

Bruxelles, 27 febbraio 2026
(OR. en)

6830/26

EF 52
ECOFIN 269
DELECT 40

NOTA DI TRASMISSIONE

Origine:	Segretaria generale della Commissione europea, firmato da Martine DEPREZ, direttrice
Data:	26 febbraio 2026
Destinatario:	Thérèse BLANCHET, segretaria generale del Consiglio dell'Unione europea
n. doc. Comm.:	C(2026) 994 final
Oggetto:	DIRETTIVA DELEGATA (UE) .../... DELLA COMMISSIONE del 20.2.2026 che modifica la direttiva delegata (UE) 2017/593 per quanto riguarda le condizioni per la prestazione di servizi di esecuzione e di ricerca da parte di terzi alle imprese di investimento che prestano servizi di gestione del portafoglio o altri servizi di investimento o accessori

Si trasmette in allegato, per le delegazioni, il documento C(2026) 994 final.

All.: C(2026) 994 final



Bruxelles, 20.2.2026
C(2026) 994 final

DIRETTIVA DELEGATA (UE) .../... DELLA COMMISSIONE

del 20.2.2026

che modifica la direttiva delegata (UE) 2017/593 per quanto riguarda le condizioni per la prestazione di servizi di esecuzione e di ricerca da parte di terzi alle imprese di investimento che prestano servizi di gestione del portafoglio o altri servizi di investimento o accessori

(Testo rilevante ai fini del SEE)

RELAZIONE

1. CONTESTO DELL'ATTO DELEGATO

La direttiva (UE) 2021/338 del Parlamento europeo e del Consiglio¹ (che rientra nel "pacchetto per la ripresa dei mercati dei capitali") ha modificato la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio² ("MiFID II") per facilitare lo sviluppo della ricerca sugli emittenti a bassa e media capitalizzazione che cercano di migliorare l'accesso ai mercati dei capitali e agli investitori. La modifica consentiva alle imprese di investimento di pagare congiuntamente la prestazione di servizi di ricerca e di esecuzione se erano soddisfatte determinate condizioni. Una di queste era che la ricerca riguardasse emittenti con una capitalizzazione di mercato non superiore a 1 miliardo di EUR, come espressa dalle quotazioni di fine anno per i 36 mesi precedenti la fornitura dei servizi di ricerca. Per le società con una capitalizzazione di mercato più elevata, l'obbligo di pagare separatamente i servizi di ricerca e di esecuzione ha continuato ad applicarsi.

Tuttavia, poiché il calo dei servizi di ricerca in materia di investimenti non è rallentato successivamente a tale modifica, la direttiva (UE) 2024/2811 del Parlamento europeo e del Consiglio³ (che rientra nel pacchetto "normativa sulle quotazioni") ha ulteriormente modificato la MiFID II per offrire alle imprese di investimento maggiore flessibilità nel modo in cui scelgono di organizzare il pagamento dei servizi di esecuzione e di ricerca. Nello specifico, tale direttiva:

- elimina la possibilità troppo restrittiva per le imprese di aggregare i pagamenti per i servizi di ricerca e di esecuzione solo quando la ricerca riguarda imprese con una capitalizzazione di mercato non superiore a 1 miliardo di EUR;
- introduce norme più flessibili che consentono alle imprese di investimento di scegliere il metodo di pagamento più adatto per i servizi di esecuzione e di ricerca;
- elimina l'obbligo di separare i pagamenti qualora ciò sia ritenuto troppo gravoso per le imprese, pur consentendo loro di mantenere separati i pagamenti, se lo preferiscono;
- introduce obblighi di trasparenza che impongono alle imprese di investimento di comunicare ai loro clienti se utilizzano pagamenti congiunti o separati.

Per far sì che queste ultime modifiche siano applicate in modo coerente in tutta l'UE e per promuovere la ricerca sulle imprese, è opportuno che la Commissione modifichi la direttiva delegata (UE) 2017/593⁴. In particolare, dovrebbe rivedere le norme che disciplinano i metodi

¹ 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, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2021/338/oj>).

² 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 (rifusione) (GU L 173 del 12.6.2014, pag. 349, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/65/oj>).

³ Direttiva (UE) 2024/2811 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 ottobre 2024, che modifica la direttiva 2014/65/UE per rendere i mercati pubblici dei capitali nell'Unione più attraenti per le imprese e per facilitare l'accesso delle piccole e medie imprese ai capitali, e che abroga la direttiva 2001/34/CE (GU L, 2024/2811, 14.11.2024, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2024/2811/oj>).

⁴ Direttiva delegata (UE) 2017/593 della Commissione, del 7 aprile 2016, che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la salvaguardia degli strumenti

di pagamento per la ricerca fornita da terzi alle imprese di investimento che prestano servizi di gestione del portafoglio o altri servizi di investimento o accessori. In questo contesto, la Commissione ha chiesto la consulenza tecnica dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA).

2. CONSULTAZIONI PRECEDENTI L'ADOZIONE DELL'ATTO

Sulla base di un invito a fornire consulenza tecnica rivolte dalla Commissione, l'ESMA ha condotto una consultazione pubblica sulle possibili modifiche delle disposizioni in materia di ricerca contenute nella direttiva delegata (UE) 2017/593, nel contesto della normativa sulle quotazioni. Il documento di consultazione⁵ è stato pubblicato sul sito internet dell'ESMA il 28 ottobre 2024 e la consultazione è rimasta aperta sino al 28 gennaio 2025. L'ESMA ha altresì 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.

Dal 17 dicembre 2025 al 12 gennaio 2026 la Commissione ha consultato il gruppo di esperti del comitato europeo dei valori mobiliari in merito al progetto di direttiva delegata. Sono pervenute tre osservazioni, da cui è emerso un sostegno generale al progetto di proposta.

Dal 4 dicembre 2025 al 1° gennaio 2026 il progetto di direttiva delegata è stato pubblicato sul portale "Legiferare meglio" al fine di raccogliere osservazioni da parte del pubblico su un periodo di quattro settimane, nel rispetto dei principi stabiliti nell'accordo interistituzionale "Legiferare meglio". Sono pervenute dodici osservazioni. I riscontri ricevuti riguardavano principalmente le norme applicabili alla ricerca pagata dalle imprese di investimento attingendo alle proprie risorse e alla ricerca pagata dal conto di pagamento per la ricerca. Alcuni portatori di interessi hanno proposto di rafforzare e integrare nella direttiva delegata le disposizioni relative alla ricerca introdotte dalla direttiva (UE) 2024/2811.

Dopo aver debitamente valutato la questione, la Commissione ha concluso che le prescrizioni in materia di qualità disposte nel progetto di direttiva delegata, che si applicheranno a tutta la ricerca, indipendentemente dalle modalità di pagamento scelte dalle imprese di investimento per i servizi di esecuzione e di ricerca, dovrebbero costituire garanzie sufficienti ad assicurare l'adeguata qualità della ricerca. La Commissione ritiene pertanto che non siano necessarie ulteriori modifiche al progetto di direttiva delegata o che queste non siano in linea con le modifiche di cui alla direttiva (UE) 2024/2811. Inoltre suggerimenti quali l'introduzione dell'obbligo di confrontare la qualità della ricerca fornita da un prestatore con la qualità offerta da altri prestatori di servizi di ricerca sono già stati valutati e scartati dall'ESMA in una fase precedente, in quanto ritenuti eccessivamente onerosi e potenzialmente in grado di creare inutili complessità normative per le imprese di investimento.

finanziari e dei fondi dei clienti, gli obblighi di governance dei prodotti e le regole applicabili per la fornitura o ricezione di onorari, commissioni o benefici monetari o non monetari (GU L 87 del 31.3.2017, pag. 500, ELI: http://data.europa.eu/eli/dir_del/2017/593/oj).

⁵ https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-04/ESMA35-335435667-6290_Technical_advice_to_the_EC_on_amendments_to_the_research_provisions_of_the_MiFID_II_Delegated_Directive_in_the_context_of_the_Listing_Act.pdf.

3. ELEMENTI GIURIDICI DELL'ATTO DELEGATO

LA PRESENTE DIRETTIVA DELEGATA CONTIENE QUATTRO ARTICOLI.

- L'articolo 1 modifica l'articolo 13 della direttiva delegata (UE) 2017/593, stabilendo nuove norme che consentono di pagare congiuntamente o separatamente i servizi di ricerca e di esecuzione in materia di investimenti.
- L'articolo 2 stabilisce il calendario per l'adozione, da parte degli Stati membri, delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative necessarie al recepimento delle nuove norme sancite nella presente direttiva delegata, nonché la loro data di applicazione.
- L'articolo 3 stabilisce il calendario per l'entrata in vigore delle nuove norme sancite nella presente direttiva delegata.
- L'articolo 4 specifica che i destinatari della presente direttiva delegata sono gli Stati membri.

DIRETTIVA DELEGATA (UE) .../... DELLA COMMISSIONE

del 20.2.2026

che modifica la direttiva delegata (UE) 2017/593 per quanto riguarda le condizioni per la prestazione di servizi di esecuzione e di ricerca da parte di terzi alle imprese di investimento che prestano servizi di gestione del portafoglio o altri servizi di investimento o accessori

(Testo rilevante ai fini del SEE)

LA COMMISSIONE EUROPEA,

visto il trattato sul funzionamento dell'Unione europea, in particolare l'articolo 53, paragrafo 1,

vista la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio⁶, in particolare l'articolo 24, paragrafo 13,

considerando quanto segue:

- (1) La direttiva (UE) 2024/2811 del Parlamento europeo e del Consiglio⁷ ha modificato la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio⁸ per rendere i mercati pubblici dei capitali nell'Unione più attraenti per le imprese e facilitare l'accesso delle piccole e medie imprese ai capitali, in particolare promuovendo una maggiore ricerca in materia di investimenti su tali imprese e conferendo loro maggiore visibilità e maggiori prospettive di attrarre potenziali investitori.
- (2) La direttiva (UE) 2024/2811 ha modificato il modo in cui le imprese di investimento possono pagare i servizi di esecuzione e di ricerca prestati da terzi, offrendo loro la possibilità di scegliere se pagare separatamente o congiuntamente tali servizi. Con questa flessibilità si riconosce l'onere amministrativo che l'organizzazione di pagamenti separati per i servizi di esecuzione e di ricerca può rappresentare per talune imprese, che scelgono a quel punto di non prestare o non utilizzare servizi di ricerca, in particolare sulle piccole e medie imprese.
- (3) La direttiva delegata (UE) 2017/593⁹ si limita a specificare gli obblighi associati al pagamento congiunto dei servizi di esecuzione e di ricerca. È necessario rispecchiare il

⁶ GU L 173 del 12.6.2014, pag. 349.

⁷ Direttiva (UE) 2024/2811 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 ottobre 2024, che modifica la direttiva 2014/65/UE per rendere i mercati pubblici dei capitali nell'Unione più attraenti per le imprese e per facilitare l'accesso delle piccole e medie imprese ai capitali, e che abroga la direttiva 2001/34/CE (GU L, 2024/2811, 14.11.2024, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2024/2811/oj>).

⁸ 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 (rifusione) (GU L 173 del 12.6.2014, pag. 349, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/65/oj>).

⁹ Direttiva delegata (UE) 2017/593 della Commissione, del 7 aprile 2016, che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la salvaguardia degli strumenti finanziari e dei fondi dei clienti, gli obblighi di governance dei prodotti e le regole applicabili per la fornitura o ricezione di onorari, commissioni o benefici monetari o non monetari (GU L 87 del 31.3.2017, pag. 500, ELI: http://data.europa.eu/eli/dir_del/2017/593/oj).

fatto che le imprese di investimento sono ormai autorizzate a scegliere se pagare congiuntamente o separatamente per tali servizi e che in entrambi i casi dovrebbero applicarsi gli obblighi in termini di valutazione della qualità della ricerca.

- (4) La flessibilità concessa alle imprese di investimento per quanto riguarda il metodo di pagamento non dovrebbe interferire con l'obbligo che queste hanno di agire in modo onesto, imparziale e professionale per servire al meglio gli interessi dei loro clienti. Tali imprese di investimento dovrebbero pertanto essere tenute a valutare la qualità della ricerca che utilizzano o forniscono per garantire che la ricerca fornita loro da terzi sia di qualità e possa essere utilizzata per contribuire a una migliore decisione di investimento, apportando in tal modo un valore aggiunto per l'investitore finale.
- (5) Le imprese di investimento che hanno usufruito di servizi di ricerca dovrebbero valutarne annualmente la qualità. Per far sì che la ricerca contribuisca efficacemente a una migliore decisione di investimento, in linea con la strategia di investimento applicabile al portafoglio dei clienti, le imprese di investimento dovrebbero effettuare detta valutazione sulla base di solidi criteri di qualità. Qualora la valutazione annuale riveli una carenza in termini di qualità o fruibilità della ricerca o del suo contributo a una migliore decisione di investimento, le imprese di investimento interessate dovrebbero prendere in considerazione l'adozione di misure per porre rimedio alla situazione, tra cui la richiesta al prestatore terzo di servizi di ricerca di migliorare la qualità della ricerca, la cessazione dell'uso o della distribuzione della ricerca di qualità insufficiente o la scelta di un fornitore alternativo di ricerca.
- (6) L'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, istituita dal regolamento (UE) n. 1095/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio¹⁰, è stata consultata per un parere tecnico sulle norme previste dalla presente direttiva delegata.
- (7) Per consentire alle autorità competenti e alle imprese di investimento di adeguarsi ai nuovi obblighi in modo che questi possano essere applicati in modo efficiente ed efficace, la data di recepimento e la data di applicazione della presente direttiva delegata dovrebbero essere allineate rispettivamente alla data di recepimento e alla data di applicazione della direttiva (UE) 2017/593.
- (8) È pertanto opportuno modificare di conseguenza la direttiva delegata (UE) 2017/593,
HA ADOTTATO LA PRESENTE DIRETTIVA:

Articolo 1

Modifiche della direttiva delegata (UE) 2017/593

La direttiva delegata (UE) 2017/593 è così modificata:

- (1) l'articolo 13 è così modificato:
 - (a) il paragrafo 1 è sostituito dal seguente:

"1. Gli Stati membri provvedono affinché le imprese di investimento che gestiscono un conto di pagamento per la ricerca separato di cui all'articolo 24, paragrafo 9 bis, lettera d), punto ii), della direttiva 2014/65/UE soddisfino le seguenti condizioni relative al funzionamento del conto:

¹⁰ 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, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2010/1095/oj>).

- a) il conto di pagamento per la ricerca è finanziato da uno specifico onere per la ricerca a carico del cliente;
 - b) come parte dell'istituzione di un conto di pagamento per la ricerca e della fissazione dell'onere di ricerca d'accordo con i clienti, le imprese di investimento stabiliscono e valutano regolarmente un budget per la ricerca come misura amministrativa interna;
 - c) l'impresa di investimento è ritenuta responsabile del conto di pagamento per la ricerca.";
- (b) è inserito il seguente paragrafo 1 bis:

"1 bis. Gli Stati membri provvedono affinché le imprese di investimento che si avvalgono di un conto di pagamento per la ricerca di cui al paragrafo 1 forniscano ai loro clienti le seguenti informazioni:

- (a) prima di prestare servizi di investimento ai propri clienti, informazioni sull'importo del budget per la ricerca e sull'importo dell'onere per la ricerca stimato per ciascun cliente;
 - (b) informazioni annuali sui costi totali che l'impresa di investimento ha sostenuto per la ricerca da parte di terzi.";
- (c) i paragrafi da 2 a 7 sono sostituiti dai seguenti:

"2. Gli Stati membri assicurano che le imprese di investimento che scelgono di pagare separatamente i servizi di esecuzione e di ricerca e che gestiscono un conto di pagamento per la ricerca di cui al paragrafo 1 forniscano, su richiesta dei clienti o delle autorità competenti, tutti gli elementi seguenti:

- a) un elenco dei prestatori pagati da tale conto di pagamento per la ricerca;
- b) l'importo totale pagato a tali prestatori nell'arco di un determinato periodo;
- c) i benefici e i servizi che l'impresa di investimento ha ricevuto da tali prestatori;
- d) il modo in cui l'importo totale speso dal conto di pagamento per la ricerca si rapporta al budget fissato dall'impresa di investimento per quel periodo, rilevando eventuali rimborsi o riporti qualora permangano fondi residui sul conto.

Ai fini del paragrafo 1, lettera a), gli Stati membri provvedono affinché l'onere per la ricerca stimato:

- (a) si basi solo su un budget per la ricerca fissato dall'impresa di investimento per la ricerca da parte di terzi necessaria alla prestazione di servizi di investimento ai clienti di detta impresa di investimento;
- (b) non sia collegato al volume o al valore delle operazioni eseguite per conto dei clienti.

3. Gli Stati membri assicurano che le imprese di investimento che scelgono di pagare separatamente i servizi di esecuzione e di ricerca e che gestiscono un conto di pagamento per la ricerca di cui al paragrafo 1:

- a) identifichino separatamente e specifichino, per ogni disposizione operativa, l'onere di ricerca a carico del cliente ai fini della sua riscossione;
- b) rispettino pienamente le condizioni di cui ai paragrafi 1 e 1 bis.

4. Gli Stati membri assicurano che le imprese di investimento che scelgono di pagare separatamente i servizi di esecuzione e di ricerca e che gestiscono un conto di pagamento per la ricerca di cui al paragrafo 1 non percepiscano un ammontare complessivo degli oneri di ricerca superiore al loro budget per la ricerca.

5. Gli Stati membri assicurano che le imprese di investimento che scelgono di pagare separatamente i servizi di esecuzione e di ricerca e che gestiscono un conto di pagamento separato per la ricerca di cui al paragrafo 1 concordino con i loro clienti, nell'accordo di gestione o nelle condizioni generali di contratto, l'onere della ricerca come iscritto nel budget dall'impresa di investimento e la frequenza con cui esso sarà dedotto dalle risorse del cliente nel corso dell'anno.

Gli Stati membri provvedono affinché le imprese di investimento incrementino il budget per la ricerca solo dopo aver fornito ai loro clienti informazioni chiare sugli incrementi previsti.

Gli Stati membri assicurano che le imprese di investimento dispongano di una procedura per rimborsare ai clienti eventuali surplus del conto di pagamento per la ricerca al termine di un periodo o per compensarli a fronte del budget per la ricerca e dell'onere calcolato per il periodo successivo.

6. Gli Stati membri assicurano che le imprese di investimento che scelgono di pagare separatamente i servizi di esecuzione e di ricerca e che gestiscono un conto di pagamento per la ricerca di cui al paragrafo 1 siano le uniche responsabili della gestione del budget per la ricerca di cui al paragrafo 1, lettera b).

Gli Stati membri provvedono affinché il budget per la ricerca di cui al paragrafo 1, lettera b), si basi su una valutazione ragionevole della necessità di ricerca da parte di terzi.

Gli Stati membri assicurano che l'assegnazione del budget per la ricerca all'acquisto di ricerca effettuata da terzi sia soggetta ai controlli dell'impresa di investimento e alla supervisione dell'alta dirigenza ritenuti oggettivamente appropriati per garantire che il budget per la ricerca sia gestito e impiegato nel migliore interesse dei clienti dell'impresa di investimento. Gli Stati membri assicurano che tali controlli comprendano una chiara traccia di audit dei pagamenti effettuati ai fornitori della ricerca e delle modalità di determinazione degli importi pagati con riferimento ai criteri di qualità di cui al paragrafo 10, primo comma. Gli Stati membri provvedono affinché le imprese di investimento non impieghino il budget per la ricerca e il conto di pagamento per la ricerca allo scopo di finanziare la ricerca interna.

7. Ai fini del paragrafo 1, lettera c), gli Stati membri assicurano che le imprese di investimento possano delegare a terzi la gestione del conto di pagamento per la ricerca, purché ciò agevoli l'acquisto della ricerca effettuata da terzi e il pagamento destinato ai fornitori della ricerca a nome dell'impresa di investimento, senza indebiti ritardi conformemente alle istruzioni dell'impresa di investimento.";

- (d) il paragrafo 8 è soppresso;
- (e) è aggiunto il seguente paragrafo 10:

"10. Gli Stati membri assicurano che, indipendentemente dalle modalità di pagamento scelte per i servizi di esecuzione e di ricerca, le imprese di investimento basino la loro valutazione annuale della ricerca, prescritta a norma dell'articolo 24, paragrafo 9 bis, lettera c), della direttiva 2014/65/UE, su solidi criteri di qualità che consentano loro di valutare oggettivamente la qualità, la fruibilità, il valore della ricerca e la capacità di questa di contribuire a migliori decisioni di investimento.

Gli Stati membri provvedono affinché le imprese di investimento adottino le necessarie misure correttive qualora dalle valutazioni emerga che la ricerca è carente in termini di qualità, fruibilità, valore o che non contribuisce a una migliore decisione di investimento."

Articolo 2 **Recepimento**

Gli Stati membri adottano e pubblicano entro e non oltre il 5 giugno 2026 le disposizioni legislative, regolamentari e amministrative necessarie per conformarsi alla presente direttiva. Essi comunicano immediatamente alla Commissione il testo di tali disposizioni.

Essi applicano tali disposizioni a decorrere dal 6 giugno 2026.

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.

Gli Stati membri comunicano alla Commissione il testo delle disposizioni fondamentali 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 20.2.2026

Per la Commissione
La presidente
Ursula VON DER LEYEN