



Trasparenza. Trasparenza. Trasparenza. È questa la parola che ricorre più frequentemente in tutte le discussioni su MiFID II, una parte importante dell'onda normativa che è stata imposta all'industria finanziaria internazionale dall'inizio della crisi finanziaria globale. Infatti, se gli obiettivi fissati dalla nuova direttiva possono dirsi raggiunti, le conseguenze sono in divenire.

I dubbi che sono stati espressi sulla fattibilità di procedere con l'implementazione alla data prevista stanno traducendosi nella larga condivisione della necessità di disporre di più tempo per prepararsi. Martin Merlin, un direttore del dipartimento, la mattina del 10 novembre ha detto ai legislatori dell'Unione europea che l'istituzione di "un parere preliminare tecnico dice che un ritardo è necessario" rispetto alla data di decorrenza prevista per il 3 gennaio 2017.

"Forse l'approccio più semplice e giuridicamente corretto sarebbe quello di ritardare l'intero pacchetto di un anno" ha detto Merlin durante l'audizione al Comitato per gli affari economici e monetari del Parlamento europeo.

Quale risposta al commento di Merlin, un portavoce dell'Autorità britannica sulla condotta finanziaria ha detto che è compito della Commissione, del Consiglio e del Parlamento europeo prendere una decisione sul rinvio dell'implementazione di tutta o di una parte della normativa, e non delle autorità nazionali competenti.

Prima di questo scambio, era diventato sempre più chiaro che l'industria sentiva che ci sarebbe stato bisogno di più tempo. Molti dettagli vitali sono ancora indefiniti e irrisolti e l'industria finanziaria non può costruire soluzioni efficaci basandosi su ipotesi. L'industria ha bisogno di fatti concreti per sviluppare con successo le nuove infrastrutture richieste dalla MiFID, efficientandone i costi.

È quasi impossibile sovrastimare l'ampiezza e la profondità di MiFID II, che si propone di estendere le disposizioni e le tutele della MiFID originale in materia di azioni agli altri tipi di investimento. La MiFID II scorre su migliaia e migliaia di fitte pagine che mettono a dura prova e superano le capacità di comprensione del cervello umano.

Un recente studio, condotto da SGSS sull'implementazione normativa presso molti gestori di attivi europei, identifica la MiFID II come il cambiamento più importante in agenda nei pensieri dei clienti e come la voce dominante nei criteri di spesa per il 2016, seguito a distanza da UCITS V. Le sedi di negoziazione dovranno implementare nuovi e invasivi sistemi e controlli per adempiere ai requisiti di trasparenza. I soci delle sedi di negoziazione dovranno considerare l'impatto del nuovo regime di trasparenza da applicare alle proprie attività di trading.

Questo breve articolo è un tentativo di sciogliere il nodo gordiano rappresentato dalla MiFID II. Si propone di sintetizzare e spiegare i principali impatti della Direttiva sull'industria finanziaria, di evidenziare i problemi creati dall'incertezza che genera e di argomentare il caso allo scopo di posticipare l'implementazione.

C'è una semplice ragione che spiega la difficoltà di comprendere e penetrare la MiFID II: ha una natura estremamente frammentata. Mentre la direttiva originaria copriva solo le azioni, la versione successiva amplia la prospettiva su obbligazioni, derivati, commodity e prodotti strutturati, mentre il regolatore spinge affinché sempre più classi di attivi siano scambiati su sedi formalmente riconosciute. L'intento omnicomprensivo di racchiudere così tanti aspetti di così vari argomenti in un unico testo normativo comporta che esso sia complicato e complesso.

Su chi impatta in termini di buy-side?

La MiFID II riguarda i venditori di fondi. Riguarda i gestori di fondi. Riguarda i consulenti di investimento. Riguarda le banche private. Riguarda infine anche gli investitori.

Gli elementi chiave in tema di trasparenza includono le commissioni per la reportistica di dettaglio e maggiori controlli sulle negoziazioni. In materia di marketing e distribuzione, un cambio epocale sul metodo attraverso il quale i consulenti finanziari e i gestori di portafoglio sono retribuiti comporterà l'introduzione di modifiche ai modelli di distribuzione consolidati.

Nella governance dei prodotti, verrà data maggiore enfasi all'idoneità del singolo prodotto per il singolo investitore, non solo in funzione delle sue esigenze attuali ma anche dei suoi bisogni futuri. I requisiti rafforzati sulla raccolta della documentazione minacciano di essere un vero incubo logistico e di richiedere ingenti investimenti informatici.

Estensione della best execution

La MiFID II rafforza i requisiti sulla best execution della direttiva originaria e ne amplia lo spettro ben oltre le azioni e le obbligazioni. La MiFID I prevedeva le "condizioni più favorevoli per il cliente". La MiFID II estende il concetto per includere il prezzo, i costi di transazione complessivi, la velocità della transazione (inteso come tempo intercorrente tra il momento di ricezione dell'ordine da parte della sede di negoziazione e l'esecuzione dell'ordine) e la probabilità di una transazione di andar a buon fine con i parametri espressi nell'ordine.

Le nuove regole sulla best execution includono un report di qualità sull'execution qualora l'ordine sia trasmesso collettivamente per strumento finanziario, sede di esecuzione o tipo di ordine. Qualunque motivo possa aver influenzato l'istituzione finanziaria a eseguire l'ordine su una specifica sede deve essere incluso, come incentivi, interessenze partecipative, relazioni giuridiche o di controllo (capogruppo-controllata), sconti, ecc. Queste sono le principali disposizioni comprese in MiFID II: tutto dev'essere trasparente, giustificato e divulgato.

Interruzione della distribuzione

Uno dei principali cambiamenti sarà probabilmente introdotto nel marketing e nella distribuzione, a seguito delle nuove regole proposte in materia di remunerazione. I soci delle reti distributive che tradizionalmente hanno ricevuto incentivi finanziari dai gestori di fondi o altri emittenti di strumenti

finanziari dovranno essere remunerati con qualche altro metodo. Dovranno decidere se essere indipendenti, o legati alla promozione di specifici fondi. Questo cambierà completamente il modello distributivo, impattando sia le strutture che i costi.

In questo nuovo scenario, il pricing e l'allocazione dei costi per la ricerca potrebbe anche diventare complicato sia per i venditori che per gli acquirenti; se così fosse, molti contratti dovrebbero essere rivisti. La ricerca dovrà essere pagata in qualche modo, e questo aumenterà i costi totali di investimento. Se l'importo disponibile agli investitori per la ricerca si riduce, se la qualità della ricerca che fanno si riduce, se la concorrenza nel fornire ricerca si riduce, questo potrebbe incrementare i rischi di investimento.

Tali potenziali vincoli favoriscono lo sviluppo di nuovi modelli distributivi per la ricerca. Un modello emergente è la piattaforma RSRCHX. Questo marketplace online, lanciato nel settembre 2015, dichiara di ospitare la ricerca di aziende specializzate in diversi settori come commodity, retail online europeo, spedizioni internazionali, approfondimenti su fusioni e acquisizioni, video gaming, macroeconomia cinese, tecnologia wireless domestica, flussi di liquidità globale e fintech. RSRCHX pretende ora di offrire migliaia di note di ricerca prezzate in maniera trasparente e disponibili per acquisti singoli o in forma di abbonamenti.

Proliferazione di dati

Anche al reporting sulle transazioni verrà chiesto molto di più. La MiFID II richiede, su tutta la catena, una mole quadruplicata di informazioni nei diversi campi rispetto alla direttiva che sviluppa. Le informazioni richieste per compilare questi nuovi campi sono molto granulari, ad esempio includono la chiara identificazione dei soggetti e degli algoritmi informatici all'interno della società di investimenti responsabili di qualunque decisione di investimento. La MiFID II impone anche un obbligo in capo alle società che ricevono e trasmettono gli ordini, ma non li eseguono.

Una maggiore trasparenza può essere positiva per gli investitori, ma un potenziale risvolto negativo di questa proposta rafforzativa viene dal suo potenziale impatto negativo sulla liquidità nei mercati meno liquidi.

La reportistica diventerebbe più costosa e non tutti potrebbero essere in grado di far fronte a queste maggiori richieste. Le imprese di investimento dovranno registrare le telefonate e le comunicazioni elettroniche e verbalizzare gli incontri relativi alla ricezione e alla trasmissione degli ordini, dell'esecuzione per conto dei clienti e della negoziazione per conto proprio.

Le registrazioni dovranno essere conservate per cinque anni in luogo degli attuali sei mesi, e potenzialmente fino a sette anni, se richiesto dalle Autorità nazionali competenti. La conservazione di milioni di verbali di incontri e di registrazioni di telefonate per cinque anni è un compito davvero di enorme portata. Per ogni distributore di fondi in Europa, tenere traccia delle migliaia di transazioni e dati dei clienti disseminati nei vari paesi non sarà cosa semplice.

Sfumatura dei confini

La MiFID II sfumerà i confini tra gli investitori istituzionali e la clientela al dettaglio e la protezione di cui godranno. Nel nuovo scenario, con cliente al dettaglio si intenderà chiunque non sia un investitore professionale; questa definizione corretta del mondo "retail" include fondi pensioni

governativi locali, clienti private con somme significative di investimenti ma anche le famose “municipality”.

In conclusione: Cosa succede dopo?

La MiFID II sta per arrivare ed è molto diversa dalla MiFID I. È più ampia nel perimetro di applicazione e sfiderà le capacità dell'industria finanziaria di creare e dispiegare in tempo utile soluzioni concrete alla tante implementazioni richieste. Chi vi è coinvolto si appresta a compiere uno sforzo erculeo per prepararsi.

Tuttavia, contrariamente ad alcune previsioni catastrofiste, l'industria non sarà sopraffatta. I principali gestori patrimoniali avranno già effettuato delle valutazioni di impatto e avranno già un'idea di cosa devono fare. Il prossimo passo consiste nel procedere da questo punto di partenza verso lo sviluppo e il lancio di un vero e proprio piano progettuale appena le principali specifiche tecniche saranno pubblicate.

I progressi non si faranno isolandosi. L'industria ha bisogno di lavorare d'intesa per essere pronta a consegnare al mercato la struttura, la trasparenza, e la tutela degli investitori poste come obiettivo. I regolatori e gli investitori, da parte loro, hanno bisogno di riconoscere che ogni rafforzamento della trasparenza comporta grandi complessità, che significano maggior costi, incluso quelli di riduzione della liquidità.

Ma, come già detto, non ci si può aspettare che l'industria sviluppi soluzioni basandosi su ipotesi. L'industria ha bisogno di maggior chiarezza per raggiungere gli obiettivi chiave della MiFID II.