COMMISSIONE
EUROPEA

Bruxelles, 25.11.2021
COM(2021) 726 final

2021/0384 (COD)

Proposta di

DIRETTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO

che modifica la direttiva 2014/65/UE relativa ai mercati degli strumenti finanziari

(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 sui 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 del regolamento (UE) n. 600/2014 sui mercati degli strumenti finanziari (MiFIR) 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.

Sebbene la maggior parte delle misure legislative destinate ad attuare il presente pacchetto siano contenute nel regolamento che modifica il MiFIR, la presente proposta prevede modifiche incidentali alla direttiva 2014/65/UE relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MiFID II) che sono necessarie per garantire la coerenza. Le due proposte vanno pertanto lette congiuntamente.

• Coerenza con le disposizioni vigenti nel settore normativo interessato

L'iniziativa di cui fa parte la presente proposta si basa sulle norme esistenti che disciplinano la partecipazione ai mercati dei capitali dell'Unione europea e le migliora. Nel 2007 la **MiFID I**[4] ha introdotto la concorrenza nel mercato della negoziazione di strumenti di capitale. Le successive iterazioni del testo (MIFID II) hanno esteso la concorrenza alla negoziazione di

---

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 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).

classi di attività diverse dagli strumenti 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*[5] e internalizzatori sistematici.

Il **MiFIR,**[6] applicato sin dal 3 gennaio 2018, riconosce i vantaggi della trasparenza e del consolidamento dei dati di mercato per la comunità degli investitori.

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")[7]. 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.

---

5 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.

6 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).

7 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.

- **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. Migliorerà inoltre la concorrenza tra le sedi di negoziazione, offrendo agli investitori accesso a informazioni di mercato notevolmente migliorate a livello paneuropeo.

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 di una direttiva (direttiva 2014/65/UE, MiFID II) e di un regolamento (regolamento (UE) n. 600/2014, MiFIR). La base giuridica per l'adozione della MiFID II è l'articolo 53 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE). Di conseguenza anche la riforma proposta dovrebbe rientrare nell'applicazione della stessa base giuridica. L'articolo 53 TFUE conferisce ai colegislatori il potere di emanare direttive volte a facilitare l'accesso e l'esercizio di attività commerciali da parte delle persone in tutta l'UE.

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

In virtù del principio di sussidiarietà (articolo 5, paragrafo 3, TFUE), l'Unione interviene soltanto se e in quanto gli obiettivi dell'azione prevista 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.

Alla luce degli obiettivi generali del sistema consolidato di pubblicazione, talune disposizioni della MiFID sono trasferite al MiFIR per assicurare un approccio più armonizzato in tutta l'Unione. Le azioni intraprese dai singoli Stati membri non affronterebbero in maniera efficace la necessità di consolidare i dati di mercato generati dalle sedi di negoziazione in tutta l'Unione. Gli Stati membri potrebbero tentare, mediante normative nazionali, di armonizzare le norme in materia di comunicazione dei dati di mercato e le condizioni per la concessione di licenze per un consolidatore di dati di mercato. Tali iniziative nazionali non si dimostrerebbero efficaci nell'affrontare la qualità dei dati di mercato o la concessione di licenze per dati di mercato a un consolidatore che deve raccogliere dati di mercato da sedi di negoziazione in tutta l'Unione.

- **Proporzionalità**

La presente proposta è strettamente complementare a quella di modifica del MiFIR. Si limita da un lato alla soppressione di talune disposizioni della MiFID II che diventeranno superflue a seguito delle modifiche al MiFIR e, dall'altro, alla creazione di obblighi giuridici per gli Stati membri di organizzare la vigilanza su norme di nuova definizione nel MiFIR.

Di conseguenza la proposta tiene pienamente conto del principio di proporzionalità ed è adeguata a raggiungere gli obiettivi senza andare al di là di quanto necessario a tale scopo. È inoltre compatibile con il principio di proporzionalità, in quanto tiene conto del corretto equilibrio tra il pubblico interesse e l'efficienza in termini di costi della misura.

- **Scelta dell'atto giuridico**

La presente proposta modifica una direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio adottata sulla base dell'articolo 53, paragrafo 1, TFUE. È pertanto necessaria una proposta di direttiva per modificare la direttiva in questione.

3. RISULTATI DELLE VALUTAZIONI EX POST, DELLE CONSULTAZIONI DEI PORTATORI DI INTERESSI E DELLE VALUTAZIONI D'IMPATTO[8]

- **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. È descritta in dettaglio nella proposta di modifica del MiFIR che accompagna la presente proposta. In particolare da tale consultazione è emerso che la maggior parte degli investitori non dispone di una visione completa dei prezzi e dell'offerta disponibile (ossia della liquidità) quando decide di investire nei mercati dei capitali dell'Unione.

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 riesame di cui all'articolo 90 MiFID e all'articolo 52 MiFIR, e ha pubblicato relazioni di riesame contenenti raccomandazioni per modifiche del quadro giuridico[9]. Tali relazioni di riesame si 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. Le relazioni sono descritte in dettaglio nella proposta di modifica del MiFIR che accompagna la presente proposta.

- **Consultazioni dei portatori di interessi**

Il 28 giugno 2019 la Commissione ha organizzato un seminario destinato a coinvolgere i portatori di interessi in una discussione interattiva sulla 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

---

8 La presente sezione fa riferimento al pacchetto legislativo nel suo complesso.

9 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/esma70-156-3329_mifid_ii_mifir_review_report_on_the_transparency_regime_for_non-equity_instruments.pdf.

potrebbe essere utile, anche se sono state formulate opinioni diverse circa le caratteristiche 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. Questa dichiarazione di riscontro fornisce una sintesi fattuale delle 253 risposte individuali ricevute durante tale periodo afferenti all'offerta (sell side), alla domanda (buy side), alle sedi di negoziazione, ai fornitori di dati, agli utenti finali e alle 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 la 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.

- **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[10]. L'8 ottobre 2021 il comitato per il controllo normativo ha formulato un parere positivo con riserve in merito alla relazione sulla valutazione d'impatto, descritta in dettaglio nella proposta di modifica del MiFIR che accompagna la presente proposta. 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.

- **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 utile per valutare il rispetto della norma dell'esecuzione alle condizioni migliori da parte dei loro

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

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 sarà messo a disposizione dal settore privato, previa registrazione dell'ESMA. Nemmeno gli altri elementi affrontati dalla proposta incidono sul bilancio dell'UE.

5. ALTRI ELEMENTI

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

La proposta di modifica del MiFIR 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 contributori di dati di mercato; 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.

- **Documenti esplicativi (per le direttive)**

La presente proposta non richiede documenti esplicativi in relazione al suo recepimento.

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

All'articolo 1, i punti 1, 3, 4, 7 e 8 prevedono soppressione o la sostituzione di disposizioni della MiFID II che diventeranno superflue a seguito delle modifiche proposte per il MiFIR nel contesto del presente pacchetto.

L'articolo 1, punto 2, sopprime l'obbligo di concessione di licenze per le persone che negoziano per conto proprio su una sede di negoziazione mediante accesso elettronico diretto nella misura in cui non forniscono o prestano altri servizi di investimento. Tale modifica è in linea con una raccomandazione formulata dall'ESMA nella relazione sulla negoziazione algoritmica[11].

L'articolo 1, punto 5, impone agli Stati membri di obbligare le imprese di investimento e i gestori del mercato che gestiscono un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione a porre in atto dispositivi destinati ad assicurare il soddisfacimento delle norme in materia di qualità dei dati ora emanate nel MiFIR.

[11] "Report on algorithmic trading": https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-4572_mifid_ii_final_report_on_algorithmic_trading.pdf.

L'articolo 1, punto 6, impone agli Stati membri di obbligare i mercati regolamentati a porre in atto dispositivi destinati ad assicurare il soddisfacimento delle norme in materia di qualità dei dati ora emanate nel MiFIR.

L'articolo 1, punto 9, impone agli Stati membri di prevedere altresì sanzioni per la violazione di alcune nuove disposizioni del MiFIR in relazione al meccanismo del massimale sul volume riveduto, ai contributi obbligatori ai fornitori di un sistema consolidato di pubblicazione, alla qualità dei dati comunicati a tali fornitori nonché in merito ai pagamenti per il flusso di ordini.

2021/0384 (COD)

Proposta di

DIRETTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO

che modifica la direttiva 2014/65/UE relativa ai mercati degli strumenti finanziari

(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 53, paragrafo 1,

vista la proposta della Commissione europea,

previa trasmissione del progetto di atto legislativo ai parlamenti nazionali,

visto il parere del Comitato economico e sociale europeo[12],

visto il parere della Banca centrale europea[13],

deliberando secondo la procedura legislativa ordinaria,

considerando quanto segue:

(1) Nel suo piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali 2020[14], 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 di capitale e degli strumenti finanziari *equity-like* 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[15], 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[16], la Commissione ha confermato la propria intenzione di migliorare, semplificare e armonizzare ulteriormente la trasparenza dei mercati dei capitali, nel contesto del riesame della

---

12 GU C […] del […], pag. […].
13 GU C […] del […], pag. […].
14 COM(2020) 590 final.
15 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.
16 COM(2021) 32 final.

direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio[17] e del regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio[18]. 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 è stato modificato dal regolamento (UE) XX/XXXX del Parlamento europeo e del Consiglio[19] che ha rimosso gli ostacoli principali che hanno impedito l'emergere di un sistema consolidato di pubblicazione. Tale regolamento ha pertanto introdotto contributi obbligatori di dati di mercato al fornitore di un sistema consolidato di pubblicazione e ha migliorato la qualità dei dati, compresa l'armonizzazione della sincronizzazione degli orologi. Inoltre tale regolamento ha ridotto il ricorso alla possibilità di deroga alla trasparenza pre-negoziazione per le sedi e gli internalizzatori sistematici. Ha introdotto altresì miglioramenti agli obblighi di negoziazione e il divieto della pratica di ricevere un pagamento a fronte della trasmissione di ordini dei clienti per la loro esecuzione. Dato che la direttiva 2014/65/UE contiene anch'essa disposizioni concernenti il sistema consolidato di pubblicazione e la trasparenza, le modifiche al regolamento (UE) n. 600/2014 dovrebbero rispecchiarsi nella direttiva 2014/65/UE.

(4) L'articolo 1, paragrafo 7, della direttiva 2014/65/UE impone ai gestori di sistemi che consentono l'interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari ("sistemi multilaterali") di operare in conformità dei requisiti relativi ai mercati regolamentati, ai sistemi multilaterali di negoziazione ("MTF") o ai sistemi organizzati di negoziazione ("OTF"). Tuttavia la prassi di mercato, come evidenziato dall'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati ("ESMA") nella sua relazione finale sul funzionamento del sistema organizzato di negoziazione[20], ha dimostrato che il principio secondo cui l'attività di negoziazione multilaterale richiede una licenza non è stato rispettato nell'Unione, una circostanza questa che ha portato a disparità di condizioni tra i sistemi multilaterali autorizzati e non autorizzati. Inoltre tale situazione ha creato incertezza del diritto per taluni partecipanti al mercato per quanto concerne le aspettative in materia di regolamentazione per tali sistemi multilaterali. Al fine di fornire chiarezza ai partecipanti al mercato, salvaguardare la parità di condizioni, migliorare il funzionamento del mercato interno e garantire un'applicazione uniforme del requisito secondo cui i sistemi ibridi possono svolgere attività di negoziazione multilaterale soltanto se sono autorizzati come mercato regolamentato, sistema multilaterale di negoziazione ("MTF") o sistema organizzato di

---

17 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).

18 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).

19 Regolamento (UE) XX/XXXX 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 (COM(2021) 727).

20 https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/esma70-156-4225_mifid_ii_final_report_on_functioning_of_otf.pdf.

negoziazione ("OTF"), il contenuto dell'articolo 1, paragrafo 7, della direttiva 2014/65/UE dovrebbe essere trasferito dalla direttiva 2014/65/UE al regolamento (UE) n. 600/2014.

(5) L'articolo 2, paragrafo 1, lettera d), punto ii), della direttiva 2014/65/UE esonera le persone che negoziano per conto proprio dall'obbligo di essere autorizzate come impresa di investimento o ente creditizio, fatto salvo il caso in cui tali persone dispongano di accesso elettronico diretto a una sede di negoziazione. L'articolo 17, paragrafo 5, e l'articolo 48, paragrafo 7, della direttiva 2014/65/UE richiedono che i fornitori di accesso elettronico diretto siano imprese di investimento o enti creditizi autorizzati. Le imprese di investimento o gli enti creditizi che forniscono accesso elettronico diretto sono competenti per garantire che i loro clienti rispettino i requisiti di cui all'articolo 17, paragrafo 5, e all'articolo 48, paragrafo 7, della direttiva 2014/65/UE. Tale funzione di "guardiani" è efficace e rende superflua la necessità per i clienti del fornitore di accesso elettronico diretto, comprese le persone che negoziano per conto proprio, di diventare soggette all'applicazione della direttiva 2014/65/UE. Inoltre l'eliminazione di tale requisito contribuirebbe a creare parità di condizioni tra le persone di paesi terzi che accedono alle sedi dell'UE tramite accesso elettronico diretto, per le quali la direttiva 2014/65/UE non richiede un'autorizzazione, e le persone stabilite nell'Unione.

(6) In ragione dell'eliminazione dei sistemi multilaterali dall'ambito di applicazione dell'articolo 1, paragrafo 7, della direttiva 2014/65/UE e del suo trasferimento al regolamento (UE) n. 600/2014, è altrettanto logico trasferire la definizione corrispondente di "sistema multilaterale" in tale regolamento.

(7) L'articolo 27, paragrafo 3, della direttiva 2014/65/UE prevede l'obbligo per le piattaforme di esecuzione di pubblicare un elenco di dettagli relativi all'esecuzione alle condizioni migliori. Dalle prove concrete e dal riscontro forniti dai portatori di interessi è emerso che tali relazioni vengono lette raramente e non consentono agli investitori o agli utenti di tali relazioni di effettuare raffronti significativi sulla base delle informazioni fornite in tali documenti. Di conseguenza la direttiva (UE) 2021/338 del Parlamento europeo e del Consiglio[21] ha sospeso l'obbligo di comunicazione per due anni affinché tale obbligo possa essere riesaminato. Il regolamento (UE) XX/XXXX[22] ha modificato il regolamento (UE) n. 600/2014 al fine di rimuovere gli ostacoli che hanno impedito l'emergere di un sistema consolidato di pubblicazione. Tra i dati che tale sistema dovrebbe fornire figurano le informazioni post-negoziazione concernenti tutte le operazioni in strumenti finanziari. Tali informazioni possono essere utilizzate per dimostrare l'esecuzione alle condizioni migliori. L'obbligo di comunicazione di cui all'articolo 27, paragrafo 3, della direttiva 2014/65/UE non sarà più pertinente e dovrebbe pertanto essere soppresso.

(8) Il corretto funzionamento del consolidamento dei dati di mercato tramite un sistema consolidato di pubblicazione dipende dalla qualità dei dati ricevuti dal fornitore di un tale sistema. Il regolamento (UE) n. 600/2014 stabilisce i requisiti per la qualità dei dati a cui dovrebbero attenersi i contributori al sistema consolidato di pubblicazione.

---

21 Direttiva (UE) 2021/338 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 febbraio 2021, che modifica la direttiva 2014/65/UE per quanto riguarda gli obblighi di informazione, la governance del prodotto e i limiti di posizione, e le direttive 2013/36/UE e (UE) 2019/878 per quanto riguarda la loro applicazione alle imprese di investimento, per sostenere la ripresa dalla crisi COVID-19 (GU L 68 del 26.2.2021, pag. 14).

22 COM(2021) 727.

Al fine di assicurare che le imprese di investimento e i gestori del mercato che gestiscono un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione e i mercati regolamentati soddisfino effettivamente tali requisiti, gli Stati membri dovrebbero esigere che dette imprese di investimento e detti gestori del mercato abbiano in atto dispositivi necessari a tal fine.

(9) La ricezione di dati di qualità elevata è estremamente importante per il funzionamento del sistema consolidato di pubblicazione e del mercato interno. Ciò comprende la necessità per tutti i contributori di dati di mercato e per il fornitore di un sistema consolidato di pubblicazione di dotare di marca temporale i propri dati in modo sincronizzato e quindi di sincronizzare i propri orologi. Il regolamento (UE) XX/XXX[23] ha pertanto modificato il regolamento (UE) n. 600/2014 al fine di estendere tale obbligo, che ai sensi della direttiva 2014/65/UE si applicava soltanto alle sedi di negoziazione e ai loro membri, agli internalizzatori sistematici, ai dispositivi di pubblicazione autorizzati e ai fornitori di un sistema consolidato di pubblicazione. Dato che è attualmente previsto nel regolamento (UE) n. 600/2014, tale obbligo può essere soppresso dalla direttiva 2014/65/UE.

(10) Nel quadro che regolamenta i mercati degli strumenti finanziari dell'Unione, molti requisiti sostanziali stabiliti dal regolamento (UE) n. 600/2014 sono soggetti a vigilanza e sanzionati a livello nazionale e conformemente agli articoli 69 e 70 della direttiva 2014/65/UE. Il regolamento (UE) XX/XXXX[24] ha modificato il regolamento (UE) n. 600/2014 al fine di includervi norme nuove concernenti il meccanismo del massimale sul volume, i contributi obbligatori di dati di mercato fondamentali al sistema consolidato di pubblicazione, le norme in materia di qualità dei dati a cui sono soggetti tali contributi, nonché il divieto di ricevere pagamenti per la trasmissione di ordini dei clienti per l'esecuzione. Dato che la vigilanza dei soggetti interessati spetta alle autorità nazionali, tali nuovi requisiti sostanziali dovrebbero essere aggiunti all'elenco contenuto nella direttiva 2014/65/UE delle disposizioni per le quali gli Stati membri dovrebbero prevedere sanzioni a livello nazionale,

HANNO ADOTTATO LA PRESENTE DIRETTIVA:

Articolo 1
Modifiche della direttiva 2014/65/UE

La direttiva 2014/65/UE è così modificata:

1. all'articolo 1, il paragrafo 7 è soppresso;

2. all'articolo 2, paragrafo 1, lettera d), il punto ii) è sostituito dal seguente:

"ii) siano membri o partecipanti di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione (MTF);"

3. all'articolo 4, paragrafo 1, il punto 19 è sostituito dal seguente:

"19) "sistema multilaterale": un sistema multilaterale ai sensi dell'articolo 2, paragrafo 1, punto 11, del regolamento (UE) n. 600/2014;"

4. l'articolo 27 è così modificato:

a) il paragrafo 3 è soppresso;

[23] COM(2021) 727.
[24] COM(2021) 727.

b) al paragrafo 10, la lettera a) è soppressa;

5. all'articolo 31, paragrafo 1, è aggiunta la seguente frase:

"Le imprese di investimento e i gestori del mercato che gestiscono un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione pongono in atto dispositivi destinati ad assicurare il soddisfacimento da parte loro dei requisiti in materia di qualità dei dati di cui all'articolo 22 ter del regolamento (UE) n. 600/2014.";

6. all'articolo 47, paragrafo 1, è aggiunta la seguente lettera g):

"g) pongano in atto dispositivi destinati ad assicurare il soddisfacimento da parte loro dei requisiti in materia di qualità dei dati di cui all'articolo 22 ter del regolamento (UE) n. 600/2014.";

7. l'articolo 50 è soppresso;

8. all'articolo 70, paragrafo 3, lettera a), il punto xxx) è soppresso;

9. all'articolo 70, paragrafo 3, lettera b), sono inseriti i punti ii bis), xvi bis), xvi ter), xvi quater) e xxvii bis) seguenti:

"ii bis) articolo 5;"

"xvi bis) articolo 22 bis;":

"xvi ter) articolo 22 ter;"

"xvi quater) articolo 22 quater;"

"xxvii bis) articolo 39 bis;".

Articolo 2
Recepimento

1. Gli Stati membri mettono in vigore le disposizioni legislative, regolamentari e amministrative necessarie per conformarsi alla presente direttiva al più tardi entro il [OP: inserire la data = 12 mesi dopo la data dell'entrata in vigore del regolamento sui fornitori di un sistema consolidato di pubblicazione].

Le disposizioni adottate dagli Stati membri contengono un riferimento alla presente direttiva o sono corredate di tale riferimento all'atto della pubblicazione ufficiale. Le modalità del riferimento sono stabilite dagli Stati membri.

2. Gli Stati membri comunicano alla Commissione il testo delle disposizioni principali di diritto interno che adottano nel settore disciplinato dalla presente direttiva.

Articolo 3
Entrata in vigore

La presente direttiva entra in vigore il ventesimo giorno successivo alla pubblicazione nella *Gazzetta ufficiale dell'Unione europea*.

Articolo 4
Destinatari

Gli Stati membri sono destinatari della presente direttiva.

Fatto a Bruxelles, il

Per il Parlamento europeo	*Per il Consiglio*
La presidente	*Il presidente*