenti di norme tecniche di regolamentazione

l'ESMA dovrebbe altresì tenere conto degli sviluppi internazionali e delle norme concordate a livello di Unione o mondiale.

(19) La segnalazione nei mercati finanziari, in particolare la segnalazione di operazioni, è già altamente automatizzata e i dati sono più standardizzati. Talune incoerenze tra i quadri sono già state risolte nel REFIT del regolamento sulle infrastrutture del mercato europeo (EMIR) e nel regolamento sulle operazioni di finanziamento tramite titoli (SFTR). I poteri attribuiti all'ESMA dovrebbero essere allineati affinché possa adottare norme tecniche e assicurare una maggiore coerenza nella segnalazione di operazioni tra i quadri EMIR, SFTR e MiFIR. Ciò migliorerà la qualità dei dati delle operazioni ed eviterà inutili costi aggiuntivi per il settore.

(20) La concorrenza tra i fornitori di un sistema consolidato di pubblicazione assicura che tale sistema sia fornito nel modo più efficiente e nelle condizioni migliori per gli utenti. Tuttavia, fino ad ora, nessun soggetto ha chiesto di agire in veste di fornitore di un sistema consolidato di pubblicazione. Si ritiene pertanto opportuno autorizzare l'ESMA a organizzare periodicamente una procedura di selezione competitiva per selezionare un soggetto unico in grado di fornire il sistema consolidato di pubblicazione per ciascuna classe di attività specificata. Tenendo conto della novità del regime proposto, l'ESMA dovrebbe imporre la fornitura di dati sulla trasparenza post-negoziazione soltanto per la prima procedura di selezione che esegue in relazione ad azioni. Almeno 18 mesi prima dell'avvio della seconda procedura di selezione, l'ESMA dovrebbe presentare una relazione alla Commissione per valutare se esiste una domanda di mercato per estendere ai dati pre-negoziazione la contribuzione di dati al sistema. Sulla base di tale relazione, alla Commissione dovrebbe essere conferito il potere, tramite un atto delegato, di specificare ulteriormente il livello di dettaglio dei dati pre-negoziazione forniti al sistema.

(21) Secondo i dati presentati nella valutazione d'impatto che accompagna la proposta del presente regolamento, la generazione di entrate prevista per il sistema consolidato di pubblicazione varierà a seconda delle caratteristiche specifiche del sistema. I ricavi previsti del CTP dovrebbero superare in maniera significativa il costo della sua produzione e quindi contribuire alla creazione di un solido regime di partecipazione ai ricavi nel contesto del quale il CTP e i contributori di dati di mercato condividano interessi commerciali allineati. Questo principio non dovrebbe impedire ai CTP di conseguire un margine necessario per mantenere un modello di business redditizio né di utilizzare i dati di mercato fondamentali per offrire ulteriori analisi o altri servizi destinati ad aumentare l'insieme dei ricavi.

(22) Vi è una differenza oggettiva tra una sede di ammissione primaria e altre sedi di negoziazione che fungono da mercati di negoziazione secondari. Una sede di ammissione primaria ammette le imprese ai mercati pubblici, svolgendo un ruolo cruciale nella vita di un'azione e per la liquidità dell'azione. Ciò è particolarmente vero nel caso di azioni quotate su mercati regolamentati di dimensioni inferiori che rimangono tipicamente negoziate per lo più nel contesto della sede di ammissione primaria. Quando la negoziazione trasparente pre-negoziazione di una determinata azione si svolge esclusivamente o prevalentemente presso la sede di ammissione primaria, tale sede più piccola gioca un ruolo più importante nella formazione dei prezzi per tale azione. I dati di mercato fondamentali che un mercato regolamentato più piccolo contribuisce al sistema consolidato di pubblicazione giocano quindi un ruolo più determinante nella formazione dei prezzi per le azioni che tale sede ammette alla negoziazione. Un trattamento preferenziale nel contesto del regime di partecipazione ai ricavi è quindi considerato adeguato per consentire a tali borse più

piccole di mantenere le loro ammissioni locali e salvaguardare un ecosistema ricco e vivace in linea con gli obiettivi dell'Unione dei mercati dei capitali.

(23) I piccoli mercati regolamentati sono mercati regolamentati che ammettono azioni di emittenti per le quali la negoziazione sul mercato secondario tende ad essere meno liquida rispetto alla negoziazione di azioni ammesse alla negoziazione su mercati regolamentati di dimensioni maggiori. Per evitare che volumi di negoziazione (o valori nominali) inferiori penalizzino le borse più piccole nel contesto del regime di partecipazione ai ricavi concepito per il sistema consolidato di pubblicazione per le azioni, i dati derivanti dalle negoziazioni di tali azioni meno liquide dovrebbero attrarre una remunerazione superiore rispetto a quanto indicherebbe il loro valore di negoziazione nozionale. L'eventualità che un'azione sia meno liquida dovrebbe essere determinata sulla base della proporzione di liquidità trasparente pre-negoziazione mostrata dal mercato regolamentato che ammette l'azione meno liquida, rispetto al controvalore medio giornaliero degli scambi in tale azione.

(24) Data la novità del sistema consolidato di pubblicazione nel contesto dei mercati finanziari dell'UE, si dovrebbe conferire all'ESMA l'incarico di fornire alla Commissione europea una valutazione del regime di partecipazione ai ricavi progettato per i mercati regolamentati nel contesto del sistema consolidato di pubblicazione per le azioni. Tale relazione dovrebbe essere preparata sulla base di almeno 12 mesi di gestione del CTP e successivamente su richiesta della Commissione, laddove ritenuto necessario od opportuno. La valutazione dovrebbe concentrarsi in particolare sull'eventualità che la partecipazione di piccoli mercati regolamentati ai ricavi del CTP sia equa ed efficace nel salvaguardare il ruolo che tali mercati svolgono nel loro ecosistema finanziario locale. La Commissione dovrebbe essere autorizzata a rivedere il meccanismo di assegnazione tramite un atto delegato, laddove necessario od opportuno.

(25) È necessario garantire che i fornitori di un sistema consolidato di pubblicazione pongano rimedio ad asimmetrie informative nei mercati dei capitali in modo sostenibile e che i fornitori di un sistema consolidato di pubblicazione forniscano dati consolidati affidabili. I fornitori di un sistema consolidato di pubblicazione dovrebbero quindi essere tenuti ad aderire a requisiti organizzativi e norme in materia di qualità del servizio che devono essere rispettati in ogni momento in seguito all'ottenimento dell'autorizzazione da parte dell'ESMA. Le norme in materia di qualità dovrebbero riguardare aspetti relativi alla raccolta di dati di mercato fondamentali consolidati, alla marcatura temporale accurata di tali dati nelle varie fasi della catena di prestazione, alla raccolta e all'amministrazione delle commissioni di sottoscrizione ai dati di mercato e all'assegnazione dei ricavi ai contributori di dati di mercato.

(26) Al fine di salvaguardare la fiducia continua dei partecipanti al mercato nella gestione di un fornitore di un sistema consolidato di pubblicazione, tali soggetti dovrebbero presentare periodicamente una serie di relazioni pubbliche sul rispetto degli obblighi loro spettanti previsti dal presente regolamento, in particolare sulle statistiche relative alle prestazioni e sulle relazioni sugli incidenti in merito a qualità dei dati e sistemi. In ragione della natura estremamente tecnica della sostanza della relazione, l'ESMA dovrebbe avere il potere di specificare la sostanza, il formato e la tempistica.

(27) L'obbligo di mettere a disposizione a titolo gratuito le segnalazioni di negoziazioni dopo 15 minuti si applica attualmente a tutte le sedi di negoziazione, agli APA e ai CTP. Per i CTP, tale obbligo ostacola la commercializzazione del consolidamento dei dati di mercato fondamentali e limita considerevolmente la redditività commerciale di

un CTP potenziale, poiché alcuni clienti potenziali potrebbero preferire aspettare i dati consolidati gratuiti piuttosto che sottoscrivere un abbonamento ai servizi del sistema consolidato di pubblicazione. Ciò è vero in particolare in relazione ad obbligazioni e strumenti derivati che in generale non sono negoziati di frequente e per i quali i dati mantengono spesso la maggior parte del loro valore dopo 15 minuti. Sebbene l'obbligo che prevede la fornitura di dati a titolo gratuito dopo 15 minuti dovrebbe rimanere in vigore per le sedi di negoziazione e gli APA, si dovrebbe rinunciare all'applicazione di tale obbligo per i CTP al fine di proteggere il loro potenziale modello di business.

(30) L'articolo 28 del regolamento (UE) n. 600/2014 prevede che i derivati fuori borsa (OTC, *over the counter*) soggetti ad obbligo di compensazione siano negoziati in sedi di negoziazione. Il regolamento (UE) 2019/834 del Parlamento europeo e del Consiglio[35] ha modificato il regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio[36] per ridurre la portata dei soggetti tenuti a rispettare l'obbligo di compensazione. In considerazione della stretta interconnessione tra l'obbligo di compensazione a norma del regolamento (UE) n. 648/2012 e l'obbligo di negoziazione di strumenti derivati a norma del regolamento (UE) n. 600/2014, nonché al fine di garantire una maggiore coerenza giuridica e semplificare il quadro giuridico, è necessario e opportuno riallineare l'obbligo di negoziazione di strumenti derivati a quello di compensazione per gli strumenti derivati. In assenza di tale allineamento, talune controparti finanziarie e non finanziarie più piccole non sarebbero più soggette all'obbligo di compensazione ma continuerebbero ad essere soggette a quello di negoziazione.

(31) L'articolo 6 bis del regolamento (UE) n. 648/2012 prevede un meccanismo di sospensione temporanea dell'obbligo di compensazione quando i criteri in base ai quali determinate categorie di derivati OTC sono state assoggettate a tale obbligo non sono più soddisfatti o quando tale sospensione è considerata necessaria per evitare una grave minaccia alla stabilità finanziaria nell'Unione. Tale sospensione può tuttavia impedire alle controparti di rispettare l'obbligo di negoziazione previsto dal regolamento (UE) n. 600/2014, dato che l'obbligo di compensazione è un prerequisito rispetto all'obbligo di negoziazione. Di conseguenza è necessario stabilire che, qualora la sospensione dell'obbligo di compensazione comporti una modifica sostanziale dei criteri dell'obbligo di negoziazione, dovrebbe essere possibile sospendere simultaneamente l'obbligo di negoziazione per la stessa categoria o per le stesse categorie di derivati OTC oggetto della sospensione dell'obbligo di compensazione.

(32) È necessario un meccanismo di sospensione ad hoc per assicurare che la Commissione possa reagire rapidamente a cambiamenti significativi nelle condizioni di mercato che possono avere un effetto sostanziale sulla negoziazione di strumenti derivati e sulle loro controparti. In presenza di tali condizioni di mercato e su richiesta dell'autorità competente di uno Stato membro, la Commissione dovrebbe poter sospendere l'obbligo di negoziazione, indipendentemente da qualsiasi sospensione dell'obbligo di

---

35 Regolamento (UE) 2019/834 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 maggio 2019, che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012 per quanto riguarda l'obbligo di compensazione, la sospensione dell'obbligo di compensazione, gli obblighi di segnalazione, le tecniche di attenuazione del rischio per i contratti derivati OTC non compensati mediante controparte centrale, la registrazione e la vigilanza dei repertori di dati sulle negoziazioni e i requisiti dei repertori di dati sulle negoziazioni (GU L 141 del 28.5.2019, pag. 42).

36 Regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 luglio 2012, sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni (GU L 201 del 27.7.2012, pag. 1)..

compensazione. Tale sospensione dell'obbligo di negoziazione dovrebbe essere possibile quando le attività di un'impresa di investimento dell'UE con una controparte non appartenente al SEE subiscono ripercussioni indebite derivanti dalla portata dell'obbligo di negoziazione dell'UE sugli strumenti derivati e quando tale impresa di investimento agisce in veste di market maker nella categoria di strumenti derivati soggetti all'obbligo di negoziazione. La questione della sovrapposizione degli obblighi di negoziazione di strumenti derivati è particolarmente sentita quando si effettuano negoziazioni con controparti domiciliate in una giurisdizione di un paese terzo che applica un proprio obbligo di negoziazione di strumenti derivati. Tale sospensione aiuterebbe altresì le controparti dell'UE a rimanere competitive sui mercati mondiali. Nel decidere in merito alla sospensione dell'obbligo di negoziazione, la Commissione dovrebbe prendere in considerazione l'impatto di tale sospensione sull'obbligo di compensazione di cui al regolamento (UE) n. 648/2012.

(33) Le disposizioni sul libero accesso per i derivati negoziati in borsa riducono l'attrattiva di investire in prodotti nuovi dato che i concorrenti possono essere in grado di ottenervi accesso senza un investimento iniziale. L'applicazione del regime di libero accesso per i derivati negoziati in borsa, di cui agli articoli 35 e 36 del regolamento (UE) n. 600/2014, può limitare quindi la competitività di tali prodotti, eliminando gli incentivi per i mercati regolamentati a creare nuovi derivati negoziati in borsa. Occorre pertanto stabilire che tale regime non si dovrebbe applicare alla controparte centrale (CCP) o alla sede di negoziazione in questione per quanto riguarda i derivati negoziati in borsa, favorendo così l'innovazione e lo sviluppo dei derivati negoziati in borsa nell'Unione.

(34) Gli intermediari finanziari dovrebbero cercare di ottenere il miglior prezzo possibile e la probabilità di esecuzione più elevata possibile per le operazioni che eseguono per conto dei loro clienti. A tal fine gli intermediari finanziari dovrebbero selezionare la sede di negoziazione o la controparte per l'esecuzione delle operazioni dei loro clienti esclusivamente sulla base del conseguimento dell'esecuzione alle condizioni migliori per i loro clienti. La circostanza in cui un intermediario finanziario riceve un pagamento da una controparte di negoziazione in cambio della garanzia dell'esecuzione delle operazioni dei clienti dovrebbe essere incompatibile con tale principio di esecuzione alle condizioni migliori. Si dovrebbe pertanto vietare alle imprese di investimento di ricevere tale pagamento.

(35) La Commissione dovrebbe adottare i progetti di norme tecniche di regolamentazione sviluppati dall'ESMA per quanto concerne: le caratteristiche precise del regime di differimento per le operazioni in strumenti non rappresentativi di capitale; la fornitura di informazioni a condizioni commerciali ragionevoli; l'applicazione di orologi sincronizzati da parte di sedi di negoziazione, internalizzatori sistematici, APA e CTP; nonché le caratteristiche dell'obbligo di segnalazione pubblica del CTP. La Commissione dovrebbe adottare tali progetti di norme tecniche di regolamentazione mediante atti delegati a norma dell'articolo 290 TFUE e conformemente agli articoli da 10 a 14 del regolamento (UE) n. 1093/2010.

(36) Poiché gli obiettivi del presente regolamento, ossia facilitare l'emergere di mercati trasversali di fornitori di un sistema consolidato di pubblicazione per ciascuna classe di attività e modificare taluni aspetti della legislazione vigente al fine di migliorare la trasparenza dei mercati degli strumenti finanziari, ma anche rafforzare ulteriormente la parità di condizioni tra i mercati regolamentati e gli internalizzatori sistematici, non possono essere conseguiti in misura sufficiente dagli Stati membri ma, in ragione della loro portata e dei loro effetti, tali obiettivi possono essere piuttosto conseguiti meglio a

livello di Unione, la presente misura dovrebbe essere adottata a livello di Unione, conformemente al principio di sussidiarietà di cui all'articolo 5 del trattato sull'Unione europea. Il presente regolamento si limita a quanto è necessario per conseguire tali obiettivi in ottemperanza al principio di proporzionalità enunciato nello stesso articolo. Inoltre il presente regolamento rispetta i diritti fondamentali e osserva i principi riconosciuti dalla Carta, in particolare la libertà d'impresa e la protezione dei consumatori,

HANNO ADOTTATO IL PRESENTE REGOLAMENTO:

Articolo 1

Modifiche del regolamento (UE) n. 600/2014

(1) L'articolo 1 è così modificato:

(a) al paragrafo 1 è aggiunto la seguente lettera i):

"h) ambito di applicazione della negoziazione multilaterale.";

(b) il paragrafo 3 è sostituito dal seguente:

"3. Il titolo V del presente regolamento si applica anche alla totalità delle controparti finanziarie di cui all'articolo 4 bis, paragrafo 1, secondo comma, del regolamento (UE) n. 648/2012 e a tutte le controparti non finanziarie di cui all'articolo 10, paragrafo 1, secondo comma, di detto regolamento.";

(c) è inserito il seguente paragrafo 7 bis:

"7 bis. Tutti i sistemi multilaterali operano in conformità delle disposizioni del titolo II della direttiva 2014/65/UE per quanto riguarda i sistemi multilaterali di negoziazione o i sistemi organizzati di negoziazione, oppure delle disposizioni del titolo III di tale direttiva per quanto riguarda i mercati regolamentati.

Tutte le imprese di investimento che, in modo organizzato, frequente e sistematico, negoziano per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato, di un sistema multilaterale di negoziazione o di un sistema organizzato di negoziazione operano in conformità al titolo III del presente regolamento.

Fatti salvi gli articoli 23 e 28, tutte le imprese di investimento che concludono operazioni in strumenti finanziari al di fuori del contesto di sistemi multilaterali o internalizzatori sistematici rispettano gli articoli 20, 21, 22, 22 bis, 22 ter e 22 quater del presente regolamento.";

(2) all'articolo 2, il paragrafo 1 è modificato come segue:

(a) il punto 11 è sostituito dal seguente:

"11) "sistema multilaterale": un sistema o meccanismo che consente l'interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di strumenti finanziari da parte di terzi;"

(b) è inserito il seguente punto 34 bis:

"34 bis) "contributore di dati di mercato": una sede di negoziazione, un'impresa di investimento, compresi gli internalizzatori sistematici, o un APA;"

(c) il punto 35 è sostituito dal seguente:

"35) "fornitore di un sistema consolidato di pubblicazione (CTP)": un soggetto autorizzato a norma del titolo IV bis, capo 1, del presente regolamento a fornire il servizio di raccolta di dati di mercato per azioni, ETF, obbligazioni o strumenti derivati presso i contributori di dati di mercato e il servizio di consolidamento di tali informazioni in un flusso elettronico di dati attualizzati in continuo, in grado di fornire all'utente i dati di mercato fondamentali per azioni, ETF, obbligazioni o strumenti derivati;"

(d) sono inseriti i seguenti punti 36 ter e 36 quater:

"36 ter)"dati di mercato fondamentali":

(a) tutti i dati seguenti riguardanti gli strumenti di capitale:

i) le migliori offerte di acquisto e di vendita con i volumi corrispondenti;

ii) il prezzo al quale è eseguita l'operazione e il volume oggetto dell'operazione al prezzo indicato;

iii) le informazioni sull'asta infragiornaliera;

iv) le informazioni sull'asta di chiusura;

v) il codice identificativo del mercato che identifica la sede di esecuzione;

vi) l'identificativo standardizzato dello strumento che si applica in tutte le sedi;

vii) le informazioni di marcatura temporale per quanto riguarda tutti gli elementi seguenti:

- l'orario di esecuzione della negoziazione;

- l'orario di pubblicazione della negoziazione;

- il ricevimento dei dati di mercato dai contributori di dati di mercato;

- il ricevimento dei dati di mercato dal fornitore di un sistema consolidato di pubblicazione;

- la diffusione dei dati di mercato consolidati ai sottoscrittori;

viii) i protocolli di negoziazione e le deroghe o i differimenti applicabili;

(b) tutti i dati seguenti riguardanti gli strumenti non rappresentativi di capitale:

i) il prezzo al quale è eseguita l'operazione e la quantità/il volume oggetto dell'operazione al prezzo indicato;

ii) il codice identificativo del mercato che identifica la sede di esecuzione;

iii) l'identificativo standardizzato dello strumento che si applica in tutte le sedi;

iv) le informazioni di marcatura temporale per quanto riguarda tutti gli elementi seguenti:

- l'orario di esecuzione della negoziazione;

- l'orario di pubblicazione della negoziazione;

- il ricevimento dei dati di mercato dai contributori di dati di mercato;

- il ricevimento dei dati di mercato in sede di meccanismo di aggregazione/consolidamento del consolidatore;

- la diffusione dei dati di mercato consolidati ai sottoscrittori;

v) i protocolli di negoziazione e le deroghe o i differimenti applicabili;

36 quater) "dati richiesti dalla regolamentazione": i dati relativi allo status dei sistemi che abbinano ordini di strumenti finanziari, comprese le informazioni sugli interruttori di circuito, le sospensioni delle negoziazioni e i prezzi di apertura e di chiusura di tali strumenti finanziari;"

(3) l'articolo 4 è così modificato:

(a) il paragrafo 1 è così modificato:

i) la lettera a) è sostituita dalla seguente:

"a) sistemi di abbinamento di ordini superiori a due volte la dimensione standard del mercato e basati su un metodo di negoziazione nel quale il prezzo dello strumento finanziario di cui all'articolo 3, paragrafo 1, è derivato da uno degli elementi seguenti:

i) il prezzo di quegli strumenti finanziari presso le sedi di negoziazione nelle quali tali strumenti finanziari sono stati ammessi alla negoziazione per la prima volta;

ii) il prezzo di tali strumenti finanziari sul mercato più rilevante in termini di liquidità dove tale prezzo sia di ampia diffusione e considerato un prezzo di riferimento attendibile dai partecipanti al mercato;

iii) il sistema consolidato di pubblicazione per azioni o fondi indicizzati quotati.";

ii) è aggiunto il seguente comma:

"Ai fini della lettera a), l'utilizzo continuo di tale deroga è soggetto alle condizioni di cui all'articolo 5.";

(b) al paragrafo 2, il primo comma è sostituito dal seguente:

"Il prezzo di riferimento di cui al paragrafo 1, lettera a), è determinato ottenendo uno dei seguenti prezzi:

a) il prezzo intermedio tra i prezzi correnti di acquisto e di vendita derivati da una delle fonti seguenti:

i) la sede di negoziazione nella quale tali strumenti finanziari sono stati ammessi alla negoziazione per la prima volta;

ii) il mercato più rilevante in termini di liquidità;

iii) il sistema consolidato di pubblicazione per azioni o fondi indicizzati quotati;

b) allorché il prezzo di cui alla lettera a) non è disponibile, il prezzo di apertura o di chiusura della pertinente sessione di negoziazione.";

(4) l'articolo 5 è così modificato:

(a) il titolo è sostituito dal seguente:

"*Articolo 5*

Massimale sul volume";

(b) il paragrafo 1 è sostituito dal seguente:

"1. Le sedi di negoziazione sospendono il ricorso alle deroghe di cui all'articolo 4, paragrafo 1, lettera a), e all'articolo 4, paragrafo 1, lettera b), punto i), quando la percentuale del volume delle negoziazioni nell'Unione di uno strumento finanziario effettuato in base a tali deroghe supera il 7 % del volume totale delle negoziazioni dello strumento finanziario nell'Unione. Le sedi di negoziazione basano la loro decisione di sospensione del ricorso a tali deroghe sui dati pubblicati dall'ESMA conformemente al paragrafo 4 e adottano tale decisione entro due giorni lavorativi dalla pubblicazione di tali dati e per un periodo di sei mesi.";

(c) i paragrafi 2 e 3 sono soppressi;

(d) il paragrafo 4 è sostituito dal seguente:

"4. L'ESMA pubblica, entro i cinque giorni lavorativi successivi alla fine di ciascun mese civile, tutti i dati seguenti:

a) il volume totale delle negoziazioni nell'Unione di ciascuno strumento finanziario nei 12 mesi precedenti;

b) la percentuale delle negoziazioni di uno strumento finanziario realizzata nell'Unione beneficiando delle deroghe di cui all'articolo 4, paragrafo 1, lettera a), e all'articolo 4, paragrafo 1, lettera b), punto i);

c) la metodologia utilizzata per calcolare la percentuale di cui alla lettera b).";

(e) il paragrafo 5 è soppresso;

(f) il paragrafo 7 è sostituito dal seguente:

"7. Affinché sia garantita una base affidabile per monitorare le negoziazioni effettuate nel quadro delle deroghe di cui all'articolo 4, paragrafo 1, lettera a), e all'articolo 4, paragrafo 1, lettera b), punto i), e determinare se i limiti di cui al paragrafo 1 sono stati superati, i gestori delle sedi di negoziazione istituiscono sistemi e procedure intesi a permettere l'identificazione di tutte le transazioni effettuate nella loro sede che beneficiano di tali deroghe.";

(5) l'articolo 9 è così modificato:

(a) al paragrafo 1, la lettera b) è soppressa;

(b) al paragrafo 5, la lettera d) è soppressa;

(6) l'articolo 11 è così modificato:

(a) il paragrafo 1 è così modificato:

i) il primo comma è sostituito dal seguente:

"Sulla base del regime di differimento di cui al paragrafo 4, le autorità competenti autorizzano i gestori del mercato e le imprese di investimento che gestiscono una sede di negoziazione a differire la pubblicazione del prezzo delle operazioni fino alla fine del giorno di negoziazione o del volume delle operazioni per un massimo di due settimane.";

ii) nel secondo comma, la lettera c) è soppressa;

(b) il paragrafo 3 è sostituito dal seguente:

"3. Nell'autorizzare una pubblicazione differita di cui al paragrafo 1 per quanto riguarda le operazioni sul debito sovrano, le autorità competenti possono consentire ai gestori del mercato e alle imprese di investimento che gestiscono una sede di negoziazione di:

a) consentire che si ometta la pubblicazione del volume di una singola operazione durante un periodo di differimento prorogato; oppure

b) pubblicare in forma aggregata più operazioni sul debito sovrano per un periodo di tempo indefinito.";

(c) il paragrafo 4 è così modificato:

i) il primo comma è così modificato:

la lettera c) è sostituita dalla seguente:

"c) le operazioni ammissibili a beneficiare del differimento per il prezzo o per il volume e le operazioni per le quali le autorità competenti autorizzano i gestori del mercato e le imprese di investimento che gestiscono una sede di negoziazione a differire la pubblicazione del volume o del prezzo per uno dei periodi di tempo seguenti:

i) 15 minuti;

ii) fino alla fine del giorno di negoziazione;

iii) due settimane;"

ii) dopo il primo comma è inserito il seguente comma:

"Ai fini del primo comma, lettera c), l'ESMA specifica le categorie per le quali il periodo di differimento si applica in tutta l'Unione utilizzando i seguenti criteri:

(a) la determinazione della liquidità;

(b) la dimensione dell'operazione, in particolare per le operazioni in mercati illiquidi o le operazioni di dimensioni elevate;

(c) per le obbligazioni, la classificazione dell'obbligazione come "investment grade" o a rendimento elevato.";

(7) all'articolo 13 è aggiunto il seguente paragrafo 3:

"3. L'ESMA elabora progetti di norme tecniche di regolamentazione per specificare il contenuto, il formato e la terminologia delle informazioni sulle condizioni commerciali ragionevoli che le sedi di negoziazione, gli APA, i CTP e gli internalizzatori sistematici devono mettere a disposizione del pubblico.

L'ESMA presenta tali progetti di norme tecniche di regolamentazione alla Commissione entro il [*OP: inserire la data corrispondente a nove mesi dopo l'entrata in vigore*].

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.";

(8) l'articolo 14 è così modificato:

(a) i paragrafi 2 e 3 sono sostituiti dai seguenti:

"2. Il presente articolo e gli articoli 15, 16 e 17 si applicano agli internalizzatori sistematici quando negoziano in quantitativi fino a due volte la dimensione standard del mercato. Gli internalizzatori sistematici non sono soggetti al presente articolo e agli articoli 15, 16 e 17 quando negoziano in quantitativi superiori a due volte la dimensione standard del mercato.

3. Gli internalizzatori sistematici sono autorizzati a quotare qualsiasi dimensione. La dimensione minima della quotazione è pari ad almeno due volte la dimensione standard del mercato dell'azione, del certificato di deposito, del fondo indicizzato quotato, del certificato o di un altro strumento finanziario analogo a tali strumenti finanziari e negoziato in una sede di negoziazione. Per ogni azione, certificato di deposito, fondo indicizzato quotato, certificato o altro strumento finanziario analogo a tali strumenti finanziari e negoziato in una sede di negoziazione, ciascuna quotazione include un prezzo o prezzi irrevocabili di acquisto e di vendita per un quantitativo o per quantitativi fino a due volte la dimensione standard del mercato per la categoria di azioni, certificati di deposito, fondi indicizzati quotati, certificati o strumenti finanziari analoghi a tali strumenti finanziari alla quale lo strumento finanziario appartiene. Il prezzo o i prezzi riflettono le condizioni prevalenti di mercato per l'azione, il certificato di deposito, il fondo indicizzato quotato, il certificato o lo strumento finanziario analogo a tali strumenti finanziari.";

(b) è inserito il seguente paragrafo 6 bis:

"6 bis. Gli internalizzatori sistematici non abbinano gli ordini al prezzo intermedio tra i prezzi correnti di acquisto e di vendita.";

(9) l'articolo 17 bis è sostituito dal seguente:

"Articolo 17 bis

Dimensioni dei tick di negoziazione

1. Le quotazioni degli internalizzatori sistematici, i miglioramenti dei prezzi su tali quotazioni e i prezzi di esecuzione sono conformi alle dimensioni dei tick di negoziazione a norma dell'articolo 49 della direttiva 2014/65/UE.

2. L'applicazione delle dimensioni dei tick di negoziazione di cui all'articolo 49 della direttiva 2014/65/UE non impedisce agli internalizzatori sistematici di abbinare ordini di dimensione elevata al prezzo intermedio tra i prezzi correnti di acquisto e di vendita. È consentito abbinare ordini al prezzo intermedio tra i prezzi correnti di acquisto e di vendita per operazioni di dimensioni inferiori a dimensioni elevate ma superiori al doppio della dimensione standard del mercato, a condizione che le dimensioni dei tick di negoziazione siano rispettate.";

(10) sono inseriti i seguenti articoli 22 bis, 22 ter e 22 quater:

"Articolo 22 bis

Fornitura di dati di mercato al CTP

1. Per quanto concerne azioni, fondi indicizzati quotati e obbligazioni negoziati in una sede di negoziazione e per quanto concerne i derivati OTC di cui all'articolo 2, punto 7, del regolamento (UE) n. 648/2012 soggetti all'obbligo di compensazione di cui all'articolo 4 di tale regolamento, i contributori di dati di mercato forniscono al CTP tutti i dati di mercato di cui all'articolo 22 ter, paragrafo 2, che sono necessari affinché quest'ultimo possa operare. Tali dati di mercato sono forniti in un formato armonizzato, attraverso un protocollo di trasmissione di alta qualità e quanto più possibile in tempo reale nella misura in cui ciò sia tecnicamente praticabile.

2. Ciascun CTP è libero di scegliere, tra i tipi di connessione che i contributori di dati di mercato offrono ad altri utenti, quale connessione desidera utilizzare per la fornitura di tali dati. I contributori di dati di mercato non percepiscono alcuna remunerazione per la fornitura della connettività diversa dalla compartecipazione ai ricavi per azioni, come specificato nelle condizioni di nomina del CTP nel processo di selezione di cui all'articolo 27 quinquies bis.

3. Con riferimento alle operazioni relative agli strumenti di cui al paragrafo 1 concluse da imprese di investimento al di fuori di una sede di negoziazione, i contributori di dati di mercato forniscono al CTP i dati di mercato relativi a tali operazioni direttamente o tramite un APA.

4. I contributori di dati di mercato non percepiscono alcuna remunerazione per i dati di mercato forniti diversa dalla compartecipazione ai ricavi di cui all'articolo 27 quinquies bis, paragrafo 2, lettera c).

5. I contributori di dati di mercato forniscono le informazioni in merito alle deroghe e ai differimenti di cui agli articoli 4, 7, 11, 14, 20 e 21.

Articolo 22 ter

Qualità dei dati di mercato

1. La Commissione istituisce un gruppo di portatori di interessi esperti entro il [*OP: inserire la data corrispondente a 3 mesi dopo l'entrata in vigore*] affinché fornisca consulenza sulla qualità e sulla sostanza dei dati di mercato, sull'interpretazione comune dei dati di mercato e sulla qualità del protocollo di trasmissione di cui all'articolo 22 bis, paragrafo 1. Il gruppo di portatori di interessi esperti fornisce consulenza su base annuale. Tale consulenza deve essere resa pubblica.

2. Alla Commissione è conferito il potere di adottare atti delegati ai sensi dell'articolo 50 per specificare la qualità e la sostanza dei dati di mercato nonché la qualità del protocollo di trasmissione.

   Tali atti delegati specificano in particolare quanto segue:

   (a) i dati di mercato che i contributori devono fornire al CTP al fine di produrre i dati di mercato fondamentali necessari affinché il CTP possa operare, compresi la sostanza e il formato di tali dati di mercato;

(b) in cosa consistono i dati di mercato fondamentali di cui all'articolo 2, paragrafo 1, punto 36 ter, e i dati richiesti dalla regolamentazione di cui all'articolo 2, paragrafo 1, punto 36 quater.

Ai fini del primo comma, la Commissione tiene conto della consulenza dell'ESMA e del gruppo di esperti tecnici istituito a norma del paragrafo 2, degli sviluppi internazionali e delle norme concordate a livello di Unione o internazionale. La Commissione garantisce che gli atti delegati adottati tengano conto degli obblighi di segnalazione di cui agli articoli 3, 6, 8, 10, 14, 18, 20, 21 e 27 octies.

Articolo 22 quater

Sincronizzazione degli orologi

1. Le sedi di negoziazione e i loro membri o partecipanti, gli internalizzatori sistematici, gli APA e i CTP sincronizzano gli orologi per registrare la data e l'ora degli eventi che possono essere oggetto di segnalazione.

2. Conformemente alle norme internazionali, l'ESMA elabora progetti di norme tecniche di regolamentazione per specificare il grado di precisione della sincronizzazione degli orologi.

L'ESMA presenta tali progetti di norme tecniche di regolamentazione alla Commissione entro il [*OP: inserire la data corrispondente a 6 mesi dopo l'entrata in vigore*].

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.";

(11) all'articolo 23, il paragrafo 1 è sostituito dal seguente:

"1. Un'impresa di investimento assicura che le transazioni che effettua su azioni aventi un codice internazionale di identificazione dei titoli (ISIN) del SEE si svolgano in un mercato regolamentato, in un sistema multilaterale di negoziazione o presso un internalizzatore sistematico, o in una sede di negoziazione di un paese terzo giudicata equivalente a norma dell'articolo 25, paragrafo 4, lettera a), della direttiva 2014/65/UE, se opportuno, fatto salvo il caso in cui:

(a) tali azioni siano negoziate in una sede di un paese terzo nella valuta locale; oppure

(b) tali transazioni siano effettuate tra controparti qualificate, tra controparti professionali o tra controparti qualificate e professionali e non contribuiscano al processo di formazione del prezzo.

L'ESMA pubblica sul proprio sito web un elenco contenente le azioni aventi ISIN del SEE soggette all'obbligo di negoziazione e aggiorna regolarmente tale elenco.";

(12) l'articolo 26, paragrafo 9 è così modificato:

(a) è aggiunta la seguente lettera j):

"j) la data entro la quale le operazioni devono essere segnalate.";

(b) dopo il primo comma è inserito il seguente comma:

"Nell'elaborare tali norme tecniche di regolamentazione l'ESMA tiene conto degli sviluppi internazionali e delle norme concordate a livello di Unione o

mondiale, e della loro coerenza con gli obblighi di segnalazione di cui al regolamento (UE) 2019/834 e al regolamento (UE) 2015/2365.";

(13) all'articolo 26 è aggiunto il seguente paragrafo 11:

"11. Entro il [*OP: inserire data corrispondente a due anni dopo la data di pubblicazione*], l'ESMA presenta alla Commissione una relazione che valuta la fattibilità di una maggiore integrazione nella segnalazione delle operazioni e nella razionalizzazione dei flussi di dati ai sensi dell'articolo 26 del presente regolamento al fine di:

(a) ridurre doppioni o incoerenze per quanto riguarda gli obblighi di segnalazione dei dati sulle operazioni, in particolare quelli stabiliti nel presente regolamento, nel regolamento (UE) 2019/834 del Parlamento europeo e del Consiglio[*1] e nel regolamento (UE) 2015/2365;

(b) migliorare la standardizzazione dei dati nonché la condivisione e l'utilizzo efficienti dei dati trasmessi nel contesto di qualsiasi quadro di segnalazione dell'Unione da parte di qualsiasi autorità competente pertinente, tanto dell'Unione quanto nazionale.

Nel preparare tale relazione, l'ESMA opera, se del caso, in stretta cooperazione con gli altri organi del sistema europeo di vigilanza finanziaria e con la Banca centrale europea.

[*1] Regolamento (UE) 2019/834 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 maggio 2019, che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012 per quanto riguarda l'obbligo di compensazione, la sospensione dell'obbligo di compensazione, gli obblighi di segnalazione, le tecniche di attenuazione del rischio per i contratti derivati OTC non compensati mediante controparte centrale, la registrazione e la vigilanza dei repertori di dati sulle negoziazioni e i requisiti dei repertori di dati sulle negoziazioni (GU L 141 del 28.5.2019, pag. 42).";

(14) l'articolo 27, paragrafo 3 è così modificato:

(a) è aggiunta la seguente lettera c):

"c) la data entro la quale i dati di riferimento devono essere segnalati.";

(b) dopo il primo comma è inserito il seguente comma:

"Nell'elaborare tali progetti di norme tecniche di regolamentazione, l'ESMA tiene conto degli sviluppi internazionali e delle norme concordate a livello di Unione o mondiale, e della coerenza di tali progetti di norme tecniche di regolamentazione con gli obblighi di segnalazione di cui al regolamento (UE) 2019/834 e al regolamento (UE) 2015/2365.";

(15) è inserito il seguente articolo 27 quinquies bis:

"*Articolo 27 quinquies bis*

Processo di selezione per l'autorizzazione di un unico fornitore di un sistema consolidato di pubblicazione per ciascuna classe di attività

1. Entro il [*OP: inserire la data corrispondente a tre mesi dopo l'entrata in vigore*] l'ESMA organizza una procedura di selezione per la nomina del CTP per un mandato di cinque anni. L'ESMA organizza una procedura di selezione distinta per ciascuna

delle seguenti classi di attività: azioni, fondi indicizzati quotati, obbligazioni e strumenti derivati (o pertinenti sottoclassi di strumenti derivati).

2. Per ciascuna delle classi di attività di cui al paragrafo 1, l'ESMA valuta le domande sulla base dei criteri seguenti:

   (a) la capacità tecnica dei richiedenti di fornire un sistema consolidato di pubblicazione resiliente in tutta l'Unione;

   (b) la capacità dei richiedenti di soddisfare i requisiti organizzativi di cui all'articolo 27 nonies;

   (c) la struttura di governance dei richiedenti;

   (d) la velocità con cui i richiedenti possono diffondere i dati di mercato fondamentali;

   (e) la capacità dei richiedenti di diffondere dati di buona qualità;

   (f) la spesa totale che i richiedenti devono affrontare per sviluppare il sistema consolidato di pubblicazione e i costi di gestione di tale sistema su base continuativa;

   (g) il livello delle commissioni che il richiedente intende addebitare alle diverse tipologie di utenti dei dati di mercato fondamentali;

   (h) la possibilità per i richiedenti di utilizzare tecnologie moderne di interfaccia per la fornitura dei dati di mercato fondamentali e per la connettività;

   (i) il supporto di memorizzazione che i richiedenti utilizzeranno per la conservazione dei dati storici;

   (j) i protocolli che i richiedenti utilizzeranno per prevenire e affrontare le interruzioni nel funzionamento del sistema.

3. La prima procedura di selezione organizzata per le azioni invita esclusivamente a presentare offerte per la fornitura di un sistema consolidato di pubblicazione contenente dati post-negoziazione. Prima delle successive procedure di selezione, l'ESMA valuta la domanda di mercato e l'impatto sui ricavi nei mercati regolamentati e, sulla base di tale valutazione, presenta alla Commissione una relazione in merito all'opportunità di aggiungere al sistema le migliori offerte di acquisto e di vendita ed i volumi corrispondenti. Sulla base di tale relazione e dell'esperienza acquisita in seguito alla prima procedura di selezione, alla Commissione è conferito il potere di adottare un atto delegato che specifichi il livello adeguato di dati pre-negoziazione da fornire al CTP.

4. La selezione del CTP per le azioni tiene conto, oltre ai criteri di cui al paragrafo 2, del regime di partecipazione ai ricavi, e in particolare della formula, applicabile ai mercati regolamentati che sono contributori di dati di mercato. Nel prendere in considerazione le offerte concorrenti, l'ESMA seleziona il CTP per le azioni che offre il regime di partecipazione ai ricavi che fornisce ai mercati regolamentati, in particolare ai mercati regolamentati di dimensioni inferiori, l'importo più elevato di ricavi che rimane per la distribuzione una volta dedotti i costi operativi e un margine ragionevole. Tali ricavi sono distribuiti conformemente all'articolo 27 nonies, paragrafo 1, lettera c), e in maniera commisurata ai dati di mercato conferiti ai sensi dell'articolo 22 bis.

5. L'ESMA adotta una decisione pienamente motivata che seleziona e autorizza i soggetti che gestiscono i sistemi consolidati di pubblicazione entro 3 mesi dall'inizio della procedura di selezione di cui al paragrafo 2. Tale decisione motivata specifica le condizioni alle quali i CTP operano e, in particolare, il livello delle commissioni di cui al paragrafo 2, lettera g), e, per le azioni, il livello della partecipazione di cui al paragrafo 3, in particolare per i mercati regolamentati di dimensioni inferiori.

6. I CTP selezionati rispettano in ogni momento i requisiti organizzativi di cui all'articolo 27 nonies e le condizioni stabilite nella decisione dell'ESMA che autorizza il CTP di cui al paragrafo 3. Un CTP che non è più in grado di soddisfare tali requisiti e condizioni, compresi i requisiti e le condizioni in materia di interruzioni nel funzionamento del sistema e intrusioni nel sistema, ne informa l'ESMA senza indebito ritardo.

7. La revoca dell'autorizzazione di cui all'articolo 27 sexies ha effetto soltanto a decorrere dal momento in cui un nuovo CTP è stato selezionato e autorizzato ai sensi dei paragrafi da 1 a 4.";

(16) l'articolo 27 nonies è sostituito dal seguente:

"*Articolo 27 nonies*

Requisiti organizzativi per i fornitori di un sistema consolidato di pubblicazione

1. Conformemente alle condizioni per l'autorizzazione di cui all'articolo 27 quinquies bis, i CTP:

   (a) raccolgono tutti i dati di mercato forniti attraverso i contributi in relazione alla classe di attività per la quale sono autorizzati;

   (b) riscuotono commissioni mensili di sottoscrizione dagli utenti;

   (c) nel caso di dati di mercato relativi ad azioni, ridistribuiscono parte dei loro ricavi allo scopo di coprire i costi relativi al contributo obbligatorio e di garantire un livello equo di partecipazione dei mercati regolamentati, in particolare dei mercati regolamentati più piccoli, ai ricavi generati dal sistema consolidato di pubblicazione, conformemente all'articolo 27 quinquies bis, paragrafo 4;

   (d) mettono a disposizione degli utenti, conformemente ai requisiti di qualità dei dati di cui all'articolo 22 ter, i dati di mercato fondamentali consolidati, per la cui fornitura il CTP è selezionato conformemente all'articolo 27 quinquies bis, nel contesto di un flusso continuo di dati elettronici a condizioni non discriminatorie, quanto più possibile in tempo reale, nella misura in cui ciò sia tecnicamente praticabile;

   (e) garantiscono che la pubblicazione dei dati di mercato fondamentali sia conforme alle deroghe e ai differimenti applicabili di cui agli articoli 4, 7, 11, 14, 20 e 21;

   (f) garantiscono che i dati di mercato fondamentali consolidati siano facilmente accessibili, leggibili da un dispositivo automatico e utilizzabili da tutti gli utenti, compresi gli investitori al dettaglio.

   Al fine di stabilire la partecipazione di cui alla lettera c), i ricavi del CTP sono ripartiti tra i mercati regolamentati in base a una formula che rispecchia la proporzione di liquidità trasparente pre-negoziazione in azioni visualizzate da un

mercato regolamentato rispetto al controvalore medio giornaliero degli scambi di tali azioni nell'Unione.

2. I CTP adottano e pubblicano sul loro sito web standard di servizio che riguardano tutti gli aspetti seguenti:

   (a) un inventario dei contributori di dati di mercato da cui vengono ricevuti dati di mercato;

   (b) le modalità e la velocità di consegna dei dati di mercato consolidati agli utenti;

   (c) le misure adottate per assicurare la continuità operativa nella fornitura di dati di mercato consolidati.

3. I CTP dispongono di meccanismi efficaci di sicurezza finalizzati a garantire la sicurezza dei mezzi per il trasferimento dei dati di mercato tra i contributori di dati di mercato e il CTP e tra quest'ultimo e gli utenti, nonché a ridurre al minimo il rischio di corruzione dei dati e accesso non autorizzato. I CTP mantengono risorse adeguate e si dotano di dispositivi di back-up al fine di poter offrire e mantenere i propri servizi in ogni momento.

4. Dopo 12 mesi di piena operatività del CTP per le azioni, l'ESMA fornisce alla Commissione un parere motivato sull'efficacia e sull'equità del livello di partecipazione dei mercati regolamentati ai ricavi generati dal CTP come stabilito conformemente al paragrafo 1, secondo comma. La Commissione può chiedere all'ESMA di fornire ulteriori pareri, se necessario od opportuno. Alla Commissione è conferito il potere di adottare un atto delegato conformemente all'articolo 50 al fine di rivedere il criterio di ripartizione per la ridistribuzione dei ricavi, se del caso.";

(17) è inserito il seguente articolo 27 nonies bis:

"*Articolo 27 nonies bis*

Obblighi di segnalazione per i fornitori di un sistema consolidato di pubblicazione

1. Al termine di ciascun trimestre, i CTP pubblicano sul loro sito web, accessibile gratuitamente, le statistiche sulle prestazioni e le relazioni sugli incidenti riguardanti la qualità dei dati e ai sistemi.

2. 2. L'ESMA elabora progetti di norme tecniche di regolamentazione per specificare il contenuto, la tempistica, il formato e la terminologia dell'obbligo di segnalazione.

   L'ESMA presenta tali progetti di norme tecniche di regolamentazione alla Commissione entro il [*OP: inserire la data corrispondente a nove mesi dopo l'entrata in vigore*].

   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.

3. I CTP tengono e conservano registrazioni relative alla loro attività per un periodo non inferiore a cinque anni. Le informazioni relative ai primi due anni sono conservate in un luogo facilmente accessibile e il CTP fornisce prontamente all'ESMA tali registrazioni su richiesta.";

(18) all'articolo 28, paragrafo 1, primo comma, la frase introduttiva è sostituita dalla seguente:

"1. Le controparti finanziarie che soddisfano le condizioni di cui all'articolo 4 bis, paragrafo 1, secondo comma, del regolamento (UE) n. 648/2012 e le controparti non finanziarie che soddisfano le condizioni di cui all'articolo 10, paragrafo 1, secondo comma, di detto regolamento concludono le operazioni che non sono né infragruppo ai sensi dell'articolo 3 di detto regolamento, né disciplinate dalle disposizioni transitorie di cui all'articolo 89 di detto regolamento con altre siffatte controparti finanziarie o con altre siffatte controparti non finanziarie in strumenti derivati appartenenti a una categoria di strumenti derivati dichiarata soggetta all'obbligo di negoziazione conformemente alla procedura definita all'articolo 32 del presente regolamento ed elencata nel registro di cui all'articolo 34 del presente regolamento, esclusivamente in un:";

(19) all'articolo 32 sono aggiunti i seguenti paragrafi 7, 8 e 9:

"7. Se ritiene che la sospensione dell'obbligo di compensazione di cui all'articolo 6 bis del regolamento (UE) n. 648/2012 sia una modifica sostanziale dei criteri per l'entrata in vigore dell'obbligo di negoziazione, di cui al paragrafo 5 del presente articolo, l'ESMA può chiedere alla Commissione di sospendere l'obbligo di negoziazione di cui all'articolo 28, paragrafi 1 e 2, del presente regolamento per le stesse categorie di derivati OTC oggetto della richiesta di sospensione dell'obbligo di compensazione.

8. La richiesta di cui al paragrafo 7 non è resa pubblica.

9. Dopo aver ricevuto la richiesta di cui al paragrafo 7, la Commissione, senza indebito ritardo e sulla base delle motivazioni e delle prove fornite dall'ESMA, compie una delle seguenti azioni:

(a) in un atto di esecuzione sospende l'obbligo di negoziazione per le categorie di derivati OTC oggetto della richiesta di sospensione dell'obbligo di compensazione;

(b) respinge la richiesta di sospensione.

Ai fini della lettera b), la Commissione informa l'ESMA dei motivi per cui ha respinto la richiesta di sospensione. La Commissione informa immediatamente il Parlamento europeo e il Consiglio di tale respingimento e trasmette loro le motivazioni fornite all'ESMA. Le informazioni fornite al Parlamento europeo e al Consiglio in merito al respingimento e alle motivazioni corrispondenti non sono rese pubbliche.";

(20) è inserito il seguente articolo 32 bis:

"Articolo 32 bis

Sospensione a sé stante dell'obbligo di negoziazione

1. Su richiesta dell'autorità competente di uno Stato membro, la Commissione può sospendere l'obbligo di negoziazione di strumenti derivati in relazione a talune imprese di investimento secondo la procedura di cui all'articolo 51 e previa consultazione dell'ESMA. L'autorità competente indica la motivazione per cui ritiene che siano soddisfatte le condizioni per la sospensione. In particolare, tale autorità dimostra che un'impresa di investimento soggetta alla propria giurisdizione:

(a) riceve regolarmente richieste di quotazione per gli strumenti derivati soggetti all'obbligo di negoziazione;

(b) riceve tali richieste da una controparte non appartenente al SEE che è priva di una partecipazione attiva a una sede di negoziazione dell'UE che offre la negoziazione dello strumento derivato soggetto all'obbligo di negoziazione; nonché

(c) agisce regolarmente come market maker nello strumento derivato soggetto all'obbligo di negoziazione.

2. Nel valutare se sospendere l'obbligo di negoziazione ai sensi del paragrafo 1, la Commissione tiene conto dell'eventualità che tale sospensione dell'obbligo di negoziazione possa avere o meno un effetto distorsivo sull'obbligo di compensazione di cui all'articolo 4, paragrafo 1, del regolamento (UE) n. 648/2012.

3. L'atto di esecuzione di cui al paragrafo 1 è corredato delle prove presentate dall'autorità competente che richiede la sospensione.

4. L'atto di esecuzione di cui al paragrafo 1 è comunicato all'ESMA ed è pubblicato nel registro di quest'ultima di cui all'articolo 34 del presente regolamento.

5. La Commissione riesamina regolarmente se continuano a sussistere le motivazioni per la sospensione dell'obbligo di negoziazione.";

(21) l'articolo 35 è così modificato:

(a) al paragrafo 1, primo comma, il testo introduttivo è sostituito dal seguente:

"1. Fatto salvo l'articolo 7 del regolamento (UE) n. 648/2012, una controparte centrale accetta di compensare degli strumenti finanziari su base non discriminatoria e trasparente, anche per quanto riguarda i requisiti di garanzia e le spese di accesso, indipendentemente dalla sede di negoziazione nella quale l'operazione è stata effettuata.

L'obbligo di cui al primo comma non si applica ai derivati negoziati in borsa.

La CCP garantisce in particolare ad ogni sede di negoziazione il diritto a un trattamento non discriminatorio dei contratti negoziati su tale sede di negoziazione relativamente:";

(b) il paragrafo 3 è sostituito dal seguente:

"3. La CCP fornisce una risposta scritta alla sede di negoziazione entro tre mesi dalla concessione dell'accesso a condizione che un'autorità competente pertinente lo abbia concesso ai sensi del paragrafo 4, oppure entro tre mesi dalla negazione dell'accesso. La CCP può rifiutare una richiesta di accesso soltanto alle condizioni di cui al paragrafo 6, lettera a). Se nega l'accesso, la CCP fornisce spiegazioni esaurienti nella sua risposta e informa per iscritto la propria autorità competente della decisione. Se la sede di negoziazione è stabilita in uno Stato membro diverso da quello della CCP, quest'ultima fornisce anche la notifica e le spiegazioni di cui sopra all'autorità competente di tale sede di negoziazione. La CCP concede l'accesso entro tre mesi dall'invio di una risposta positiva alla richiesta di accesso.";

(22) l'articolo 36 è così modificato:

(a) al paragrafo 1, il primo comma è sostituito dal seguente:

"Fatto salvo l'articolo 8 del regolamento (UE) n. 648/2012, su richiesta, una sede di negoziazione fornisce informazioni sulla negoziazione in modo non discriminatorio e trasparente, anche relativamente alle spese di accesso, a

qualsiasi CCP autorizzata o riconosciuta da tale regolamento che desideri compensare le operazioni in strumenti finanziari concluse in quella sede di negoziazione. Tale obbligo non si applica a:

(a) eventuali contratti derivati già soggetti agli obblighi di accesso ai sensi dell'articolo 8 del regolamento (UE) n. 648/2012;

(b) derivati negoziati in borsa.";

(b) il paragrafo 3 è sostituito dal seguente:

"3. La sede di negoziazione risponde per iscritto alla CCP entro tre mesi autorizzando l'accesso, a condizione che l'autorità competente pertinente lo abbia concesso ai sensi del paragrafo 4, o negandolo. La sede di negoziazione può rifiutare una richiesta di accesso soltanto alle condizioni di cui al paragrafo 6, lettera a). Se nega l'accesso, la sede di negoziazione fornisce spiegazioni esaurienti nella sua risposta scritta e inoltra quest'ultima alla propria autorità competente. Quando la CCP è stabilita in uno Stato membro diverso da quello della sede di negoziazione, la sede di negoziazione trasmette altresì tale risposta scritta all'autorità competente della CCP. La sede di negoziazione fornisce l'accesso entro tre mesi dall'invio di una risposta positiva alla richiesta di accesso.";

(c) il paragrafo 5 è soppresso;

(23) all'articolo 38, il paragrafo 1 è sostituito dal seguente:

"1. Una sede di negoziazione di un paese terzo può richiedere l'accesso a una CCP stabilita nell'Unione soltanto se la Commissione ha adottato una decisione ai sensi dell'articolo 28, paragrafo 4, relativa a quel paese terzo.

Una CCP di un paese terzo può richiedere l'accesso a una sede di negoziazione nell'Unione soltanto se è stata riconosciuta ai sensi dell'articolo 25 del regolamento (UE) n. 648/2012.

Le CCP e le sedi di negoziazione stabilite in paesi terzi sono autorizzate ad avvalersi dei diritti di accesso di cui gli articoli 35 e 36 soltanto per quanto concerne gli strumenti finanziari trattati di cui a tali articoli e a condizione che la Commissione abbia adottato una decisione a norma del paragrafo 3 del presente articolo che stabilisca che il quadro giuridico e di vigilanza del paese terzo in questione prevede un sistema effettivo ed equivalente in virtù del quale alle CCP e alle sedi di negoziazione autorizzate nell'ambito di regimi stranieri è concesso l'accesso alle CCP e alle sedi di negoziazione stabilite in tale paese terzo.";

(24) all'articolo 38 octies, paragrafo 1, la frase introduttiva è sostituita dalla seguente:

"Qualora constati che una delle persone di cui all'articolo 38 ter, paragrafo 1, lettera a), non ha rispettato uno qualsiasi degli obblighi di cui all'articolo 22 bis, all'articolo 22 ter o al titolo IV bis, l'ESMA adotta una o più delle seguenti misure:";

(25) all'articolo 38 nonies, paragrafo 1, il primo comma è sostituito dal seguente:

"Qualora, conformemente all'articolo 38 duodecies, paragrafo 5, constati che una persona di cui all'articolo 38 ter, paragrafo 1, lettera a), non ha rispettato intenzionalmente o per negligenza uno qualsiasi degli obblighi di cui agli articoli 22 bis e 22 ter o al titolo IV bis, l'ESMA adotta una decisione volta a imporre una sanzione amministrativa pecuniaria conformemente al paragrafo 2 del presente articolo.";

(26) è inserito il seguente articolo 39 bis:

"*Articolo 39 bis*

Divieto di pagamento per la trasmissione degli ordini dei clienti a fini di esecuzione

Le imprese di investimento che agiscono per conto dei clienti non ricevono onorari o commissioni o benefici non monetari da terzi per la trasmissione degli ordini dei clienti a tali terzi ai fini della loro esecuzione.";

(27) l'articolo 50 è così modificato:

(a) il paragrafo 2 è sostituito dal seguente:

"2. Il potere di adottare atti delegati di cui alle disposizioni che seguono è conferito per un periodo indeterminato a decorrere dal 2 luglio 2014: articolo 1, paragrafo 9, articolo 2, paragrafi 2 e 3, articolo 13, paragrafo 2, articolo 15, paragrafo 5, articolo 17, paragrafo 3, articolo 19, paragrafi 2 e 3, articolo 22 ter, paragrafo 2, articolo 27, paragrafo 4, articolo 27 quinquies bis, paragrafo 3, articolo 27 octies, paragrafo 7, articolo 27 nonies, paragrafo 4, articolo 31, paragrafo 4, articolo 38 duodecies, paragrafo 10, articolo 38 quindecies, paragrafo 3, articolo 40, paragrafo 8, articolo 41, paragrafo 8, articolo 42, paragrafo 7, articolo 45, paragrafo 10, e articolo 52, paragrafo 10.";

(b) al paragrafo 3, la prima frase è sostituita dalla seguente:

"La delega di potere di cui alle seguenti disposizioni può essere revocata in qualsiasi momento dal Parlamento europeo o dal Consiglio: articolo 1, paragrafo 9, articolo 2, paragrafi 2 e 3, articolo 13, paragrafo 2, articolo 15, paragrafo 5, articolo 17, paragrafo 3, articolo 19, paragrafi 2 e 3, articolo 22 ter, paragrafo 2, articolo 27, paragrafo 4, articolo 27 quinquies bis, paragrafo 3, articolo 27 octies, paragrafo 7, articolo 27 nonies, paragrafo 4, articolo 31, paragrafo 4, articolo 38 duodecies, paragrafo 10, articolo 38 quindecies, paragrafo 3, articolo 40, paragrafo 8, articolo 41, paragrafo 8, articolo 42, paragrafo 7, articolo 45, paragrafo 10, e articolo 52, paragrafo 10.";

(c) al paragrafo 5, la prima frase è sostituita dalla seguente:

"L'atto delegato adottato ai sensi dell'articolo 1, paragrafo 9, dell'articolo 2, paragrafi 2 e 3, dell'articolo 13, paragrafo 2, dell'articolo 15, paragrafo 5, dell'articolo 17, paragrafo 3, dell'articolo 19, paragrafi 2 e 3, dell'articolo 22 ter, paragrafo 2, dell'articolo 27, paragrafo 4, dell'articolo 27 quinquies bis, paragrafo 3, dell'articolo 27 octies, paragrafo 7, dell'articolo 27 nonies, paragrafo 4, dell'articolo 31, paragrafo 4, dell'articolo 38 duodecies, paragrafo 10, dell'articolo 38 quindecies, paragrafo 3, dell'articolo 40, paragrafo 8, dell'articolo 41, paragrafo 8, dell'articolo 42, paragrafo 7, dell'articolo 45, paragrafo 10, e dell'articolo 52, paragrafo 10, entra in vigore solo se né il Parlamento europeo né il Consiglio hanno sollevato obiezioni entro il termine di tre mesi dalla data in cui esso è stato loro notificato o se, prima della scadenza di tale termine, sia il Parlamento europeo che il Consiglio hanno informato la Commissione che non intendono sollevare obiezioni.";

(28) l'articolo 52 è così modificato:

(a) i paragrafi 11 e 12 sono sostituiti dai seguenti:

"11. Tre anni dopo la prima autorizzazione di un sistema consolidato di pubblicazione la Commissione presenta al Parlamento europeo e al Consiglio, dopo aver consultato l'ESMA, una relazione in merito agli aspetti seguenti:

(a) le classi di attività trattate dal sistema consolidato di pubblicazione;

(b) la tempestività e la qualità della fornitura del consolidamento dei dati di mercato;

(c) il ruolo del consolidamento dei dati di mercato nel ridurre le carenze di attuazione;

(d) il numero di sottoscrittori dei dati di mercato consolidati per ciascuna classe di attività;

(e) l'effetto del consolidamento dei dati di mercato sull'eliminazione delle asimmetrie informative tra i vari partecipanti al mercato dei capitali;

(f) l'adeguatezza e il funzionamento del regime di partecipazione per le contribuzioni di dati di mercato;

(g) gli effetti dei dati di mercato consolidati sugli investimenti nelle piccole e medie imprese (PMI);

(h) la possibilità che il sistema di pubblicazione faciliti l'individuazione di strumenti finanziari che presentano caratteristiche allineate al regolamento [OP: inserire il riferimento al regolamento sui green bond europei].

12. Se entro il [*OP: inserire la data corrispondente a un anno dopo l'entrata in vigore*] non è emerso alcun sistema consolidato di pubblicazione attraverso la procedura di selezione organizzata dall'ESMA di cui all'articolo 27 quinquies bis, la Commissione riesamina il quadro e può accompagnare tale riesame, se del caso e previa consultazione dell'ESMA, con una proposta legislativa che stabilisca le modalità con cui l'ESMA dovrebbe fornire un sistema consolidato di pubblicazione.";

(b) il paragrafo 14 è soppresso;

(29) all'articolo 54, il paragrafo 2 è soppresso.

Articolo 2

Entrata in vigore e applicazione

Il presente regolamento entra in vigore il ventesimo giorno successivo alla pubblicazione nella *Gazzetta ufficiale dell'Unione europea* e si applica a decorrere da tale data.

Il presente regolamento è obbligatorio in tutti i suoi elementi e direttamente applicabile in ciascuno degli Stati membri.

Fatto a Bruxelles, il

Per il Parlamento europeo
La presidente

Per il Consiglio
Il presidente

