



COMISIA EUROPEANĂ

Bruxelles, 20.10.2011  
SEC(2011) 1227 final

**DOCUMENT DE LUCRU AL SERVICIILOR COMISIEI**

**REZUMAT AL EVALUĂRII IMPACTULUI**

*Care însoțește documentele*

**Propunere de**

**DIRECTIVĂ A PARLAMENTULUI EUROPEAN ȘI A CONSILIULUI**

**Piețele instrumentelor financiare [reformare]**

**și**

**Propunere de**

**REGULAMENT AL PARLAMENTULUI EUROPEAN ȘI AL CONSILIULUI**

**Piețele instrumentelor financiare**

{COM(2011) 656 final}

{SEC(2011) 1226 final}

**DOCUMENT DE LUCRU AL SERVICIILOR COMISIEI**

**REZUMAT AL EVALUĂRII IMPACTULUI**

*Care însoțește documentele*

**Propunere de**

**DIRECTIVĂ A PARLAMENTULUI EUROPEAN ȘI A CONSILIULUI**

**Piețele instrumentelor financiare [reformare]**

**și**

**Propunere de**

**REGULAMENT AL PARLAMENTULUI EUROPEAN ȘI AL CONSILIULUI**

**Piețele instrumentelor financiare**

## 1. DEFINIREA PROBLEMEI

Directiva privind piețele instrumentelor financiare (*Markets in Financial Instruments Directive* - MiFID) stabilește un cadru normativ pentru furnizarea de servicii de investiții în domeniul instrumentelor financiare (de exemplu, brokeraj, consultanță, dealing, administrare de portofoliu, subscriere etc.) de către bănci și societăți de investiții și pentru exploatarea piețelor reglementate de către operatori de piață, inclusiv competențele și sarcinile aferente ale autorităților naționale competente.

Obiectivul general este creșterea gradului de integrare, competitivitate și eficiență a piețelor financiare din UE. MiFID a eliminat posibilitatea ca statele membre să impună desfășurarea tuturor tranzacțiilor cu instrumente financiare pe anumite piețe bursiere și a făcut posibilă concurența liberă între bursele tradiționale și locurile de tranzacționare alternative în întreaga Europă. Directiva a oferit în egală măsură băncilor și societăților de investiții un „pașaport” consolidat pentru furnizarea de servicii de investiții în întreaga UE, cu condiția respectării unor cerințe în materie de organizare și de raportare și a unor reguli complexe concepute pentru a-i proteja pe investitori.

După 3 ani și jumătate, amplificată de progresele tehnologice, ea a condus la o intensificare a concurenței între locurile de desfășurare a tranzacțiilor cu instrumente financiare și la o paletă mai largă de opțiuni pentru investitori în ceea ce privește furnizorii de servicii și instrumentele financiare. În general, costurile aferente tranzacțiilor au scăzut, iar gradul de integrare a crescut. Au apărut însă și anumite probleme.

### 1.1. Lipsa unei concurențe echitabile între piețe și participanții pe piață

Punerea în aplicare a MiFID, combinată cu efectul progresului tehnologic a schimbat în mod radical structura piețelor financiare în întreaga Europă, în special pe piața acțiunilor și a determinat o evoluție a conduitei participanților pe piață, care reflectă aceste schimbări.

În primul rând, deși asigură servicii comparabile cu cele de pe piețele reglementate, MTF-urile pot face practic obiectul unui regim de reglementare și de supraveghere mai puțin strict. În plus, au apărut noi structuri de piață și locuri de tranzacționare, cum ar fi sistemele de încrucișare a ordinelor (*Broker Crossing Systems* - BCS) și platformele de tranzacționare a instrumentelor derivate (*derivatives trading platforms*), care desfășoară activități similare cu cele ale MTF-urilor sau ale internalizatorilor sistematici, fără a face obiectul aceluiași cerințe de reglementare (transparență și protecția investitorilor).

Pe de altă parte, schimbările tehnologice rapide, în special dezvoltarea tranzacționării automatizate (*automated trading*) și a tranzacționării de înaltă frecvență (*high frequency trading* - HFT) provoacă îngrijorări legate de noi riscuri posibile la adresa bunei funcționări a piețelor, cu atât mai mult cu cât nu toți traderii HF fac obiectul procedurilor de autorizare și supraveghere în cadrul tmeiul MiFID.

În al treilea rând, creșterea numărului de tranzacții extrabursiere (*over the counter* - OTC) cu acțiuni a cauzat preocupări în rândul anumitor autorități naționale de supraveghere legate de calitatea formării prețurilor în cadrul schimburilor și de gradul de reprezentativitate al acesteia. În plus, în cadrul G20 s-a căzut de acord în privința transferului tranzacțiilor cu instrumente derivate extrabursiere standardizate pe piețele bursiere sau, după caz, pe platforme electronice de tranzacționare.

## **1.2. Acces dificil la piețele financiare pentru IMM-uri**

Întreprinderile mici și mijlocii se confruntă cu dificultăți și costuri sporite în ceea ce privește mobilizarea de capital pe piețele de acțiuni comparativ cu emitenții mai mari. Aceste dificultăți sunt legate de lipsa de vizibilitate a piețelor IMM-urilor, de absența lichidității pieței pentru acțiunile IMM-urilor și de costurile ridicate ale ofertei publice inițiale.

## **1.3. Lipsă de transparență pentru participanții pe piață**

Au apărut anumite preocupări legate de faptul că regimul de transparență prevăzut de MiFID este insuficient pentru participanții pe piață, atât în ceea ce privește piețele de acțiuni, cât și piețele pe care se tranzacționează alte instrumente decât acțiunile.

În ceea ce privește piețele de acțiuni, creșterea numărului de tranzacții electronice a facilitat producerea de lichiditate „opacă” (*dark liquidity*) și utilizarea ordinelor „opace” (*dark orders*), la care participanții pe piață recurg pentru a reduce la minimum costurile legate de impactul asupra pieței. Cu toate acestea, o creștere a utilizării așa-numitelor „dark pools” ridică probleme de reglementare, deoarece ea poate afecta până la urmă calitatea mecanismelor de descoperire a prețurilor pe piețele „oficiale” („*lit*” *markets*). Participanții pe piață și autoritățile de supraveghere a acestora și-au exprimat preocuparea în legătură cu întârzierile în publicarea rapoartelor de tranzacționare pe piețele de acțiuni.

Pentru piețele unde se tranzacționează alte instrumente decât acțiunile, cerințele de transparență nu sunt prevăzute de MiFID, ci numai la nivel național, fapt ce nu este considerat întotdeauna suficient.

În plus, există problema calității și a formatului informațiilor, precum și a costului perceput pentru informații și a dificultății legate de consolidarea informațiilor. Dacă aceste chestiuni nu sunt rezolvate în totalitate, ele ar putea submina obiectivele generale ale directivei MiFID în materie de transparență, concurență între furnizorii de servicii financiare și protecția investitorilor.

## **1.4. Lipsă de transparență pentru organismele de reglementare și competențe de supraveghere insuficiente în domeniile-cheie**

Este posibil ca prezența crescută a investitorilor financiari pe piețele de mărfuri, în special pe piețe importante ale instrumentelor derivate pe mărfuri de referință (de exemplu piețele petrolului și ale produselor agricole) să fi condus la creșteri ale prețurilor și la o volatilitate excesivă. Pentru instrumentele derivate și în special pentru instrumentele derivate pe mărfuri nu există o supraveghere a pozițiilor și a administrării acestora, care să poată preveni formarea unor piețe dezordonate și prejudiciile la adresa investitorilor. Lipsa de claritate și de coerență a cadrului de reglementare în ceea ce privește certificatele de emisii are un impact negativ asupra integrității pieței și protecției investitorilor pe piața spot secundară a certificatelor de emisii.

Cerințele de raportare existente referitoare la tranzacții nu reușesc să ofere autorităților competente o imagine completă a pieței deoarece domeniul lor de aplicare este prea restrâns (de exemplu, instrumente financiare tranzacționate doar extrabursier nu sunt, în prezent, raportabile) și deoarece ele sunt prea divergente.

Experiența dobândită în special în timpul crizei financiare a demonstrat că există o lipsă de competențe în ceea ce privește interzicerea ori restricționarea tranzacționării sau distribuirii

unui produs ori a unui serviciu în cazul unor evoluții negative sau al unor limitări, precum și în ceea ce privește investigarea sau aplicarea de sancțiuni.

### **1.5. Protecție insuficientă a investitorilor**

Există o serie de dispoziții în actuala Directivă MiFID care au drept rezultat faptul că investitorii nu beneficiază de protecție la un nivel suficient sau adecvat. Consecințele sunt că investitorii pot fi convinși să achiziționeze produse financiare care nu le sunt adecvate sau pot lua decizii investiționale nepotrivite.

În primul rând, există o acoperire inegală a prestatorilor de servicii, iar anumite societăți de investiții și produse (depozitele structurate de exemplu) fie nu sunt reglementate deloc de MiFID, fie sunt reglementate, dar nu suficient de clar.

În al doilea rând, există incertitudini privind unele servicii furnizate investitorilor, cum ar fi domeniul de aplicare al serviciilor care presupun simpla executare, calitatea consultanței pentru investiții sau cadrul pentru stimulente. Pentru acestea din urmă, normele Directivei MiFID referitoare la publicarea stimulentei din partea terților nu s-au dovedit întotdeauna a fi foarte clare sau foarte bine formulate pentru investitori.

În al treilea rând, cazurile de vânzare abuzivă au creat probleme în ceea ce privește furnizarea serviciilor către clienții en gros și clasificarea clienților.

În fine, lipsa datelor privind calitatea executării ar putea compromite capacitatea societății de investiții de a selecta cea mai bună locație pentru executarea unei anumite tranzacții pentru un anumit client.

### **1.6. Anumite aspecte deficitare în domeniile organizării, proceselor, controalelor de risc și ale evaluării participanților pe piață**

Problema prezintă două aspecte principale. În primul rând, rolul insuficient al conducerii și insuficiența mecanismelor organizaționale pentru lansarea de noi produse, operațiuni și servicii, precum și deficiențele în domeniul funcțiilor de control intern, așa cum rezultă din evenimentele recente. În al doilea rând, există o lipsă în materie de cerințe organizaționale specifice în ceea ce privește administrarea portofoliului, subscrierea și plasarea valorilor mobiliare, după cum reiese din numeroasele plângeri din partea clienților înregistrați în diverse state membre.

### **1.7. Obstacole în calea concurenței în cazul infrastructurilor de compensare**

Evoluțiile înregistrate de modul în care locurile de tranzacționare din UE se conectează cu furnizorii de servicii de compensare au pus în evidență și au avut ca rezultat o serie de obstacole în calea unei concurențe transfrontaliere reale. În timp ce avantajele și calitățile platformelor de compensare și tranzacționare integrate pe verticală, pe de o parte, și ale caselor de compensare orientate pe orizontală, care oferă servicii mai multor platforme de tranzacționare, pe de altă parte, continuă să fie dezbătute, aceste obstacole au împiedicat concurența la nivel paneuropean în ceea ce privește platformele de tranzacționare deschise de MiFID.

## **2. ANALIZA SUBSIDIARITĂȚII**

Majoritatea aspectelor abordate în cadrul revizuirii sunt acoperite la ora actuală de acquis și de MiFID. În plus, piețele financiare au un caracter transfrontalier intrinsec care devine tot mai pronunțat. Piețele internaționale necesită norme internaționale în cea mai mare măsură posibilă. Condițiile conform cărora societățile și operatorii pot concura în acest context, fie că este vorba de norme privind transparența pre și post-tranzacționare, protecția investitorilor sau evaluarea și controlul riscurilor de către participanții pe piață, trebuie să fie comune tuturor statelor membre și reprezintă astăzi punctul central al cadrului MiFID. În unele domenii, acolo unde directiva o permite, statele membre au introdus deja cerințe mai stricte. Aceasta înseamnă însă că statele membre au abordat problemele doar în interiorul granițelor proprii. Acțiunile necoordonate nu ar conduce nici la condiții concurențiale echitabile, nici la niveluri egale de protecție a investitorilor sau de integritate a pieței. Este nevoie să se acționeze la nivel european pentru a se modifica și actualiza cadrul de reglementare prevăzut de MiFID, astfel încât să se țină cont de evoluțiile înregistrate de piețele financiare de la implementarea sa.

La rândul său, Autoritatea Europeană pentru Valori Mobiliare și Piețe (AEVMP) trebuie să joace un rol esențial în implementarea noilor propuneri legislative. Unul dintre obiectivele creării unei autorități europene este acela de a continua ameliorarea funcționării pieței unice a valorilor mobiliare; sunt necesare noi norme la nivelul Uniunii pentru a conferi AEVMP toate competențele necesare.

## **3. OBIECTIVE**

În lumina analizei problemei enunțate mai sus, obiectivele generale ale revizuirii cadrului MiFID sunt consolidarea încrederii investitorilor, reducerea riscului apariției unor perturbări ale pieței și diminuarea riscurilor sistemice, sporirea eficienței piețelor financiare și reducerea totodată a costurilor inutile suportate de participanți.

Pentru realizarea acestor obiective generale, este necesară îndeplinirea următoarelor obiective specifice de politică:

- (1) asigurarea unor condiții de concurență echitabile între participanții pe piață;
- (2) sporirea transparenței pentru participanții pe piață;
- (3) consolidarea competențelor autorităților de reglementare în domenii-cheie și a transparenței față de acestea și o mai bună coordonare la nivel european;
- (4) creșterea nivelului de protecție a investitorilor;
- (5) soluționarea deficiențelor organizatorice și a aspectelor legate de lipsa controlului și de asumarea de către societățile de investiții și operatori a unor riscuri excesive.

## **4. OPȚIUNI DE POLITICĂ**

Opțiunile de politică avute în vedere în cadrul procesului de revizuire sunt extrem de numeroase.

Pentru primul obiectiv general, opțiunile acoperă reglementarea adecvată a tuturor structurilor de piață, luând în calcul nevoile participanților mai mici, cum ar fi IMM-urile, precum și noile tehnologii de tranzacționare. Aceasta include consolidarea unor aspecte diverse ale cadrului de reglementare al locurilor de tranzacționare existente, cerințe privind autorizarea și posibilitatea de a crea o nouă categorie de loc de tranzacționare, denumită sistem organizat de tranzacționare (*Organised Trading Facility* - OTF) care s-ar aplica acelei părți a tranzacțiilor cu acțiuni care se desfășoară în prezent prin intermediul sistemelor de încrucișare a ordinelor (BCS), precum și tranzacționării de instrumente derivate, în diferite formate. În ceea ce privește IMM-urile, cele două opțiuni selectate sunt fie introducerea unui regim adaptat pentru piețele IMM-urilor, fie promovarea unei inițiative a sectorului vizând mărirea vizibilității acestor piețe. Din punct de vedere tehnologic, se pune accentul pe un control sporit al utilizatorilor acestor sisteme, precum și pe modul în care aceștia accesează piețele.

În privința celui de-al doilea obiectiv general, opțiunile de mărire a transparenței tranzacțiilor includ modificarea cerințelor actuale referitoare la acțiuni și crearea unor noi cerințe, în formate diferite, pentru restul piețelor. În plus, sunt avute în vedere mai multe opțiuni vizând reducerea costurilor datelor de piață și îmbunătățirea accesului la aceste date printr-un serviciu centralizat de raportare.

Pentru cel de-al treilea obiectiv, competențele autorităților de reglementare ar putea fi consolidate prin instituirea unor măsuri diverse, cum ar fi un regim de autorizare pentru activitățile noi, un sistem de administrare și consolidare a pozițiilor prin diverse modalități prevăzute de regimul de sancționare. Armonizarea condițiilor aplicabile regimului terților ar putea fi realizată prin diverse mijloace legale; în același timp, sunt prezentate mai multe opțiuni vizând lărgirea sferei de raportare a tranzacțiilor și îmbunătățirea canalelor de raportare utilizate în acest scop. Un domeniu care se bucură de o atenție deosebită este cel al piețelor instrumentelor derivate pe mărfuri, unde sunt instituite diverse mecanisme pentru a controla mai eficient volatilitatea, precum și activitățile actorilor de pe aceste piețe.

În ceea ce privește cel de-al patrulea obiectiv, consolidarea protecției investitorilor este vizată din mai multe opțiuni axate pe domenii specifice de servicii, cum ar fi consilierea în materie de investiții sau produsele complexe, pentru care ar putea fi aplicate un cadru mai strict și cerințe sporite în materie de informații.

Ultimul obiectiv ar putea fi abordat prin diverse politici vizând consolidarea guvernancei corporative, cerințe mai stricte privind organizarea de servicii specifice cum ar fi administrarea portofoliului, precum și un regim mai armonizat în ceea ce privește înregistrarea convorbirilor telefonice și cea a datelor electronice.

## **5. EVALUAREA IMPACTULUI OPȚIUNILOR PREFERATE**

Diversele opțiuni strategice au fost evaluate în funcție de criteriul eficienței și al eficacității lor în ceea ce privește atingerea obiectivelor vizate. Compararea opțiunilor de politică a dus la următoarele concluzii:

Pentru primul obiectiv general, opțiunea preferată principală este crearea regimului OTF, care a trei obiective: (i) instituirea unui cadru de reglementare corespunzător pentru sistemele BCS pe piețele de acțiuni, (ii) instituirea unui cadru de reglementare adecvat pentru diferitele tipuri de sisteme de tranzacționare care nu sunt reglementate în prezent ca locuri de tranzacționare și (iii) crearea unui cadru care să fie suficient de dinamic pentru a putea acoperi viitoarele sisteme de tranzacționare și soluțiile care ar putea apărea în viitor. Cea de-a doua soluție

preferată este continuarea reglementării societăților care efectuează tranzacții automatizate, precum și a operatorilor înșiși, în special în ceea ce privește gestionarea riguroasă a riscului și furnizarea de garanții operaționale. S-a renunțat la o serie de opțiuni care ar fi restrâns activitatea de tranzacționare de înaltă frecvență (*high frequency trading* - HFT), având efecte negative asupra lichidității pieței, cum ar fi de exemplu impunerea unei perioade minime în care ordinele trebuie să figureze în carnetul de ordine. În ceea ce privește IMM-urile, s-a renunțat la inițiativa sectorului, deoarece a fost considerată prea costisitoare față de avantajele sale potențiale limitate.

Pentru cel de-al doilea obiectiv, opțiunea preferată este o combinație a simplificării regimului de transparență existent pe piețele de capital cu introducerea unui regim de transparență adaptat care va fi calibrat pentru fiecare tip de instrumente financiare incluse, altele decât acțiunile (adică piețele obligațiunilor și cele ale instrumentelor derivate). Această combinație ar trebui să creeze un echilibru corect între transparență și lichiditate.

Referitor la competențele autorităților de reglementare și coerența practicilor de supraveghere, opțiunea privilegiată principală este o combinație a posibilității de a interzice noi servicii și produse cu instituirea unui sistem de administrare a pozițiilor. Acest fapt va spori competențele autorităților de reglementare, permițându-le abordarea situațiilor de risc la adresa protecției investitorilor, de stabilitate a pieței sau de risc sistemic. În plus, consolidarea cooperării dintre autoritățile de reglementare ale piețelor de mărfuri fizice și financiare va contribui la crearea unor piețe ale instrumentelor derivate pe mărfuri mai ordonate și mai stabile.

În ceea ce privește transparența față de autoritățile de reglementare, calea preferată este combinarea extinderii domeniului de aplicare al raportării tranzacțiilor cu raportarea consolidată prin instituirea unor mecanisme de raportare aprobate (*Approved Reporting Mechanisms* - ARM), fapt care va permite o monitorizare mai extinsă a piețelor de către autoritățile de reglementare, conducând la o integritate sporită a pieței.

Pe piețele instrumentelor derivate pe mărfuri, un nou sistem de raportare a pozițiilor, cu o revizuire a derogărilor de care beneficiau unii traderi de mărfuri, va mări transparența atât față de autoritățile de reglementare, cât și față de public, permițând o mai bună evaluare a impactului afluxului de investiții financiare asupra mecanismului de formare a prețurilor și asupra volatilității acestora.

În sfârșit, extinderea aplicării MiFID la tranzacționarea certificatelor de emisii pe piața spot secundară va asigura o reglementare și o supraveghere corespunzătoare a pieței spot a carbonului și va asigura coerența din punct de vedere al cadrului de reglementare între piețele fizice și cele ale instrumentelor derivate, precum și între piețele primară și secundară.

Cât privește cel de-al patrulea obiectiv, opțiunile selectate vor extinde în primul rând domeniul de aplicare al regulamentului la produse, servicii și furnizori și vor întări protecția investitorilor, prin asigurarea unei acoperiri corespunzătoare a furnizorilor de servicii de investiții (de exemplu, micile firme de consultanță pe probleme de investiții, scutite în prezent în temeiul MiFID, vor trebui să se supună unor norme naționale de conduită similare) și a produselor (de exemplu a depozitelor structurate). În plus, lista de produse complexe care pot fie vândute doar prin executare va fi limitată, iar cerințele în materie de informații către clienți vor fi consolidate. S-a renunțat la opțiunea de a elimina complet regimul simplei executări, deoarece s-a considerat că ar avea prea multe efecte negative și ar fi prea costisitoare pentru anumite categorii de clienți cu bune cunoștințe financiare. De asemenea, calitatea consultanței



de investiții ar fi îmbunătățită prin specificarea condițiilor referitoare la furnizarea de consultanță independentă. În final, interzicerea stimulentei pentru consultanța independentă în materie de investiții și pentru administrarea portofoliului va elimina conflictul inerent de interese al societăților care furnizează aceste servicii, conducând la o mai bună calitate a serviciilor pentru investitori.

În privința ultimului obiectiv, opțiunea preferată este o combinație între întărirea rolului directorilor de societăți, în special în ceea ce privește funcțiile de control intern și cerințele organizaționale specifice legate de administrarea și subscrierea portofoliului, care reprezintă domenii-cheie pentru protecția investitorilor și integritatea pieței, contribuind în același timp la un cadru mai coerent în Europa. Introducerea unei noi funcții interne separate pentru soluționarea reclamațiilor clienților a fost însă eliminată, fiind considerată prea costisitoare și prea inflexibilă.

## **6. MONITORIZARE ȘI EVALUARE**

Comisia va monitoriza modul în care statele membre aplică modificările propuse în cadrul inițiativei legislative privind piețele instrumentelor financiare. Consecințele aplicării măsurii legislative ar putea fi evaluate la trei ani de la data transpunerii acestei măsuri, în contextul unui raport adresat Consiliului și Parlamentului European. El s-ar putea baza pe diferite rapoarte de evaluare a impactului în practică al diferitelor măsuri de reglementare prevăzute mai sus.