



Consiglio  
dell'Unione europea

**Bruxelles, 17 gennaio 2022  
(OR. en)**

**5392/22**

**EF 13  
ECOFIN 44  
DELECT 8**

### **NOTA DI TRASMISSIONE**

---

Origine:	Segretaria generale della Commissione europea, firmato da Martine DEPREZ, direttrice
Data:	13 gennaio 2022
Destinatario:	Jeppe TRANHOLM-MIKKELSEN, segretario generale del Consiglio dell'Unione europea

---

n. doc. Comm.:	C(2022) 52 final
----------------	------------------

---

Oggetto:	REGOLAMENTO DELEGATO (UE) .../... DELLA COMMISSIONE del 12.1.2022 che modifica le norme tecniche di regolamentazione stabilite nel regolamento delegato (UE) 2017/583 per quanto riguarda l'adeguamento delle soglie di liquidità e dei percentili delle operazioni utilizzati per determinare la dimensione specifica dello strumento che si applicano a taluni strumenti non rappresentativi di capitale
----------	--

---

Si trasmette in allegato, per le delegazioni, il documento C(2022) 52 final.

All.: C(2022) 52 final



Bruxelles, 12.1.2022  
C(2022) 52 final

**REGOLAMENTO DELEGATO (UE) .../... DELLA COMMISSIONE**

**del 12.1.2022**

**che modifica le norme tecniche di regolamentazione stabilite nel regolamento delegato (UE) 2017/583 per quanto riguarda l'adeguamento delle soglie di liquidità e dei percentili delle operazioni utilizzati per determinare la dimensione specifica dello strumento che si applicano a taluni strumenti non rappresentativi di capitale**

(Testo rilevante ai fini del SEE)

## RELAZIONE

### 1. CONTESTO DELL'ATTO DELEGATO

Il regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio sui mercati degli strumenti finanziari<sup>1</sup> ("MiFIR") ha introdotto requisiti generali di trasparenza pre-negoziazione e post-negoziazione per quanto riguarda le negoziazioni sia di strumenti rappresentativi di capitale (come le azioni) sia di strumenti non rappresentativi di capitale (come le obbligazioni e i derivati). Molti di questi requisiti sono integrati da norme tecniche di regolamentazione elaborate dall'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati ("ESMA"). Il regolamento delegato (UE) 2017/583 della Commissione<sup>2</sup> ("RTS 2") stabilisce 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 derivati.

In particolare stabilisce la metodologia per valutare la liquidità delle obbligazioni e la dimensione specifica dello strumento ("SSTI"). Sia la liquidità che la SSTI sono rilevanti per l'applicazione delle deroghe e dei differimenti in materia di trasparenza. Gli strumenti illiquidi possono beneficiare delle deroghe alla trasparenza pre-negoziazione ai sensi dell'articolo 9, paragrafo 1, lettera c), del MiFIR e dei differimenti della trasparenza post-negoziazione ai sensi dell'articolo 11, paragrafo 1, lettera b), del MiFIR. Quando la dimensione di un ordine è superiore alla SSTI allora, ai sensi dell'articolo 9, paragrafo 1, lettera b), del MiFIR, è disponibile una deroga pre-negoziazione se l'ordine è inoltrato attraverso un sistema "basato sulla richiesta di quotazione" o "voice trading" e, ai sensi dell'articolo 11, paragrafo 1, lettera c), del MiFIR, è disponibile un differimento post-negoziazione, indipendentemente dal sistema di negoziazione utilizzato.

Per quanto riguarda sia la metodologia per calcolare la liquidità delle obbligazioni sia, nell'ambito della trasparenza pre-negoziazione, la SSTI degli strumenti non rappresentativi di capitale, incluse le obbligazioni, l'RTS 2 ha introdotto un approccio graduale nel quale l'ESMA valuta annualmente, per quattro anni, se il passaggio alla fase successiva, più rigorosa, sia giustificato. Dopo aver adottato il passaggio dalla fase 1 alla fase 2 nel corso di quest'anno, attualmente è attiva la fase 2.

Il 23 luglio 2021 l'ESMA ha trasmesso la sua seconda valutazione annuale<sup>3</sup> e raccomanda di passare alla fase 3 per progredire verso un contesto di negoziazione per le obbligazioni più trasparente. Va osservato che, per quanto concerne la SSTI, l'ESMA ha nuovamente valutato il passaggio alla fase 3 solo per quanto riguarda le obbligazioni e non per altri strumenti finanziari non rappresentativi di capitale. Questo perché l'ESMA non dispone ancora di dati sufficienti per queste altre classi di strumenti.

---

<sup>1</sup> 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).

<sup>2</sup> 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 derivati (GU L 87 del 31.3.2017, pag. 229).

<sup>3</sup> Il documento completo è disponibile all'indirizzo:  
[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-4596\\_mifid\\_ii\\_mifir\\_annual\\_report\\_2021.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-4596_mifid_ii_mifir_annual_report_2021.pdf).

## **2. CONSULTAZIONI PRECEDENTI L'ADOZIONE DELL'ATTO**

A norma dell'articolo 10 del regolamento (UE) n. 1095/2010, l'ESMA ha effettuato una consultazione pubblica sui progetti di norme tecniche di regolamentazione. Un documento di consultazione è stato pubblicato l'11 maggio 2021 sul sito web dell'ESMA. Il periodo di consultazione si è concluso l'11 giugno e sono pervenute 16 risposte in totale. L'ESMA ha inoltre chiesto il parere del gruppo delle parti interessate nel settore degli strumenti finanziari e dei mercati istituito dall'articolo 37 del regolamento istitutivo dell'ESMA.

Unitamente ai progetti di norme tecniche, in conformità dell'articolo 10, paragrafo 1, terzo comma, del regolamento (UE) n. 1095/2010, l'ESMA ha presentato la sua valutazione comprendente un'analisi dei costi e dei benefici connessi ai progetti di norme tecniche<sup>4</sup>.

## **3. ELEMENTI GIURIDICI DELL'ATTO DELEGATO**

In primo luogo, il progetto di regolamento delegato mira a realizzare il passaggio alla fase 3 per quanto riguarda la valutazione della liquidità delle obbligazioni. Attualmente le obbligazioni sono considerate liquide se: l'importo nozionale giornaliero medio negoziato è pari almeno a 100 000 EUR; il numero medio giornaliero delle operazioni ("ADNT") è pari almeno a 10; e se le negoziazioni si sono svolte in almeno l'80 % dei giorni durante l'ultimo trimestre. Solo l'ADNT è soggetto all'applicazione in più fasi. Le quattro fasi corrispondono a 15 (S1), 10 (S2), 7 (S3) e 2 (S4). Secondo questi parametri, il numero di obbligazioni liquide tra il primo e il quarto trimestre del 2020 era compreso tra l'1,57 % e il 2,58 % del panorama generale delle obbligazioni, escluso il Regno Unito. Il passaggio alla fase 3 comporta una riduzione dell'ADNT da 10 a 7, con un conseguente aumento previsto di tali cifre a un valore compreso tra il 2,31 % e il 3,44 %. Tale fine è raggiunto sostituendo l'articolo 17, paragrafo 1, dell'RTS 2.

In secondo luogo, il progetto di regolamento delegato mira a realizzare il passaggio alla fase 3 per quanto riguarda la SSTI. La SSTI è una soglia fissa dell'importo nozionale giornaliero negoziato (pari a 200 000 EUR o 300 000 EUR a seconda del tipo di obbligazione) o, se superiore, l'importo che si colloca al di sopra del 40° (S2) percentile dell'importo nozionale giornaliero effettivo negoziato. Per le obbligazioni societarie ciò significa, sulla base dei dati del 2020 con l'esclusione del Regno Unito, che la deroga pre-negoziazione per SSTI si applica ai ticket di importo pari o superiore a 400 000 EUR. Per le obbligazioni sovrane questa cifra è pari a 900 000 EUR. Il passaggio alla fase 3 comporta la sostituzione del 40° percentile con il 50° percentile, aumentando così la soglia al di sopra della quale è disponibile una deroga alla trasparenza pre-negoziazione rispettivamente a 600 000 EUR e 1 500 000 EUR. Tale fine è raggiunto sostituendo l'articolo 17, paragrafo 3, dell'RTS 2.

---

<sup>4</sup> Cfr. nota 3.

# REGOLAMENTO DELEGATO (UE) .../... DELLA COMMISSIONE

del 12.1.2022

**che modifica le norme tecniche di regolamentazione stabilite nel regolamento delegato (UE) 2017/583 per quanto riguarda l'adeguamento delle soglie di liquidità e dei percentili delle operazioni utilizzati per determinare la dimensione specifica dello strumento che si applicano a taluni strumenti non rappresentativi di capitale**

(Testo rilevante ai fini del SEE)

LA COMMISSIONE EUROPEA,

visto il trattato sul funzionamento dell'Unione europea,

visto il 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<sup>5</sup>, in particolare l'articolo 9, paragrafo 5, terzo comma,

considerando quanto segue:

- (1) Il regolamento delegato (UE) 2017/583 della Commissione<sup>6</sup> stabilisce i requisiti di trasparenza applicabili a obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissione e derivati. Al fine di assicurare l'ordinata attuazione di questi requisiti, tale regolamento delegato ha istituito un'introduzione graduale annuale, nell'arco di quattro anni a partire dal 2019, per l'applicazione di determinate soglie di trasparenza. Tale introduzione graduale consente di estendere progressivamente l'applicazione dei corrispondenti obblighi di trasparenza. Ciò riguarda in particolare il criterio relativo al "numero medio giornaliero delle operazioni" utilizzato per determinare le obbligazioni per le quali esiste un mercato liquido e i percentili delle operazioni utilizzati per determinare la dimensione specifica dello strumento (SSTI - *size specific to the instrument*) che consente la deroga agli obblighi di trasparenza pre-negoziazione.
- (2) Nell'ambito di tale approccio graduale, il passaggio alla fase successiva non è automatico. L'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) è tenuta a trasmettere alla Commissione la propria valutazione annuale sulla congruità di un passaggio alla fase successiva. La valutazione dell'ESMA deve analizzare l'evoluzione dei volumi di negoziazione degli strumenti finanziari interessati nella fase in corso e prevedere l'eventuale impatto che avrebbe il passaggio alla fase successiva sia sulla liquidità disponibile sia sui partecipanti al mercato. Se opportuno, l'ESMA è tenuta a presentare, insieme alla sua relazione, una nuova versione della norma tecnica di regolamentazione che adegua la soglia alla fase successiva.
- (3) Il 22 luglio 2021 l'ESMA ha trasmesso alla Commissione la propria valutazione e la nuova versione delle norme tecniche di regolamentazione. L'ESMA conclude che,

<sup>5</sup> GU L 173 del 12.6.2014, pag. 84.

<sup>6</sup> 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 derivati (GU L 87 del 31.3.2017, pag. 229).

secondo i criteri applicati nella fase S2, erano considerate liquide tra l'1,57 % e il 2,58 % delle obbligazioni scambiate tra il primo e il quarto trimestre del 2020. Il passaggio alla fase S3 comporta un aumento di circa il 40 %.

- (4) Per quanto riguarda la SSTI, l'ESMA conclude che il passaggio dalla fase S2 alla fase S3 influenzerà principalmente la negoziazione di obbligazioni sovrane e di altre obbligazioni pubbliche, giacché è per tali strumenti che si registrerà l'aumento maggiore. Questi ultimi sono però tipicamente negoziati nell'intervallo compreso tra 3 e 6 milioni di EUR. L'ESMA ritiene pertanto che il passaggio alla fase S3 manterrebbe la SSTI pre-negoziazione a un livello sufficientemente basso da proteggere i fornitori di liquidità dall'impatto sul mercato derivante dagli ordini di grandi dimensioni, garantendo nel contempo che un maggior numero di obbligazioni liquide sia soggetto alla trasparenza pre-negoziazione.
- (5) Tenuto conto della valutazione effettuata dall'ESMA e del grado limitato di trasparenza nei mercati obbligazionari, degli effetti ridotti sulla concorrenza nel mercato e del fatto che la soglia sarebbe rimasta a un livello sufficientemente basso da proteggere i fornitori di liquidità dal potenziale impatto sul mercato derivante dagli ordini di grandi dimensioni, è opportuno passare alla fase S3 per le obbligazioni per le quali esiste un mercato liquido e per la SSTI per le obbligazioni. Il passaggio alla fase S3 dovrebbe aumentare il livello di trasparenza presente sul mercato obbligazionario senza ripercussioni negative sulla liquidità.
- (6) È pertanto opportuno modificare di conseguenza il regolamento delegato (UE) 2017/583 della Commissione.
- (7) Il presente regolamento si basa sui progetti di norme tecniche di regolamentazione che l'ESMA ha presentato alla Commissione.
- (8) L'ESMA ha condotto consultazioni pubbliche aperte sul progetto di norme tecniche di regolamentazione sul quale è basato il presente regolamento, ha analizzato i potenziali costi e benefici collegati e ha chiesto il parere del gruppo delle parti interessate nel settore degli strumenti finanziari e dei mercati istituito dall'articolo 37 del regolamento (UE) n. 1095/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio<sup>7</sup>,

HA ADOTTATO IL PRESENTE REGOLAMENTO:

#### *Articolo 1*

#### **Modifiche del regolamento delegato (UE) 2017/583**

L'articolo 17 del regolamento delegato (UE) 2017/583 è così modificato:

- (a) il paragrafo 1 è sostituito dal seguente:

"1. Per determinare le obbligazioni per le quali non esiste un mercato liquido ai fini dell'articolo 6 e secondo la metodologia specificata all'articolo 13, paragrafo 1, lettera b), si applica l'approccio del criterio di liquidità 'numero medio giornaliero delle operazioni', utilizzando il 'numero medio giornaliero delle operazioni' corrispondente alla fase S3 (7 operazioni giornaliere).";
- (b) il paragrafo 3 è sostituito dal seguente:

---

<sup>7</sup> Regolamento (UE) n. 1095/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati), modifica la decisione n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/77/CE della Commissione (GU L 331 del 15.12.2010, pag. 84).

"3. Per determinare la dimensione specifica dello strumento finanziario ai fini dell'articolo 5 e secondo la metodologia specificata all'articolo 13, paragrafo 2, lettera b), punto i), si applica l'approccio del percentile delle operazioni, utilizzando il percentile delle operazioni corrispondente alla fase S3 (50° percentile).

Per determinare la dimensione specifica dello strumento finanziario ai fini dell'articolo 5 e secondo la metodologia specificata all'articolo 13, paragrafo 2, lettera b), punti da ii) a iv), si applica l'approccio del percentile delle operazioni, utilizzando il percentile delle operazioni corrispondente alla fase S1 (30° percentile)."

#### *Articolo 2*

#### **Entrata in vigore**

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

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

Fatto a Bruxelles, il 12.1.2022

*Per la Commissione*

*La presidente*

*Ursula VON DER LEYEN*