

III

(Atti preparatori)

BANCA CENTRALE EUROPEA

PARERE DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA

del 1° giugno 2022

su una 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

(CON/2022/19)

(2022/C 286/03)

Introduzione e base giuridica

Il 3 febbraio e il 4 febbraio 2022 la Banca centrale europea (BCE) ha ricevuto dal Parlamento europeo e dal Consiglio dell'Unione europea una richiesta di parere in merito a una proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (UE) n. 600/2014 per quanto riguarda il rafforzamento 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⁽¹⁾ (di seguito «la proposta di regolamento») e a una proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2014/65/UE relativa ai mercati degli strumenti finanziari⁽²⁾ (di seguito «la proposta di direttiva»).

La BCE è competente a formulare un parere in virtù degli articoli 127, paragrafo 4, e 282, paragrafo 5, del trattato sul funzionamento dell'Unione europea in quanto la proposta di regolamento e la proposta di direttiva contengono disposizioni che incidono (a) sul compito fondamentale del Sistema europeo di banche centrali (SEBC) di definire e attuare la politica monetaria dell'Unione ai sensi dell'articolo 127, paragrafo 2, del trattato, e (b) sul compito del SEBC di contribuire alla regolare conduzione delle politiche perseguite dalle autorità competenti per quanto riguarda la stabilità del sistema finanziario ai sensi dell'articolo 127, comma 5, del trattato. In conformità al primo periodo dell'articolo 17.5 del regolamento interno della Banca centrale europea, il Consiglio direttivo ha adottato il presente parere.

Osservazioni di carattere generale

1. Obiettivi della proposta di regolamento

1.1 La BCE accoglie con favore l'obiettivo principale della proposta di regolamento di modificare il regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio⁽³⁾ (di seguito «MiFIR») al fine di migliorare la trasparenza dei dati di mercato in tutte le sedi di negoziazione dell'Unione europea (UE) creando un nuovo quadro normativo volto alla creazione di un «sistema consolidato di pubblicazione» per i dati sulle negoziazioni, compreso un nuovo processo per la selezione di un unico fornitore di un sistema consolidato di pubblicazione per ciascuna classe di attività.

⁽¹⁾ COM (2021) 727 final.

⁽²⁾ COM (2021) 726 final.

⁽³⁾ 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).

- 1.2 La proposta di regolamento prevede inoltre modifiche significative alle norme dell'Unione in materia di trasparenza pre- e post-negoziazione per gli strumenti finanziari rappresentativi e non rappresentativi di capitale, quali una maggiore armonizzazione delle norme per il differimento della pubblicazione dei dettagli delle operazioni, aggiornamenti degli obblighi in materia di negoziazione di azioni e derivati nell'Unione, un divieto di pagamento per i flussi di ordini e altre modifiche al regime dell'Unione per la negoziazione di titoli e derivati. Le modifiche proposte mirano a sostenere ulteriormente l'integrazione dei mercati europei dei capitali e ad armonizzare ulteriormente le pertinenti norme di vigilanza dei mercati finanziari in tutta l'Unione. La BCE sostiene fermamente l'obiettivo generale di agevolare ulteriormente l'integrazione dei mercati dei capitali, in particolare tramite le proposte di miglioramento alla trasparenza dei dati di mercato. Un maggior consolidamento e una migliore integrazione dei mercati dei capitali sono necessari da diversi punti di vista. Non solo possono mobilitare le risorse necessarie per sostenere l'economia dell'area dell'euro, ma renderanno anche il sistema finanziario più resiliente in generale. Inoltre, si può prevedere che l'integrazione dei mercati europei dei capitali migliori la trasmissione della politica monetaria unica in tutta l'area dell'euro e faciliti l'accesso degli operatori di mercato alla finanza verde e ai finanziamenti per la transizione verso un'economia digitale. A tal fine, la BCE ribadisce l'importanza di adottare tempestivamente le ulteriori iniziative previste dal piano d'azione della Commissione europea per l'Unione dei mercati dei capitali (UMC) del 2020 e di attuarle pienamente a livello nazionale, ove previsto dalla legge.
- 1.3 Il miglioramento della trasparenza dei dati di mercato contribuirà allo sviluppo dei mercati dei capitali dell'Unione tramite una maggiore disponibilità di informazioni sui prezzi e sulla liquidità per gli investitori e gli emittenti, che creerà maggiori opportunità di investimento e di finanziamento e ridurrà il costo della raccolta di capitali per gli emittenti. Al contempo, si ricorda che livelli più elevati di trasparenza possono consentire a taluni operatori, in determinate circostanze, di sfruttare maggiormente le informazioni relative agli ordini esistenti sul mercato grazie alla loro capacità di negoziare più rapidamente sulla base di tali informazioni utilizzando la più recente tecnologia.
- 1.4 La BCE è particolarmente interessata a queste proposte legislative in considerazione della partecipazione del SEBC ai mercati non azionari (obbligazioni, comprese le obbligazioni sovrane) nell'esecuzione della politica monetaria del SEBC e di altri compiti previsti dal trattato, nonché in considerazione della necessità di salvaguardare la riservatezza di tali operazioni sensibili. Pertanto, la BCE desidera commentare altre disposizioni del MiFIR ⁽⁴⁾ che, pur non essendo oggetto della proposta di regolamento, incidono sulle banche centrali del SEBC e sulle loro operazioni di mercato in strumenti finanziari (cfr. paragrafo 7).

2. Obiettivi della proposta di direttiva

Poiché la proposta di direttiva contiene solo limitate modifiche alla direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio ⁽⁵⁾ (di seguito «MiFID II») che derivano in larga misura dalle modifiche proposte al MiFIR, la BCE non ritiene necessario pronunciarsi su tale proposta.

Osservazioni di carattere specifico

3. Sistema consolidato di pubblicazione

- 3.1 La BCE accoglie con favore l'introduzione del regime rafforzato proposto per il sistema consolidato di pubblicazione e la procedura di gara per la selezione di un fornitore di un sistema consolidato di pubblicazione («consolidated tape provider, CTP») per ciascuna classe di attività. Come già osservato dalla BCE, un'adeguata trasparenza può essere opportunamente garantita solo con l'istituzione di un unico CTP ⁽⁶⁾ per ciascuna classe di attività pertinente. Il CTP presenta diversi vantaggi per gli investitori, e questi ultimi sostengono gli obiettivi della CMU di rendere il

⁽⁴⁾ Cfr. l'articolo 1, paragrafi 6, 7 e 9, e l'articolo 26, paragrafo 5, del MiFIR.

⁽⁵⁾ 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).

⁽⁶⁾ Cfr. paragrafo 5.2 del parere CON/2012/21 della Banca centrale europea, del 22 marzo 2012, in merito: (i) alla proposta di direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari che abroga la direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio; (ii) alla proposta di regolamento sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (EMIR) sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni; (iii) alla proposta di direttiva relativa alle sanzioni penali in caso di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato; e (iv) alla proposta di regolamento relativo all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato) (GU C 161 del 7.6.2012, pag.3). Tutti i pareri della BCE sono disponibili su EUR-Lex.

finanziamento del mercato dei capitali più accessibile agli investitori e di ridurre la frammentazione dei mercati dei capitali dell'Unione. Il CTP dovrebbe contribuire ad aumentare la trasparenza e l'accesso degli investitori ai dati di mercato, riducendo in tal modo i rischi di liquidità ed esecuzione delle negoziazioni e la frammentazione del mercato. Può anche ridurre notevolmente i costi di transazione per gli investitori. Consentire agli investitori di avere una visione d'insieme in tempo reale dell'attività di negoziazione a un costo ragionevole, dovrebbe aumentare l'uso dei mercati dei capitali dell'Unione da parte degli investitori aziendali e al dettaglio per le operazioni di finanziamento e investimento.

- 3.2 Il regime rafforzato proposto è complesso dal punto di vista tecnico e operativo e comprende un regime di partecipazione ai ricavi. Al fine di guidare il bilanciamento tra la qualità e il suo livello di investimento nella produzione della serie di dati consolidati per una certa classe di attività, è cruciale, pertanto, che il CTP possa fare affidamento sulla qualità, completezza e rapida consegna dei dati che gli sono stati forniti dai contributori di dati di mercato (imprese di investimento, sedi di negoziazione, dispositivi di pubblicazione autorizzati e internalizzatori sistematici). A tale riguardo, la BCE evince che, in base alla proposta, il CTP sarà responsabile soltanto del consolidamento dei dati di mercato fondamentali e della loro diffusione commerciale nel mercato e che la qualità dei dati forniti, che rimane interamente di responsabilità dei contributori di dati di mercato, sarà disciplinata dalla Commissione sulla base di un atto delegato, fondato sul parere di un gruppo di portatori di interessi esperti e dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA).
- 3.3 Qualora l'ESMA dovesse porre fine alla concessione del CTP per qualsivoglia motivo, affinché la possibilità di indire una nuova gara d'appalto sia credibile, le norme tecniche che l'ESMA deve elaborare potrebbero imporre al CTP di rendere pubblici i suoi parametri di connessione tecnica per i contributori di dati di mercato e i suoi dizionari di dati, in modo che siano disponibili per altri soggetti che intendono competere per aggiudicarsi l'appalto.
- 3.4 La BCE è consapevole del fatto che le proposte sul CTP non pregiudicano la riservatezza delle operazioni «della politica monetaria, dei cambi o di stabilità finanziaria» del SEBC, che continuano ad essere esentate dalla divulgazione ai sensi dell'articolo 1, paragrafo 6, del MiFIR. Di conseguenza, i «dati di mercato» che devono essere specificati dalla Commissione ai sensi dell'articolo 22 ter, paragrafo 2, proposto e i «dati di mercato fondamentali» che i CTP vendereanno agli utenti, non comprenderebbero i dati delle operazioni di politica del SEBC (quali informazioni su prezzo, volume e momento della conclusione).

4. **Regime di trasparenza pre-negoziazione per gli strumenti di capitale: «dark trading»**

La BCE accoglie con favore la proposta di regolamento di razionalizzare il regime di trasparenza pre-negoziazione per gli strumenti di capitale, sostituendo il doppio massimale sul volume con un unico massimale sul volume fissato al 7 % del volume totale delle negoziazioni effettuate nello strumento finanziario pertinente all'interno dell'Unione, nel contesto della deroga basata sul prezzo di riferimento o della deroga basata su operazioni negoziate ⁽⁷⁾. Ciò semplifica il regime di trasparenza e rende meno complesso il monitoraggio dei livelli di «dark trading». La proposta di ridurre il massimale sul volume a livello dell'Unione intende compensare l'abolizione della soglia specifica della sede, pertanto la proposta mira nel suo complesso ad aumentare il livello di trasparenza pre-negoziazione degli strumenti di capitale. Al contempo, si osserva che l'interazione tra l'abolizione del massimale sul volume specifico per sede e la riduzione del massimale a livello dell'Unione è complessa, in quanto ci si aspetta che le modifiche proposte abbiano effetti divergenti sulla trasparenza. La BCE suggerisce pertanto che il regime di trasparenza pre-negoziazione per gli strumenti di capitale, in particolare la calibrazione del massimale sul volume, sia riesaminato periodicamente.

5. **Divieto di pagamento per il flusso di ordini**

La proposta della Commissione ⁽⁸⁾ prevede un'ulteriore restrizione dei pagamenti per il flusso di ordini. La BCE ritiene che il pagamento per il flusso di ordini possa ostacolare l'efficienza del mercato e la trasparenza dei mercati europei dei capitali.

6. **Porre fine al libero accesso per gli strumenti derivati negoziati in borsa**

Pur sostenendo, in linea di principio, le misure che rafforzano i mercati della compensazione dell'Unione, è importante considerare le possibili implicazioni che l'eliminazione della disposizione relativa al libero accesso potrebbe avere per la concorrenza, l'innovazione e l'integrazione del mercato e bilanciare attentamente obiettivi potenzialmente concorrenti.

⁽⁷⁾ Articolo 1, paragrafo 4, della proposta di regolamento che modifica l'articolo 5 del MiFIR.

⁽⁸⁾ L'articolo 1, paragrafo 26, della proposta di regolamento che aggiunge un nuovo articolo 39 bis.

7. Altre disposizioni del MiFIR e il loro impatto sulle operazioni di mercato BCE/SEBC

Le disposizioni del MiFIR che riguardano principalmente le operazioni di mercato BCE/SEBC non sono oggetto della proposta di regolamento. La BCE coglie tuttavia l'occasione per proporre che la formulazione di talune disposizioni del MiFIR possa essere ulteriormente migliorata alla luce dell'esperienza della BCE/SEBC nello svolgimento di operazioni di mercato nelle sedi di negoziazione dell'Unione.

7.1 Esenzione dagli obblighi di trasparenza del MiFIR per le operazioni del SEBC effettuate ai sensi dello statuto del SEBC

La BCE ritiene che l'attuale formulazione dell'esenzione delle operazioni di politica monetaria del SEBC dai requisiti di trasparenza pre- e post-negoziazione ⁽⁹⁾ ai sensi dell'articolo 1, paragrafo 6, del MiFIR dovrebbe essere modificata in maniera tale che, invece di dichiarare che l'esenzione si applica alle operazioni delle banche centrali del SEBC «in esecuzione della politica monetaria, dei cambi e di stabilità finanziaria», che dovrebbero poi essere ulteriormente definite nel regolamento delegato (UE) 2017/583 ⁽¹⁰⁾ della Commissione, l'esenzione sia ampliata in modo tale da applicarsi espressamente a tutte le attività svolte dalle banche centrali dell'Eurosistema ai sensi del capo IV dello statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea (di seguito «statuto del SEBC»). La BCE ritiene che solo le tipologie di operazioni di investimento effettuate dalle banche centrali del SEBC di cui all'articolo 15, lettere a) e c), del regolamento delegato (UE) 2017/583 debbano essere comunicate dalla controparte della banca centrale del SEBC. Tali tipologie di operazioni dovrebbero essere espressamente indicate nell'articolo 1, paragrafo 7, del MiFIR, anziché, come allo stato attuale, nel regolamento delegato (UE) 2017/583.

7.2 Conferimento alla Commissione del potere di estendere l'esenzione dagli obblighi di trasparenza del MiFIR ad altre banche centrali

Se tutte le operazioni dell'Eurosistema ai sensi del capo IV dello statuto del SEBC beneficiassero dell'esenzione di cui sopra, estesa ai sensi dell'articolo 1, paragrafo 6, del MiFIR, indipendentemente da quali altre banche centrali o istituzioni si avvalgono di tali servizi, il potere della Commissione di estendere l'ambito di applicazione dell'esenzione «ad altre banche centrali» ai sensi dell'articolo 1, paragrafo 9, del MiFIR diverrebbe superfluo. Inoltre, non sarebbe più necessario incaricare l'ESMA di elaborare progetti di norme tecniche di regolamentazione per specificare le «operazioni di politica monetaria, sui cambi e di stabilità finanziaria». Di conseguenza, l'articolo 1, paragrafi 8 e 9, del MiFIR potrebbe essere soppresso.

7.3 Esenzione delle operazioni delle banche centrali del SEBC dagli obblighi di segnalazione imposti ai gestori delle sedi di negoziazione ai sensi dell'articolo 26, paragrafo 5, del MiFIR

L'articolo 26, paragrafo 5, del MiFIR impone ai gestori delle sedi di negoziazione di segnalare alla loro autorità competente qualsiasi operazione in strumenti finanziari negoziata sulle loro piattaforme ed eseguita tramite i loro sistemi da parte di talune imprese. L'attuale meccanismo di segnalazione per le sedi di negoziazione ai sensi di questa disposizione è ben consolidato, con modalità operative per la corretta segnalazione dei dati relativi a tali operazioni. Le sedi di negoziazione dispongono di registrazioni ai fini della segnalazione dei dati dettagliati delle operazioni del SEBC eseguite attraverso i sistemi della sede di negoziazione. A tale riguardo, la BCE prende atto che i legislatori dell'Unione non abbiano inteso che l'obbligo di segnalazione di cui all'articolo 26, paragrafo 5, del MiFIR dovesse coprire le operazioni delle banche centrali del SEBC. Tale interpretazione si basa sul fatto che le banche centrali beneficiano di esplicite esenzioni dagli obblighi di segnalazione da parte del MiFIR e, inoltre, non sono «imprese», bensì entità che effettuano operazioni di mercato sulla base dei loro mandati pubblici, anche ai sensi del trattato. Ai fini della certezza del diritto, è opportuno chiarire ulteriormente l'articolo 26, paragrafo 5 a tale riguardo.

⁽⁹⁾ Articoli 8, 10, 18 e 21 del MiFIR.

⁽¹⁰⁾ Regolamento delegato (UE) 2017/583 della Commissione, del 14 luglio 2016, che integra il regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio sui mercati degli strumenti finanziari per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sugli obblighi di trasparenza a carico delle sedi di negoziazione e delle imprese di investimento in relazione a obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissione e strumenti derivati (GU L 87 del 31.3.2017, pag. 229).

7.4 *Mantenere l'esenzione totale delle operazioni di finanziamento tramite titoli del SEBC dall'obbligo di segnalazione a fini di vigilanza*

La BCE osserva che, sebbene le operazioni di finanziamento tramite titoli («securities financing transactions, SFT») del SEBC siano pienamente esentate dal regolamento (UE) 2015/2365 del Parlamento europeo e del Consiglio ⁽¹¹⁾ e dai relativi obblighi di informativa e segnalazione ⁽¹²⁾, il regolamento delegato (UE) 2017/590 della Commissione ⁽¹³⁾ dispone che le SFT ⁽¹⁴⁾ di cui una banca centrale del SEBC è controparte siano considerate operazioni ai fini dell'articolo 26 del MiFIR ⁽¹⁵⁾. Di conseguenza, tali operazioni sono soggette agli obblighi di segnalazione di cui all'articolo 26 del MiFIR. Il regolamento delegato (UE) 2017/590 incide pertanto sugli obblighi di segnalazione relativi a tali operazioni da parte delle banche centrali del SEBC ai sensi del MiFIR. Questa effettiva subordinazione della legislazione dell'Unione di livello 1 alla legislazione dell'Unione di livello 2 è in contrasto con il principio giuridico consolidato della *lex superior derogat legi inferiori* ⁽¹⁶⁾, secondo cui gli atti di esecuzione e delegati dell'Unione non possono contravvenire al diritto derivato dell'Unione. La BCE, con il presente parere, coglie l'occasione per sottolineare che è opportuno correggere tale contraddizione nel regolamento delegato (UE) 2017/590, sebbene non sia di per sé oggetto delle proposte sulle quali è stata consultata.

Quando la BCE raccomanda di modificare la proposta di regolamento, indica in un separato documento di lavoro tecnico specifiche proposte redazionali, accompagnate da note esplicative. Il documento di lavoro tecnico è disponibile in lingua inglese sul sito internet EUR-Lex.

Fatto a Francoforte sul Meno, il 1° giugno 2022

La presidente della BCE
Christine LAGARDE

⁽¹¹⁾ Regolamento (UE) 2015/2365 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 25 novembre 2015, sulla trasparenza delle operazioni di finanziamento tramite titoli e del riutilizzo e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012 (GU L 337 del 23.12.2015, pag. 1).

⁽¹²⁾ Articolo 2, paragrafo 2, lettera a), e articolo 2, paragrafo 3, del regolamento (UE) 2015/2365.

⁽¹³⁾ Regolamento delegato (UE) 2017/590 della Commissione, del 28 luglio 2016, che integra il regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione relative alla segnalazione delle operazioni alle autorità competenti (GU L 87 del 31.3.2017, pag. 449).

⁽¹⁴⁾ Come definito all'articolo 3, paragrafo 11, del regolamento (UE) 2015/2365.

⁽¹⁵⁾ Cfr. l'articolo 2, paragrafo 5, del regolamento delegato (UE) 2017/590 della Commissione.

⁽¹⁶⁾ Il principio giuridico secondo cui un atto giuridico di rango superiore nella gerarchia degli atti giuridici prevale su un atto giuridico di rango inferiore in tale gerarchia.