

NOUTĂȚILE ADUSE DE MIFID II ȘI IMPACTUL ACESTORA

Barangă Laurențiu Paul*
Autoritatea de Supraveghere Financiară

Rezumat

Noul pachet legislativ MiFID II urmărește creșterea transparenței și eficienței piețelor, limitarea volatilității, sporirea corectitudinii intermediarilor, precum și o piață mai integrată și mai competitivă.

Pentru atingerea acestor obiective MiFID II a adus o serie de noi reguli și cerințe cu scopul de a întări rolul pieței de capital în dezvoltarea economiei U.E., de a adapta reglementările în domeniul serviciilor financiare la noile inovații tehnologice, precum și de a îmbunătăți metodele și tehnicile de protecție a investitorilor.

Toate aceste noutăți aduse de MiFID II vor avea un impact semnificativ la nivelul tuturor participanților la piața de capital, atât în ceea ce privește procesele și sistemele IT folosite intern, cât și în ceea ce privește modalitatea în care aceștia își vor defini pe viitor liniile de afaceri.

Cuvinte cheie: locuri de tranzacționare, protecția investitorilor, servicii financiare

Noutățile aduse de MiFID II

Ca element de noutate, sunt aduse transformări la nivelul pieței de capital, prin favorizarea competiției între diferitele locuri de tranzacționare și prin aducere pe cât posibil a tranzacțiilor financiare realizate în afara locurilor de tranzacționare (tranzacțiile OTC) sub un regim de transparență similar cu cel al tranzacțiilor realizate pe piața reglementată (RM) sau pe sistemele multilaterale de tranzacționare (MTF).

Pentru atingerea acestui scop, MiFID II are în vedere atât tranzacțiile OTC care sunt realizate pe o bază multilaterală, prin intermediul rețelelor de intermediari, cât și a celor care sunt realizate prin utilizarea de către intermediar a propriului capital.

În acest sens, pe lângă cele două locuri de tranzacționare reglementate de MiFID I se mai introduce un nou loc de tranzacționare, denumit sistemul organizat de tranzacționare (OTF) ce are ca scop aducerea în zona reglementată a acelor tranzacții OTC care sunt realizate pe diferite rețele de brokeri care operează în sistem crossing. Prin introducerea OTF se încearcă asigurarea unui cadru concurențial echitabil între tranzacțiile OTC și cele realizate pe locurile de tranzacționare reglementate în ceea ce privește regulile de transparență și tranzacționare, fapt ce va avea impact și asupra modului de realizare a celei mai bune execuții.

* Autor de contact, **Laurențiu Paul Barangă** – barangalp@yahoo.com

De asemenea, pentru a nu se evita pe viitor posibilitatea de constituire a unor rețele de intermediari ca o alternativă la tranzacționarea prin locurile reglementate, administratorii de OTF-uri nu vor mai putea să-și interconecteze platformele de tranzacționare într-un mod care să permită încrucișarea ordinelor ce provin din mai multe sisteme organizate de tranzacționare.

Referitor la operatorii independenți, MiFID II stabilește că este necesară dobândirea acestei calități doar dacă respectiva entitate financiară a realizat în ultimele șase luni un anumit nivel al operațiunilor pe cont propriu, în mod frecvent și sistematic, cu acel tip de instrument financiar, în funcție de existența sau nu a unei piețe lichide, și totodată dacă a înregistrat o anumită cotă din totalul cifrei de afaceri aferente tranzacțiilor cu respectivul tip de instrument financiar.

Referitor la modul de realizare a tranzacțiilor, intermediarii care dețin calitatea de operatori independenți nu trebuie să reunească interesele de vânzare și de cumpărare într-un mod care să permită executarea ordinelor clienților pe o bază multilaterală, deoarece pentru această activitate este necesară o autorizare pentru dobândirea calității de MTF sau OTF.

De asemenea, în vederea înlesnirii accesului la resursele financiare necesare întreprinderilor mici și mijlocii, noul pachet legislativ introduce un nou segment de piață destinat acestei categorii de emitenți. Această subcategorie de MTF va fi o pieță de creștere pentru IMM-uri și va avea un grad adecvat de flexibilitate în evaluarea emitenților eligibili pentru a fi admiși în acest loc de tranzacționare.

Referitor la modul de realizare a tranzacțiilor cu instrumente financiare, MiFID II modifică modul de aplicare a principiului obținerii celei mai bune execuții pentru client prin instituirea obligației în sarcina intermediarilor de „a lua toate măsurile suficiente” în loc de „a lua toate măsurile rezonabile” așa cum era prevăzut în MiFID I. Totodată, în categoria factorilor de execuție este introdus un nou factor pentru acele instrumente financiare care sunt nelichide, respectiv „corectitudinea prețului propus clientului”.

De asemenea, pentru evaluarea modului în care se aplică principiul obținerii celei mai bune execuții pentru client, intermediarii trebuie să-și stabilească o serie de benchmark-uri în funcție de factorii și criteriile avute în vedere la executarea ordinului (ex: cel mai bun preț - cel mai mic preț de cumpărare, cel mai mare preț de vânzare, costuri minime de tranzacționare, cel mai scurt timp de execuție).

Tot cu scopul de a îmbunătăți aplicarea principiului obținerii celei mai bune execuții pentru client, „Politica de executare a ordinelor” trebuie să fie actualizată periodic în funcție de dinamica pieței și a modificărilor apărute la nivelul microstructurii pieței. Astfel, intermediarii trebuie să realizeze periodic o analiză a calității tranzacțiilor încheiate pentru clienți prin folosirea de benchmark-uri și în funcție de rezultatele obținute să-și actualizeze, sau nu, „Politica de executare a ordinelor”.

Totodată, evoluția tehnologică din domeniul IT a facilitat apariția de noi capacități și modele de tranzacționare care au răspuns nevoilor de creștere a vitezei de tranzacționare. Astfel, odată cu dezvoltarea sistemelor de tranzacționare algoritmică și de înaltă frecvență, precum și apariția necesității de acces direct la piață au fost identificate și noi riscuri asociate acestor tipuri de sisteme electronice.

Ca urmare a acestui fapt noile reguli aduse de MiFID II au în vedere reducerea următoarelor categorii de riscuri asociate sistemelor electronice, respectiv: i) riscul de supraîncărcare a sistemelor de tranzacționare din cauza volumului de ordine din ce în ce mare; ii) riscul ca tranzacționarea algoritmică să conducă la o piață dezorganizată datorită apariției de ordine duplicate sau eronate; iii) riscul ca tranzacționarea algoritmică să conducă la o volatilitate mai ridicată în cazul unei reacții excesive a sistemelor la anumite

evenimente/situații din piață; iv) riscul ca tranzacționarea algoritmică și de înaltă frecvență să conducă la distorsiuni asupra lichidității pieței.

De asemenea, datorită nivelului din ce în ce mai integrat al noilor capacități de tranzacționare, routerele de ordine inteligente pot intra în categoria sistemelor de tranzacționare algoritmică deoarece unele dintre acestea, în vederea optimizării proceselor de executare a ordinelor, determină și alți parametri ai ordinelor în afară de cei referitori la locul sau locurile de tranzacționare în care ar trebuie introdus ordinul.

În cazul accesului electronic direct la piață, noua legislație permite acest lucru clienților în limita valorică stabilită de intermediar. Această limită este stabilită în funcție de capacitatea intermediarului de a gestiona riscul de credit al contrapartidei, precum și riscurile operaționale aferente accesului direct la piață al clienților.

Referitor la transparența pre-tranzacționare, MiFID II extinde cerințele aplicabile titlurilor de capital și la alte instrumente financiare. În acest sens, regulile aplicabile acțiunilor admise la tranzacționare pe piețe reglementate vor fi extinse la certificatele de depozit, la unitățile de fond tranzacționate la bursă, la certificatele de emisii, precum și la alte instrumente financiare similare. Aceste noi instrumente financiare sunt tranzacționate în același mod și îndeplinesc un scop economic similar cu cel al acțiunilor admise la tranzacționare pe o piață reglementată.

De asemenea, și în ceea ce privește transparența post-tranzacționare sunt aduse o serie de modificări în vederea asigurării calității datelor privind tranzacțiile financiare, precum și pentru consolidarea acestora cu scopul de a putea oferi investitorilor o imagine de ansamblu asupra tranzacțiilor realizate în U.E., cu un anumit instrument, indiferent de locul, sau sistemul de tranzacționat unde acestea au avut loc. Astfel, MiFID II introduce în sarcina entităților responsabile cu publicarea, raportarea și consolidarea datelor, obligația de a se autoriza

ca:
1) „mecanism de publicare aprobat” (APA), entitate ce publică rapoarte de tranzacționare ale intermediarilor, 2) „mecanism de raportare aprobat” (ARM), entitate ce raportează tranzacțiile către autorități și 3) „furnizor de sisteme centralizate de raportare” (CTP), entitate ce colectează rapoartele de tranzacționare, le consolidează și oferă informații consolidate referitoare la tranzacțiile cu instrumente financiare.

Pentru consolidarea datelor privind tranzacțiile financiare și asigurării transparenței post-tranzacționare, intermediarii furnizează informații privind tranzacțiile realizate către un APA, iar APA-urile transmit informațiile mai departe către un CTP. CTP-urile consolidează informațiile și le pun la dispoziția tuturor participanților la piață. Administratorii locurilor de tranzacționare care sunt direct conectate la un APA transmit informațiile către un CTP.

Totodată, în vederea oferirii investitorilor posibilitatea de a compara intermediarii din punct de vedere al calității executării ordinelor, entitățile financiare vor fi obligate să facă public datele privind activitatea de tranzacționare pe primele cinci locuri de tranzacționare efectiv utilizate în ultimul an.

MiFID II vine și cu cerințe suplimentare referitoare la asigurarea unui grad cât mai ridicat de protecție a investitorilor, cerințe ce au la bază trei principii generale pe care intermediarii trebuie să le adopte în relația cu investitorii, respectiv: i) să acționeze cu onestitate, corectitudine și profesionalism, în concordanță cu cel mai bun interes al clientului, ii) să furnizeze clientului informații adecvate și cuprinzătoare, care să fie corecte, clare și să nu inducă în eroare, iii) să presteze servicii care au în vedere asigurarea unui caracter cât mai adecvat între caracteristicile instrumentului/serviciului financiar și profilul de risc al investitorului sau al pieței țintă. Aceste principii sunt aplicate atât la nivelul serviciilor

financiare care privesc instrumentele financiare „clasice” cât și la nivelul activităților de emisie și distribuție de produse structurate.

Referitor la evaluarea clienților, sunt păstrate categoriile prevăzute de MiFID I, dar sunt aduse câteva modificări privind tratarea municipalităților și a autorităților publice locale ca fiind clienți de retail, cu capacitatea de a deveni clienți profesionali. De asemenea, în funcție de tipul de serviciu de investiții financiar prestat clientului și de tipul instrumentului financiar solicitat, clientul trebuie să furnizeze o serie de informații necesare pentru realizarea anumitor teste.

În acest sens, sunt efectuate teste de oportunitate, pentru a vedea dacă clientul poate înțelege riscurile financiare la care se va expune în eventualitatea efectuării respectivei investiții, și teste de adecvare, pentru a vedea dacă produsele/serviciile sunt adecvate clientului în funcție de nevoile și profilul său de risc. Când consultanța de investiții se referă la un pachet de produse, produsul „ambalat” în ansamblu trebuie să fie adecvat pentru client. Scopul final al celor două teste este de a identifica: “produsul potrivit pentru clientul potrivit”.

În funcție de volumul de informații oferite de client și implicit de posibilitatea realizării sau nu a unuia dintre teste, intermediarul poate oferi acestuia consultanță de investiții urmată de realizarea unor tranzacții, prezentarea instrumentelor financiare urmată de realizarea unor tranzacții sau doar servicii de tranzacționare.

În ceea ce privește activitatea de consultanță pentru investiții, este introdusă cerința privind segregarea conceptului de consultanță independentă și non-independentă, cu scopul de a acorda un grad sporit de protecție clienților. Informația referitoare la tipul de consultanță ce va fi furnizată trebuie adusă la cunoștința clienților la data deschiderii relației contractuale, împreună cu restricțiile aplicabile. De asemenea, pachetul legislativ MiFID II definește un set de parametri care trebuie îndeplinit pentru furnizarea de consultanță independentă.

De asemenea, MiFID II impune intermediarilor un anumit regim de transparență referitor la tarifele practicate pentru serviciul de consultanță pentru investiții și totodată, angajaților acestora, care oferă consultanță, să dețină un anumit nivel de pregătire profesională.

Referitor la activitatea de cercetare de investiții, MiFID II impune condiții mai stricte cu privire la nivelul plăților facute de clienți pentru cercetarea de investiții, obligația utilizării unui cont de plăți dedicat, precum și obligația de a realiza evaluări periodice privind calitatea activității de cercetare.

Nivelul plăților de cercetare și frecvența acestora trebuie să se bazeze pe un buget de cercetare determinat între intermediar și clienții acestuia și nu poate fi legat de volumul/valoarea tranzacțiilor efectuate de clienți. Intermediarii trebuie să evalueze în mod regulat calitatea activității de cercetare, inclusiv capacitatea sa de a contribui la decizii mai bune de investiții și măsura în care aduce beneficii portofoliilor clienților.

În ceea ce privește guvernanța produselor structurate, MiFID II introduce o serie de obligații aplicabile emitentilor și distribuitorilor de astfel de instrumente financiare prin care se urmărește ca produsele oferite să fie cât mai adecvate cu profilul și nevoile clienților care fac parte din piața țintă. Astfel, emitentii și distribuitorii trebuie să depună diligență în vederea menținerii caracterului adecvat pe toată durata de viață a produselor emise și distribuite. De asemenea, MiFID II oferă autorităților competente naționale atribuții cu privire la supravegherea modului în care sunt aplicate regulile de guvernanță aferente produselor financiare de către entitățile financiare în emisia și distribuția acestora.

De asemenea, sunt introduse o serie de restricții privind sistemele de stimulente, recompensele interne și țintele de vânzări pentru personalul implicat. Prin aceste măsuri de evitare a conflictelor de interese, se urmărește obținerea unui comportament responsabil în

afaceri, a unui tratament echitabil pentru toți clienții și totodată, asigurarea celui mai bun interes al clienților.

Impactul noilor cerințe aduse de MiFID II

MiFID II completează reglementările anterioare în vederea acoperirii noilor practici și capacități tehnologice ce au apărut în ultimul deceniu în activitatea de tranzacționare a instrumentelor financiare, emiteri și distribuire de produse financiare, precum și în serviciile financiare.

Aceste noi reguli și cerințe au avut în vedere creșterea nivelului de transparență aferent tranzacțiilor și serviciilor financiare, favorizarea concurenței între diferitele capacități/locuri de tranzacționare, precum și între diferiți intermediari, evitarea conflictului de interese, întărirea protecției investitorilor de retail, precum și deschiderea accesului la piața de capital pentru acei emitenți care nu îndeplineau până acum condițiile de listare. Toate acestea au ca scop final creșterea încrederii investitorilor în piețele de capital, precum și creșterea rolului acestor piețe în dezvoltarea economică a U.E.

Totodată, implementarea acestor noi reguli și cerințe introduse de MiFID II vor impacta participanții la piață la toate nivelele de activitate, conformitate și implicit asupra sistemelor electronice folosite intern. Astfel, intermediarii trebuie a) să-și redefinească liniile de activitate, precum și tehnicile de vânzare a instrumentelor financiare, b) să-și modifice politicile și reglementările interne, c) să asigure o resursă umană mai calificată datorită noilor cerințe de competente profesionale, d) să-și actualizeze sistemele interne de back-office atât pentru asigurarea noilor fluxuri de date și informații necesare a fi făcute public sau de transmis către alte entități, cât și pentru actualizarea testelor de oportunitate, de adecvare și de comparare a produselor oferite e) să-și adapteze capacitățile de tranzacționare la noua arhitectură a pieței și implicit să-și actualizeze modele/parametrii de obținere a celei mai bune execuții, s.a.m.d.

De asemenea, datorită noilor cerințe aduse de MiFID II la nivelul arhitecturii de piață, precum și a inovației financiare, vom asista pe viitor la reorientarea intermediarilor către noile nișe de activități, precum cele de emiteri și distribuire de produse financiare, de operatori independenți sau de administratori de OTF.

Toate aceste modificări necesare implementării noilor cerințe MiFID II vor conduce la eforturi financiare suplimentare pentru intermediari, pe care unii dintre acestia nu vor putea să le susțină și se vor retrage din activitatea de prestare a serviciilor financiare.

În final, datorită nivelului ridicat de detaliu la care sunt reglementate de către MiFID II aspectele privind piețele de instrumente financiare, autoritățile naționale vor mai putea reglementa doar un număr foarte redus de aspecte, fapt ce va contribui la apariția unei piețe de capital unice la nivelul U.E. din punct de vedere al regimului juridic aplicabil. De asemenea, datorită noutăților aduse de MiFID II, implementarea acestui pachet legislativ va conduce la remodelarea pieței de servicii financiare din U.E.

Bibliografie:

- [1] Directiva 2014/65/UE a Parlamentului European și a Consiliului din 15 mai 2014 privind piețele instrumentelor financiare (MiFID II);
- [2] Regulamentul (UE) nr. 600/2014 al Parlamentului European și al Consiliului din 15 mai 2014 privind piețele instrumentelor financiare (MiFIR);
- [3] Regulamentul Delegat (UE) nr. 2017/565 al Comisiei din 25 aprilie 2016 de completare a Directivei 2014/65/UE a Parlamentului European și a Consiliului în ceea ce privește cerințele organizatorice și condițiile de funcționare aplicabile firmelor de investiții și termenii definiți în sensul directivei menționate.