EVROPSKÁ KOMISE

V Bruselu dne 20.10.2011
SEK(2011) 1227 v konečném znění

**PRACOVNÍ DOKUMENT ÚTVARŮ KOMISE**

**SHRNUTÍ POSOUZENÍ DOPADŮ**

***Průvodní dokument k***

**návrhu**

**SMĚRNICE EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY**

**Trhy finančních nástrojů [přepracované znění]**

**a**

**návrhu**

**NAŘÍZENÍ EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY**

**Trhy finančních nástrojů**

{KOM(2011) 656 v konečném znění}
{SEK(2011) 1226 v konečném znění}

**PRACOVNÍ DOKUMENT ÚTVARŮ KOMISE**

**SHRNUTÍ POSOUZENÍ DOPADŮ**

***Průvodní dokument k***

**návrhu**

**SMĚRNICE EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY**

**Trhy finančních nástrojů [přepracované znění]**

**a**

**návrhu**

**NAŘÍZENÍ EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY**

**Trhy finančních nástrojů**

## 1. VYMEZENÍ PROBLÉMU

Směrnice o trzích finančních nástrojů (MiFID) stanoví regulační rámec pro poskytování investičních služeb v oblasti finančních nástrojů (jako je makléřství, poradenství, obchodování, správa portfolia, upisování atd.) bankami a investičními podniky a pro provozování regulovaných trhů jejich organizátory, s vymezením pravomocí a povinností příslušných orgánů členských států.

Ústředním cílem je posílit integraci, zvýšit konkurenceschopnost a efektivitu finančních trhů EU. Směrnice zrušila možnost členských států vyžadovat, aby se veškeré obchodování s finančními nástroji uskutečňovalo na konkrétních burzách cenných papírů, a umožnila celoevropskou volnou soutěž mezi tradičními burzami a alternativními místy obchodování. Udělila také bankám a investičním podnikům rozšířené „oprávnění“ poskytovat investiční služby v celé EU pod podmínkou, že budou plnit organizační a informační povinnosti a zajistí komplexní ochranu investorů.

S přispěním technického pokroku dosáhla tato směrnice po 3,5 letech zvýšení konkurence mezi místy při obchodování s finančními nástroji a vedla k nárůstu možností, jež mají investoři k dispozici při výběru poskytovatelů služeb a finančních nástrojů. Celkově se náklady na transakce snížily a integrace se zvýšila. Byly však zjištěny některé problémy.

### 1.1. Nerovné podmínky mezi trhy a účastníky trhu

Provádění směrnice MiFID spolu s dopadem technického pokroku dramaticky změnily strukturu finančních trhů v Evropě, zejména v oblasti obchodování s akciemi, a vedly ke změně chování účastníků trhu ve snaze reagovat na tento vývoj.

Za prvé, ačkoliv mnohostranné systémy obchodování (MTF) poskytují srovnatelné služby jako regulované trhy, mohou v praxi podléhat méně přísnému režimu regulace a dohledu. Vznikla rovněž nová místa obchodování a nové tržní struktury, jako jsou platformy křížení příkazů zadaných makléři a platformy pro obchodování s deriváty, které vykonávají podobné činnosti jako MTF nebo systematické internalizátory, aniž by podléhaly stejným regulačním požadavkům (v oblasti transparentnosti a ochrany investorů).

Rychlé technologické změny, zejména růst automatického obchodování a vysokofrekvenčního obchodování (HFT), vyvolávají také obavy z možných nových rizik pro řádné fungování trhů, tím spíše, že ne všichni obchodníci zabývající se vysokofrekvenčním obchodováním podléhají povolení a dohledu podle směrnice MiFID.

Za třetí, růst obchodování s akciemi na mimoburzovních trzích (OTC) vyvolal u některých vnitrostátních orgánů dohledu obavy ohledně kvality tvorby cen na burzách a její reprezentativní povahy. Skupina G20 dále souhlasila s tím, že obchodování se standardizovanými mimoburzovními deriváty má být tam, kde je to vhodné, převedeno na burzy, případně na elektronické platformy obchodování.

### 1.2. Obtíže malých a středních podniků s přístupem na finanční trhy

Při získávání kapitálu na akciových trzích čelí malé a střední podniky větším obtížím a nákladům než větší emitenti. Tyto obtíže souvisejí s malou viditelností trhů malých a středních podniků, nedostatečnou tržní likviditou akcií malých a středních podniků a vysokými náklady spojenými s prvotní veřejnou nabídkou akcií.

### 1.3. Nedostatečná transparentnost pro účastníky trhu

Vyskytly se jisté obavy, že režim transparentnosti, který byl nastaven ve směrnici MiFID, je pro účastníky trhu na akciových i na neakciových trzích nedostatečný.

Pokud jde o akciové trhy, růst elektronického obchodování umožnil vytváření anonymní likvidity a používání netransparentních příkazů, jejichž pomoci se účastníci trhu snaží minimalizovat náklady spojené s fungováním trhu. Širší používání anonymních obchodních platforem však vyvolává obavy v oblasti regulace, neboť může v konečném důsledku ovlivnit kvalitu mechanismu stanovení cen na „transparentních“ trzích. Účastníci trhu i orgány dohledu vyjádřili znepokojení nad časovými prodlevami při zveřejňování zpráv o obchodování na akciových trzích.

Pokud jde o neakciové trhy, požadavky na transparentnost nejsou směrnicí MiFID pokryty a jsou regulovány pouze na úrovni jednotlivých členských států; tyto požadavky nejsou vždy považovány za dostačující.

K tomu se přidává otázka kvality a formátu informací a také otázka ceny, která je za takové informace účtována, a obtížnosti tyto informace konsolidovat. Nebudou-li tyto otázky plně vyřešeny, mohly by ohrozit ústřední cíle směrnice MiFID v oblasti transparentnosti, hospodářské soutěže mezi poskytovateli finančních služeb a ochrany investorů.

### 1.4. Nedostatečná transparentnost pro regulační orgány a nedostatečné pravomoci dohledu v klíčových oblastech

Zvýšená přítomnost finančních investorů, zejména na některých klíčových referenčních trzích s komoditními deriváty (např. na ropných a zemědělských trzích) může na komoditních trzích vést k přílišnému nárůstu cen a jejich přílišným výkyvům. U derivátů a zejména u komoditních derivátů neexistuje dohled nad pozicemi a jejich správou, který by mohl zabránit narušení trhů a poškození investorů. Ne zcela jasný a nedostatečně důsledný regulační rámec pro obchodování s emisními povolenkami má negativní dopad na integritu trhu a na ochranu investorů na promptním druhotném trhu s emisními povolenkami.

Stávající požadavky ohledně podávání informací o transakcích neposkytují příslušným orgánům úplnou představu o trhu, protože jejich oblast působnosti je příliš úzká (např. finanční nástroje obchodované pouze na mimoburzovních trzích v současnosti oznamovací povinnosti nepodléhají) a protože jsou tyto požadavky příliš rozdílné.

Zkušenosti, zejména z období finanční krize, ukázaly, že neexistují dostatečné pravomoci zakázat nebo omezit obchodování s některým produktem či službou nebo jejich distribuci v případě nepříznivého vývoje nebo jiných omezení, a nedostatečné jsou také vyšetřovací pravomoci nebo sankce.

### 1.5. Nedostatečná ochrana investorů

Některá ustanovení stávající směrnice MiFID vedou k tomu, že investorům není poskytnuta dostatečná nebo odpovídající úroveň ochrany. V důsledku toho mohou být investorům nesprávně prodávány finanční produkty, které pro ně nejsou vhodné, nebo mohou přijímat investiční rozhodnutí, která nejsou optimální.

Za prvé, u některých investičních podniků a u některých produktů, například strukturovaných depozitů, se ustanovení směrnice MiFID vztahují na poskytovatele služeb různou měrou,

nevztahují se vůbec nebo nejsou dostatečně jasná.Za druhé, panují nejistoty ohledně některých služeb poskytovaných investorům, jako je rozsah služeb pouhého provádění operací, kvalita investičního poradenství nebo rámec pro pobídky. Pokud jde o posledně jmenovaný bod, ukázalo se, že pravidla směrnice MiFID pro vyjádření záměru třetích stran nejsou investorům vždy zcela jasná nebo dobře srozumitelná.

Za třetí, případy nesprávných prodejů vyvolaly otázky týkající se poskytování služeb profesionálním klientům a klasifikace klientů.

A konečně, nedostatek údajů o kvalitě uskutečňovaných obchodů by mohl ovlivnit schopnost investičních podniků zvolit nejlepší možné místo obchodování pro uskutečnění obchodu ve prospěch klienta.

### 1.6. Nedostatky v některých oblastech organizace, postupů, kontroly rizik a hodnocení účastníků trhu

Problém má dvě hlavní dimenze. První je nedostatečná úloha ředitelů a nedostatečné organizační uspořádání pro zavádění nových produktů, operací a služeb a objevují se nedostatky ve vnitřních kontrolních funkcích, což ukázaly nedávné události. Druhou jsou nedostatečné konkrétní organizační požadavky na správu portfolia, upisování a umisťování cenných papírů, což odhalily četné stížnosti klientů registrovaných v různých členských státech.

### 1.7. Překážky v systémech zúčtování bránící hospodářské soutěži

Způsob fungování spojení mezi místy obchodování v EU a poskytovateli zúčtovacích služeb odhalil a vyvolal řadu překážek bránících účinné přeshraniční hospodářské soutěži. I nadále se diskutuje o přednostech a relativních výhodách, na jedné straně vertikálně integrovaných platforem obchodování a zúčtování a na druhé straně horizontálně orientovaných zúčtovacích center, jež poskytují služby více obchodním platformám, avšak tyto překážky brzdí celoevropskou hospodářskou soutěž na úrovni obchodních platforem, kterou otevřela směrnice MiFID.

## 2. ANALÝZA SUBSIDIARITY

Většina otázek, na které se revize zaměřuje, je dnes již pokryta *acquis* a směrnicí MiFID. Kromě toho jsou finanční trhy ze své podstaty přeshraniční, a je tomu tak ve stále větším rozsahu. Mezinárodní trhy vyžadují v co největší možné míře mezinárodní pravidla. Podmínky, podle kterých podniky a organizátoři trhů mohou v této souvislosti rozvíjet konkurenci, ať již se jedná o pravidla transparentnosti před uskutečněním obchodu i po jeho uskutečnění, ochranu investorů nebo posouzení a řízení rizik účastníky trhu, musí být společné napříč hranicemi a všechny dnes tvoří jádro směrnice MiFID. V některých oblastech, kde to směrnice umožňuje, již členské státy zavedly přísnější požadavky. Znamená to však, že řešily pouze problémy uvnitř vlastních hranic. Nekoordinovaný postup by nedosáhl stejných podmínek pro všechny a stejné úrovně ochrany investorů nebo integrity trhů. Je nutné opatření na evropské úrovni, jež by aktualizovalo a pozměnilo regulační rámec stanovený směrnicí MiFID, aby tak byl zohledněn vývoj na finančních trzích za období, po které je prováděna.

Klíčovou úlohu při provádění nových právních návrhů by měl sehrávat také Evropský orgán pro cenné papíry a trhy (ESMA). Jedním z cílů, proč byl tento evropský orgán zřízen, je dále

posilovat fungování jednotného trhu v oblasti trhů cenných papírů; na úrovni Unie jsou nezbytná nová pravidla, která by orgánu ESMA předala veškeré příslušné pravomoci.

## 3. CÍLE

V souvislosti s výše uvedenou analýzou problému jsou hlavními cíli revize směrnice MiFID posílit důvěru investorů, snížit rizika narušení trhů a systémová rizika, zvýšit efektivitu finančních trhů a současně omezit zbytečné náklady pro účastníky.

K dosažení těchto hlavních cílů je nezbytné uskutečnit tyto konkrétnější politické cíle:

(1) zajistit rovnocenné podmínky pro účastníky trhu;

(2) zvýšit transparentnost trhu vůči účastníkům trhu;

(3) dále posílit transparentnost vůči regulačním orgánům a jejich pravomoci v klíčových oblastech a posílit koordinaci na evropské úrovni;

(4) zlepšit ochranu investorů;

(5) vyřešit organizační nedostatky a přijímání nadměrného rizika nebo nedostatečnou kontrolu ze strany investičních podniků a organizátorů trhu.

## 4. POLITICKÉ MOŽNOSTI

Počet politických možností, které jsou v rámci revize zvažovány, je velmi značný.

Pokud jde o první hlavní cíl, tyto možnosti zahrnují vhodnou regulaci všech tržních struktur, obchodování s pohledávkami pro potřeby menších účastníků, jako jsou malé a střední podniky, a nové techniky obchodování. To zahrnuje různá posílení regulačního rámce pro stávající místa obchodování, požadavky na povolení a možnost vytvoření nové kategorie míst obchodování, která se nazývá organizované systémy obchodování (OTF) a jež by zahrnovala část obchodování s akciemi, které je v současnosti prováděno v rámci platforem křížení příkazů zadaných makléři (BCS), jakož i obchodování s deriváty v různých formátech. Pokud jde konkrétně o malé a střední podniky, byly zvoleny dvě možnosti, buď zavést zvláštní režim pro trhy malých a středních podniků, anebo podpořit iniciativu vzešlou z tohoto odvětví na posílení viditelnosti těchto trhů. V technické oblasti se důraz klade na lepší kontrolování uživatelů těchto systémů a na to, jakým způsobem získávají přístup na trhy.

Pokud jde o druhý hlavní cíl, možnosti zvýšení transparentnosti obchodů zahrnují upravení stávajících požadavků na akciových trzích a stanovení nových požadavků pro různé formáty na neakciových trzích. Kromě toho jsou zvažovány některé možnosti, jak snížit cenu tržních údajů a zlepšit přístup k těmto údajům prostřednictvím systému konsolidovaných obchodních informací.

Co se týče třetího cíle, pravomoci regulačních orgánů by mohly být posíleny zavedením různých opatření, jako je systém povolování nových činností, systém řízení pozic a posílení v rámci různých systémů režimu sankcí. Pomocí různých právních prostředků by mohla být provedena harmonizace podmínek pro režim třetích stran a současně jsou rovněž navrhovány některé možnosti rozšíření rozsahu povinností informovat o transakcích a zlepšení informačních systémů, které jsou používány pro podávání těchto zpráv. Oblastí, které je třeba

věnovat obzvláštní pozornost, jsou trhy komoditních derivátů, ohledně vytvoření různých mechanismů na lepší kontrolu cenových výkyvů, jakož i aktérů na těchto trzích a jejich činnosti.

Pokud jde o čtvrtý cíl, existuje několik možností posílení ochrany investorů, které se zaměřují na konkrétní oblasti služeb, jako je investiční poradenství nebo složité produkty, u kterých by mohl být uplatněn přísnější rámec a požadavek na větší množství informací.

Poslední cíl by mohl být řešen prostřednictvím různých politik týkajících se posílení řízení podniků, přísnějších požadavků na organizaci konkrétních služeb, jako je správa portfolia, a harmonizovanějšího režimu pořizování telefonických a elektronických záznamů.

## 5. POSOUZENÍ DOPADU PREFEROVANÝCH MOŽNOSTÍ

Různé politické možnosti byly zkoumány z hlediska efektivity a účinnosti pro dosažení příslušných cílů. Srovnání politických možností vede k následujícím závěrům:

Pro dosažení prvního hlavního cíle je první hlavní upřednostňovanou možností vytvoření režimu organizovaných systémů obchodování (OTF), který má tři cíle: i) vytvořit vhodný regulační rámec pro platformy křížení příkazů zadaných makléři existující na akciových trzích, ii) vytvořit vhodný regulační rámec pro různé druhy obchodních systémů, které v současnosti nejsou regulovány jako místa obchodování, a iii) zavést rámec, který je dostatečně dynamický, aby mohl být přizpůsoben budoucím systémům obchodování a řešením, jež by mohla v budoucnu vzniknout. Druhým hlavním upřednostňovaným řešením je další regulace podniků, které provádějí automatické obchodování, jakož i samotných organizátorů trhů, a to zejména z hlediska účinného řízení rizik a provozních záruk. Vyřazeno bylo několik řešení, jež by omezovala vysokofrekvenční obchodování (HFT) se škodlivými účinky pro likviditu trhů, např. zavedení minimální doby mezi vydáním příkazů a jejich provedením. Pokud jde o malé a střední podniky, podnět vzešlý z tohoto odvětví byl vyřazen jako příliš nákladný vzhledem k jeho omezeným možným výhodám.

Upřednostňovanou možností u druhého cíle je zjednodušení stávajícího režimu transparentnosti na akciových trzích v kombinaci se zavedením zvláštního režimu transparentnosti, který bude přizpůsoben pro každý druh neakciových finančních nástrojů, jichž se bude týkat (tj. trhy s dluhopisy a trhy s deriváty). Tím by měla být nastavena správná rovnováha mezi transparentností a likviditou.

Co se týče pravomocí regulačních orgánů a důslednosti činností dohledu, hlavní upřednostňovanou alternativou je spojení možnosti zakázat nové služby a produkty se systémem správy pozic. To posílí pravomoci regulačních orgánů, aby mohly řešit rizikové situace v oblasti ochrany investorů, stability trhu nebo systémového rizika. Posílení spolupráce mezi regulačními orgány fyzických a finančních komoditních trhů navíc přispěje k větší přehlednosti a stabilitě trhů s komoditními deriváty.

Pokud jde o transparentnost vůči regulačním orgánům, hlavním upřednostňovaným řešením je rozšíření oblasti, na kterou se vztahuje povinnost informovat o transakcích, a zároveň zvýšení kvality podávaných zpráv vytvořením schválených mechanismů pro podávání zpráv (ARM), což umožní mnohem rozsáhlejší sledování trhů regulačními orgány a povede to k větší integritě trhů.

Nový systém podávání zpráv o pozicích spolu s přezkumem výjimek, jež byly uděleny některým obchodníkům s komoditami, zvýší na trzích s komoditními deriváty transparentnost vůči regulačním orgánům i vůči veřejnosti a umožní jim lépe posuzovat dopad přílivu finančních investic na mechanismus tvorby cen a s tím spojené cenové výkyvy.

A konečně rozšíření působnosti směrnice MiFID na promptní druhotné obchodování s emisními povolenkami zajistí řádnou regulaci a dohled nad promptním trhem s uhlíkem a vnese důslednost do regulačního rámce mezi fyzickými trhy a trhy s deriváty a mezi prvotními a druhotnými trhy.

Pokud jde o čtvrtý cíl, zvolené možnosti za prvé zvýší rozsah regulace produktů, služeb a poskytovatelů a dále posílí ochranu investorů tím, že zajistí řádný dohled nad poskytovateli investičních služeb (tj. drobní investiční poradci, na které se v současnosti působnost směrnice MiFID nevztahuje, budou muset podléhat analogickým vnitrostátním pravidlům chování) a produkty (tj. strukturovanými depozity). Dále bude zúžen okruh složitých produktů, které by mohly být prodávány na bázi pouhého provedení příkazu, a budou posíleny požadavky na poskytování informací klientům. Možnost úplného zrušení režimu pouhého provádění operací byla vyřazena jako příliš rušivá a příliš nákladná pro některé kategorie klientů s dobrými finančními znalostmi. A kvalita investičního poradenství by byla zlepšena upřesněním podmínek pro poskytování nezávislého poradenství. A konečně zákaz pobídek v nezávislém investičním poradenství a správě portfolia odstraní nevyhnutelný střet zájmů podniků, které tyto služby poskytují, což povede ke zkvalitnění služeb pro investory.

Pro dosažení posledního cíle je upřednostňovanou možností posílení úlohy ředitelů podniků, zejména v oblasti vnitřních kontrolních funkcí, v kombinaci s konkrétními organizačními požadavky při správě portfolia a upisování, což jsou klíčové oblasti z hlediska ochrany investorů a integrity trhu, a zároveň to přispěje k ucelenějšímu rámci v Evropě. Naopak zavedení nové samostatné vnitřní funkce pro řešení stížností klientů bylo vyřazeno jako příliš zatěžující a příliš nepružné.

## 6. SLEDOVÁNÍ A VYHODNOCENÍ

Komise bude sledovat, jak členské státy uplatňují navrhované změny v legislativním návrhu o trzích finančních nástrojů. Vyhodnocení důsledků uplatňování tohoto legislativního opatření by mohlo být provedeno po uplynutí tří let od data provedení tohoto legislativního opatření do vnitrostátního práva, a to v souvislosti s podáním zprávy Radě a Parlamentu. Mohlo by vycházet z různých zpráv posuzujících praktický dopad jednotlivých výše uvedených regulačních opatření.