



Consiglio  
dell'Unione europea

Bruxelles, 30 novembre 2021  
(OR. en)

---

---

**Fascicolo interistituzionale:  
2021/0384(COD)**

---

---

**14368/21  
ADD 2**

**EF 366  
ECOFIN 1168  
CODEC 1546  
IA 192**

### **NOTA DI TRASMISSIONE**

---

Origine:	Segretaria generale della Commissione europea, firmato da Martine DEPREZ, direttrice
Data:	25 novembre 2021
Destinatario:	Jeppe TRANHOLM-MIKKELSEN, segretario generale del Consiglio dell'Unione europea
n. doc. Comm.:	SWD(2021) 347 final
Oggetto:	<p>DOCUMENTO DI LAVORO DEI SERVIZI DELLA COMMISSIONE SINTESI DELLA RELAZIONE SULLA VALUTAZIONE D'IMPATTO che accompagna il documento</p> <p>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</p> <p>Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2014/65/UE relativa ai mercati degli strumenti finanziari</p>

---

Si trasmette in allegato, per le delegazioni, il documento SWD(2021) 347 final.

All.: SWD(2021) 347 final

Bruxelles, 25.11.2021  
SWD(2021) 347 final

**DOCUMENTO DI LAVORO DEI SERVIZI DELLA COMMISSIONE**  
**SINTESI DELLA RELAZIONE SULLA VALUTAZIONE D'IMPATTO**

*che accompagna il documento*

**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**

**Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2014/65/UE relativa ai mercati degli strumenti finanziari**

{COM(2021) 727 final} - {SEC(2021) 573 final} - {SWD(2021) 346 final}

## Scheda di sintesi

Valutazione d'impatto sulla proposta di revisione del regolamento (UE) n. 600/2014, il regolamento sui mercati degli strumenti finanziari (MiFIR)

### A. Necessità di intervenire

#### Per quale motivo? Qual è il problema da affrontare?

La revisione del MiFIR affronta **tre problemi** che prevalgono nei mercati dei capitali dell'Unione: 1) **rischio di liquidità e di esecuzione della negoziazione per tutti i partecipanti ai mercati dei capitali**; 2) **costo elevato nei dati di mercato consolidati**; e 3) **assenza di giustificazione economica (business case) per il consolidamento dei dati**. In ragione dell'apertura alla concorrenza nelle negoziazioni di strumenti finanziari (quali azioni, obbligazioni e strumenti derivati) operata dalla MiFID, attualmente numerose piattaforme negoziano strumenti finanziari identici. Ciò rende le negoziazioni più economiche ma anche sparse su oltre 400 mercati di negoziazione in tutta l'Unione. Tale frammentazione fa sì che siano sparsi anche i dati di mercato di cui gli investitori necessitano per basare le loro decisioni in materia di negoziazione. Soltanto i **professionisti del mercato più sofisticati** (operatori ad alta frequenza e importanti banche di investimento) hanno i mezzi per acquistare tali dati. **La maggior parte degli investitori ordinari e dei loro intermediari** non dispone di una visione completa dei mercati di negoziazione dell'UE e spesso prendono decisioni di investimento basate su una visione parziale del mercato.

#### Qual è l'obiettivo dell'iniziativa?

Sebbene il MiFIR includa già un quadro di base per un **sistema consolidato di pubblicazione** (CTP o sistema), non è emerso alcun fornitore di un sistema consolidato di pubblicazione per nessuna classe di attività dato che: non vi sono ricompense commerciali, è necessario concludere accordi di licenza individuali e vi è una qualità insufficiente dei dati sulle operazioni. La Commissione intende modificare il MiFIR per ottenere la creazione efficace di un CTP che miri a ridurre il rischio di liquidità e di esecuzione della negoziazione per tutti i partecipanti al mercato. A tal fine, il nuovo quadro dovrebbe mirare, da un lato, a migliorare la qualità dei dati di mercato e a spianare la strada al consolidamento dei dati di mercato. Mentre, dall'altro, dovrebbe facilitare la concessione di licenze per i dati di mercato e fornire una giustificazione economica per il consolidamento dei dati di mercato.

#### Qual è il valore aggiunto dell'intervento a livello dell'UE?

Un sistema consolida i dati di mercato fondamentali per un determinato strumento finanziario negoziato in più sedi nell'Unione. Un sistema è quindi concepito per aumentare la trasparenza e la fiducia nel mercato dell'Unione e per democratizzare l'accesso ai dati di mercato fondamentali. Data l'applicabilità diretta in tutta l'Unione, la creazione di un sistema sarebbe più rapida ed efficiente rispetto a iniziative analoghe intraprese a livello di Stati membri.

### B. Soluzioni

#### Quali opzioni strategiche, di carattere legislativo e di altro tipo, sono state prese in considerazione? Ne è stata prescelta una? Per quale motivo?

Nella relazione vengono esaminate due serie di opzioni, tutte accompagnate da una misura di livello 2 **che armonizza i campi dei dati di mercato per i contributi obbligatori gratuiti** da parte di tutte le piattaforme di esecuzione che offrono negoziazioni od operazioni in "titoli che possono essere oggetto di negoziazione".

#### 1. Opzioni destinate a migliorare la qualità dei dati di mercato/facilitare il consolidamento dei dati di mercato ("opzioni di consolidamento")

Opzione 1.1 (auto-aggregazione): i partecipanti al mercato potrebbero registrarsi presso l'ESMA come **auto-aggregatori**. Ciò consentirebbe loro di raccogliere e consolidare dati di mercato per il proprio uso interno direttamente presso il proprio centro dati.

Opzione 1.2 (consolidatori concorrenti): **i consolidatori di dati di mercato concorrenti** registrati presso l'ESMA raccoglierebbero i dati di mercato e li consoliderebbero direttamente presso il centro dati del loro sottoscrittore (consolidamento decentrato) consentendo una minore latenza dei dati.

Opzione 1.3 (consolidatore borsa): le **borse** europee per le azioni o il **centro primario di liquidità** per obbligazioni e strumenti derivati dovrebbero consolidare tutti i dati di negoziazione relativi ai titoli che quotano (borse per azioni) o per i quali costituiscono il centro principale di liquidità (tutte le altre classi di attività).

Opzione 1.4 (consolidatore unico): il compito di consolidare tutti i dati di mercato sarebbe affidato a un **unico consolidatore di dati di mercato** selezionato dall'ESMA sulla base di una gara d'appalto. Il CTP sarebbe indipendente da qualsiasi contributore.

Opzione 1.5 (norma in materia di concentrazione delle operazioni): tale opzione non comporterebbe un CTP, ma **consoliderebbe** piuttosto le **negoziazioni** in una data categoria di strumenti finanziari su un insieme limitato di piattaforme di negoziazione. Consolidando le negoziazioni, le fonti dei dati di mercato sono ridotte e la necessità di consolidare i dati è meno urgente o persino ridondante.

Le opzioni **1.2** e **1.4** di questa serie sono le **opzioni prescelte**: uno o più consolidatori, associati alla possibilità di

auto-aggregazione (opzione 1.1.), costituiscono la soluzione più efficace nel rendere i dati fondamentali post-negoziato disponibili a tutti i partecipanti al mercato in modo equo ed efficiente, aumentando la trasparenza post-negoziato. L'opzione 1.2 gode di un leggero vantaggio in termini di conseguimento di una qualità dei dati di mercato ottimale e tempestiva. D'altro canto, l'opzione 1.4 è preferibile per quanto riguarda la possibilità di selezionare come consolidatore un nuovo entrante sul mercato del tutto indipendente sia dai contributori di dati di mercato che dalle imprese che si occupano di dati di mercato.

**2. Opzioni destinate a facilitare la concessione di licenze per i dati di mercato/creare una giustificazione economica per il consolidamento dei dati di mercato ("opzioni di concessione di licenze")**

Opzione 2.1 (nessuna commissione di sottoscrizione stabilita per legge): non sarebbe richiesta **alcuna commissione minima di sottoscrizione**. Di conseguenza le commissioni di sottoscrizione dovrebbero coprire soltanto i costi di esercizio del CTP che non consentono la distribuzione di ricavi ai contributori di dati.

Opzione 2.2 (commissione di sottoscrizione stabilita per legge): questa opzione definisce una **commissione minima di sottoscrizione stabilita per legge** al fine di creare comunanza tra il consolidatore o i consolidatori e i contributori, dato che ciò consentirebbe una **ridistribuzione dei ricavi** ai contributori di dati di mercato.

Opzione 2.3 (commissione di sottoscrizione stabilita per legge e spesa di accesso alla deroga basata sul prezzo di riferimento): questa opzione definisce una **commissione minima di sottoscrizione stabilita per legge** (con **ridistribuzione dei ricavi**) e comprende una **commissione di utilizzo aggiuntiva** per le sedi che utilizzano i dati di mercato come **prezzo di riferimento**.

L'opzione 2.3 di questa serie è l'**opzione prescelta** in quanto non solo facilita la fornitura di dati di mercato più qualitativi dai contributori di dati, ma incoraggia anche i partecipanti al mercato a favorire i mercati trasparenti.

**Chi sono i sostenitori delle varie opzioni?**

Investitori, sedi di negoziazione alternative, gestori di patrimoni, banche, operatori ad alta frequenza e autorità di vigilanza nazionali in generale sostengono la creazione di un sistema consolidato di pubblicazione gestito da un soggetto indipendente dalle borse di quotazione (opzioni 1.2 e 1.4, non opzione 1.3). Alcuni rappresentanti della vendita al dettaglio ritengono che il CTP non risolverà tutti i problemi legati alle asimmetrie informative nei mercati finanziari. Le borse storiche sono scettiche sulla creazione di un CTP, in ragione dei potenziali impatti sui ricavi che un sistema consolidato di pubblicazione tempestivo potrebbe avere sui loro prodotti di dati proprietari specifici per ciascuna sede. Le borse storiche sostengono inoltre l'amministrazione o quanto meno la vigilanza da parte dell'ESMA del fornitore di un sistema consolidato di pubblicazione al fine di individuare conflitti di interesse.

**C. Impatto dell'opzione prescelta**

**Quali sono i vantaggi dell'opzione prescelta (o in mancanza di quest'ultima, delle opzioni principali)?**

- Le opzioni di consolidamento 1.2 e 1.4 "democratizzerebbero" le informazioni in merito a dove è possibile ottenere il prezzo migliore e la messa in comune di liquidità più profonda in relazione a un dato strumento finanziario. Livellerebbe la parità di condizioni: un investitore al dettaglio, il suo intermediario, un operatore che lavora per un piccolo gestore di patrimoni o per una banca importante disporrebbero tutti delle stesse informazioni sul mercato che attualmente sono disponibili soltanto ai market maker di dimensioni maggiori. Un CTP, messo a disposizione da un unico fornitore (opzione 1.4) o da fornitori concorrenti (opzione 1.2), eviterebbe che i clienti al dettaglio e i loro intermediari non beneficino dell'**ottenimento del prezzo migliore disponibile** per i loro ordini e fornirebbe loro uno strumento per **verificare il rispetto della norma dell'esecuzione alle condizioni migliori**;
- l'opzione di consolidamento 1.2 presenta un leggero vantaggio in termini di latenza, dato che la consegna decentrata dei dati è leggermente più accurata in termini di latenza. L'opzione di consolidamento 1.4 offre all'ESMA la possibilità di aggiudicare il ruolo di consolidatore a un entrante assolutamente nuovo;
- il monitoraggio attraverso il sistema **incoraggerà intermediari** e gestori di patrimoni a cercare attivamente di includere nei propri portafogli gli strumenti più ottimali e non soltanto quelli disponibili nelle poche sedi di cui sono attualmente sottoscrittori;
- fornendo un modello di assegnazione dei ricavi che funziona come **incentivo economico per incanalare le operazioni verso protocolli di esecuzione** trasparenti pre-negoziato, il CTP potrebbe aumentare gli incentivi a fornire dati accurati e tempestivi utilizzando il formato dati armonizzato. Ciò porta a un allineamento degli incentivi tra i contributori di dati di mercato e i consolidatori di dati di mercato, una circostanza questa che rafforzerebbe anche la fiducia nel funzionamento del mercato dei capitali dell'Unione.

**Quali sono i costi dell'opzione prescelta (o in mancanza di quest'ultima, delle opzioni principali)?**

I costi operativi previsti per il fornitore di un sistema consolidato di pubblicazione per azioni e obbligazioni sono stati valutati come segue:

Costi del sistema per le azioni (annui)	Costi del sistema per obbligazioni o strumenti derivati (annui)
Costi di costituzione/impostazione: 0,8-2,4 milioni di	Costi di costituzione/impostazione:

EUR/anno	0,16-1,4 milioni di EUR/anno
Costi di gestione – 1,4-5,5 milioni di EUR/anno	Costi di gestione – 1,3-4 milioni di EUR/anno
<b>Totale – 2,2-7,8 milioni di EUR/anno</b>	<b>Totale – 1,46-5,4 milioni di EUR/anno</b>
<p>Il sistema funzionerebbe secondo un modello di reddito da parte degli utenti, nel contesto del quale il fornitore del sistema addebiterebbe agli utenti professionali una commissione di sottoscrizione annuale "per utente" pari a 100 EUR/mese. Gli utenti non professionali non pagherebbero alcuna commissione o al massimo 1 EUR/mese. L'eccedenza di profitto verrebbe ridistribuita ai contributori di dati. Dalle stime relative a un sistema per le <b>azioni</b> emerge che i <b>ricavi</b> totali annui sono stimati a circa 200 milioni di EUR a seconda delle caratteristiche specifiche del sistema. Sottraendo i costi di esercizio medi annui, ciò significherebbe che complessivamente <b>100-150 milioni di EUR di assegnazione di ricavi potrebbero essere distribuiti tra i contributori di dati</b> (per obbligazioni e strumenti derivati, la dipendenza dai ricavi dei dati è meno pronunciata, quindi non è stata condotta alcuna simulazione di ricavi per tali sistemi).</p>	
<b>Quale sarà l'incidenza su aziende, PMI e microimprese?</b>	
<p>Le opzioni di consolidamento 1.1, 1.2 e 1.4 avrebbero il vantaggio che le <b>azioni delle PMI</b> quotate su uno o pochi mercati regolamentati o mercati di crescita per le PMI diventino visibili a tutti gli investitori e intermediari (non locali) o, per l'opzione 1.1, agli auto-aggregatori nell'Unione. Ciò aumenterebbe l'attrattiva degli investimenti e le possibilità che le loro azioni vengano incluse in fondi di investimento o portafogli di investimento, una circostanza questa che, a sua volta, aumenterebbe l'efficacia della raccolta di capitali da parte delle PMI.</p>	
<b>L'impatto sui bilanci e sulle amministrazioni nazionali sarà significativo?</b>	
<p>Non vi sarà <b>alcun impatto diretto</b> sui bilanci nazionali. Le opzioni 1.2 e 1.4 richiedono l'adozione di legislazione di livello 2 per norme armonizzate in materia di segnalazione dei dati. Le opzioni prescelte richiederanno inoltre la vigilanza e l'applicazione da parte dell'ESMA.</p>	
<b>Sono previsti altri impatti significativi?</b>	
<p>In termini di <b>impatto sociale</b>, le opzioni 1.1, 1.2 e 1.4 potrebbero favorire la partecipazione ai mercati di una fascia più ampia della popolazione. Avrebbero inoltre impatti di natura <b>indiretta</b> come conseguenza di mercati finanziari più efficienti.</p>	
<b>D. Tappe successive</b>	
<b>Quando saranno riesaminate le misure proposte?</b>	
<p>Una prima analisi da parte dell'ESMA verrebbe fornita 24 mesi dopo l'attuazione delle nuove norme, seguita da aggiornamenti annuali.</p>	

**PER COPIA CONFORME**  
 Per la Segretaria generale  
  
**Martine DEPREZ**  
 Direttrice  
**Processo decisionale e collegialità**  
 COMMISSIONE EUROPEA