

Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalgs udtalelse om forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af forordning (EMIR) om OTC-derivater, centrale modparter og transaktionsregistre

KOM(2011) 652 endelig — 2011/0296 (COD)

(2012/C 143/14)

Hovedordfører: **Edgardo IOZIA**

Rådet og Europa-Parlamentet besluttede henholdsvis den 25. november og 15. november 2011 under henvisning til artikel 114 i traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde at anmode om Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalgs udtalelse om:

Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af forordning [EMIR] om OTC-derivater, centrale modparter og transaktionsregistre

COM(2011) 652 final – 2011/0296 (COD).

Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalgs præsidium henviste den 25. oktober 2011 det forberedende arbejde til Den Faglige Sektion for Det Indre Marked, Produktion og Forbrug.

På grund af sagens hastende karakter besluttede Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg på sin 478. plenarforsamling den 22.-23. februar 2012, mødet den 22. februar 2012, at overdrage det forberedende arbejde til Edgardo IOZIA som hovedordfører, og vedtog følgende udtalelse med 99 stemmer for og 5 hverken for eller imod:

1. Konklusioner og henstillinger

1.1 EØSU værdsætter Kommissionens forslag til forordning og håber, at den snarest vil blive vedtaget for at gøre beskyttelsen af opsparerne mere effektiv, og at principperne heri kommer til at gælde for alle finansielle instrumenter ⁽¹⁾.

1.2 Det er EØSU's opfattelse, at man med forslaget til forordning har sat sig som mål at:

- øge gennemsigtigheden i markedsoperationerne og i transaktionsoplysningerne til de kompetente myndigheder
- indføre krav om, at handel med derivater skal foregå på organiserede markedspladser
- fjerne hindringerne for en ikke-diskriminerende adgang til clearingfaciliteter
- øge tilsynet med finansielle instrumenter og positioner i derivater
- føre kontrol med leveringen af tjenesteydelser fra tredjelandsselskaber uden filial i EU
- kontrollere og mindske indvirkningen af automatiserede og algoritmiske handelsmetoder.

1.3 Nærværende forordning betyder en forøgelse af markedsgennemsigtigheden, og den indfører nogle foranstaltninger, som mindsker fragmenteringen. Gennem en ensartet anvendelse af

bestemmelserne kan man undgå risikoen for regelarbitrage – som er meget stor på finansmarkederne – og dermed vil slutbrugerne få gavn af den forventede nedbringelse af transaktionsomkostningerne (i det mindste i teorien).

1.4 Kommissionen burde i sine lovgivningsforslag tydeligt forklare, hvorledes de forskellige parter, der berøres af lovgivningen, vil få gavn af den: de enkelte brugere af finansielle tjenesteydere, små og mellemstore virksomheder, børshandlere og den offentlige administration.

1.5 Et aspekt af generel karakter, som Kommissionen burde støtte helhjertet, er et program for formidling af finansiell viden. EØSU har for nylig taget spørgsmålet op igen i en initiativudtalelse ⁽²⁾.

1.6 Skønt omkostningerne ved den nye forordning ikke synes at være så store endda, er EØSU betænkelig ved den mulige indvirkning på de makroøkonomiske omkostninger, som vil få betydning for det finansielle system, og som der ikke synes at være taget højde for i konsekvensanalysen. Om dette spørgsmål har EØSU allerede længe og ved forskellige lejligheder anbefalet, at der foretages "en nøje analyse af lovgivningsinitiativerne som helhed for at kortlægge de nødvendige foranstaltninger vedrørende det finansielle system og kapitalmarkedet. Et stabilt og effektivt system vil fremme finansiell stabilitet og likviditet i realøkonomien" ⁽³⁾. EØSU glæder sig over, at Kommissionen har besluttet at foretage en sådan undersøgelse, som er uundværlig for at forstå den samlede indvirkning af alle reguleringsforanstaltninger, og håber, at den snart vil blive offentliggjort.

⁽¹⁾ EUT C 54 af 19.2.2011, s. 44.

⁽²⁾ EUT C 318, af 29. oktober 2011, s. 24.

⁽³⁾ EUT C 107, af 6. april 2011, s. 21.

1.7 EØSU peger på, at der er et problem med foreneligheden af artikel 40 i forordningen om delegerede retsakter, set i forhold til artikel 290 i TEUF. Antallet af, indholdet af og fristerne for de delegerede retsakter er ikke i overensstemmelse med traktatens bestemmelser, og de indebærer, at for mange grundlæggende aspekter i forordningens struktur bliver holdt uden for den normale lovgivningsproces. EØSU opfordrer til en nøje overvejelse af dette spørgsmål for at sikre fuld overensstemmelse mellem bestemmelsen i TEUF og artikel 40.

2. Forslaget til forordning

2.1 Finansmarkederne har forandret sig enormt de seneste år. Der er kommet nye handelsplatforme og produkter på scenen, og den teknologiske udvikling med f.eks. højfrekvenshandel har ændret landskabet.

2.2 Forslagene skal gøre finansmarkederne mere effektive, modstandsdygtige og gennemsigtige og forbedre beskyttelsen af investorer. De nye regler vil også medføre en udvidelse af tilsynsmyndighedernes beføjelser og klare retningslinjer for alle handelsaktiviteter.

2.3 Forslagets vigtigste elementer

2.3.1 Mere robuste og effektive markeder: MiFID dækker allerede multilaterale handelsfaciliteter og regulerede markeder, men denne revision vil bringe en ny form for handelssystem ind under reglerne, nemlig den organiserede handelsfacilitet (OHF), dvs. ikke-regulerede platforme, som spiller en stadig større rolle. Eksempelvis handles standardiserede derivatkontrakter i stigende omfang via disse platforme. Med det nye forslag lukkes dette hul i lovgivningen. Det reviderede MiFID-direktiv vil fortsat tillade forskellige forretningsmodeller, men vil sikre, at alle handelssystemer følger samme regler med hensyn til gennemsigtighed, og at eventuelle interessekonflikter undgås.

2.3.2 Der skal tages hensyn til teknologiske innovationer: Det opdaterede MiFID-direktiv indfører nye beskyttelsesforanstaltninger for algoritmiske handelsaktiviteter og højfrekvenshandel, der har medført en dramatisk stigning i handelstempoet og kan medføre forskellige systemiske risici.

2.3.3 Disse beskyttelsesforanstaltninger inkluderer dels et krav om, at alle, der deltager i algoritmisk handel, skal være ordentligt reguleret og råde over tilstrækkelig likviditet, dels regler, der skal forhindre dem i at øge volatiliteten ved at rykke ud og ind af markeder. Endelig vil forslagene stramme betingelserne for nægtelse af adgang til vigtige tjenester efter handelstidspunktet (f.eks. clearing), der ellers kan skade konkurrencen mellem handelssystemer.

2.4 Øget gennemsigtighed: Ved at indføre kategorien "organiserede handelsfaciliteter" vil forslagene forbedre gennemsigtigheden på aktiemarkederne, herunder med hensyn til de såkaldte "dark pools" (handel eller likviditet, der ikke er adgang til på offentlige platforme). Undtagelser vil kun kunne accepteres

under ganske bestemte omstændigheder. Der indføres også nye gennemsigtighedsregler for andre markeder end aktiemarkederne (dvs. markederne for obligationer, strukturerede finansprodukter og derivater). Og takket være et nyt krav om, at alle markedsdata skal samles på ét sted, får investorerne overblik over alle handelsaktiviteter i EU og dermed mulighed for at træffe et valg på grundlag af mere sikre oplysninger.

2.5 Forstærkede tilsynsbeføjelser og strengere regler for råvarederivatmarkederne. Forslagene vil medføre en styrkelse af tilsynsmyndighedernes rolle og beføjelser. Sammen med Den Europæiske Værdipapirtilsynsmyndighed (ESMA) og under bestemte omstændigheder vil tilsynsmyndighederne kunne forbyde visse produkter og tjenester eller visse former for praksis, hvis de udgør en trussel mod investorbekyttelsen, den finansielle stabilitet eller markedernes korrekte funktion.

2.6 Forstærket investorbekyttelse: På basis af den omfattende samling af regler, der allerede er på plads, indeholder det reviderede MiFID-direktiv strengere krav til porteføljevaltning, investeringsservice og handel med komplicerede finansielle produkter såsom strukturerede produkter. For at undgå potentielle interessekonflikter vil det være forbudt for selvstændige rådgivere og porteføljevaltere at foretage eller modtage betalinger til eller fra tredjeparter eller opnå andre pengegevinster. Endelig indføres der regler for corporate governance og ledelsesansvar for alle investeringsfirmaer.

3. Bemærkninger og overvejelser

3.1 Ifølge data fra Den Internationale Betalingsbank steg den nominelle værdi af de derivater, der er i omløb, fra 601 046 milliarder dollars i december 2010 til 707 569 milliarder i juni 2011 (BIS Quarterly Review, december 2011).

3.2 Det nye forslag har til formål at øge markedernes effektivitet, integritet og gennemsigtighed, med særligt fokus på mindre regulerede markeder, og dermed styrke investorbekyttelsen.

3.3 I de seneste 20 år er der sket en eksplosion i omfanget af globale transaktioner, som har tilført de finansielle markeder store mængder likviditet. Denne vækst uden fortilfælde, som først og fremmest skyldes kortsigtet spekulation, er ikke blevet ledsaget og understøttet af en tilsvarende vækst i realøkonomien, arbejdsmarkedet og lønniveauet. EØSU mener, at forslaget til forordning er nødvendigt og velegnet til at dæmpe denne indvirkning på markederne.

3.4 Markedernes egentlige funktion er at understøtte den økonomiske udvikling ved at mindske informationsasymmetrien og således virke for en effektiv allokering af ressourcerne. Som allerede påpeget har krisen afdækket en funktionsfejl på markederne, hvor aktørerne har ageret ikke efter informationsøkonomiens love, men udnyttet finansmarkederne i spekulativt øjemed på kort og ultrakort sigt.

3.5 Vore markeder er derfor blevet oversvømmet med likviditet på ultrakort sigt, mens det (nu som før) har skortet på incitamenter til at fremme den produktive industri snarere end den finansielle industri. Denne adfærd udvider kløften mellem det naturlige makkerpar, industri og finansielle markeder, idet sidstnævnte konstruerer stadigt mere uigennemskuelige, abstrakte og komplekse instrumenter.

3.6 Spekulation er en del af markedets logik og en indbygget bestanddel af selve markedet, idet den sikrer likviditet og reagerer på funktionsfejl, men spekulation på ultrakort sigt er til gengæld økonomisk og socialt meningsløs og bidrager afgørende til udviklingen af finansielle bobler. Der er et presserende behov for at vende den nuværende tendens ved at få investorerne til atter at interessere sig for realvæksten.

3.7 I denne henseende indeholder forslaget til forordning utvivlsomt velegnede tiltag og instrumenter til at imødegå de indlysende svagheder og skævheder i vort system.

3.8 Med det nye regelværk for organiserede handelssystemer bliver alle handelsaktiviteter omfattet af klarere regler for deres funktionsmåde. Porteføljevaltning, investeringsservice og handel med komplicerede finansielle produkter bliver underlagt strenge krav. De reviderede bestemmelser, som stiller nye krav til ledelsens ansvar, samt revisionen af reglerne for corporate governance vil således betyde, at de finansielle formidlere bliver nødt til at omorganisere selskabsstrukturen gennemgribende. EØSU mener, at de – ganske vist byrdefulde – krav, der indføres med den nye ordning, er rimelige og i overensstemmelse med forordningens mål.

3.9 Forslaget til forordning indfører en ny form for organiserede handelsfaciliteter (OHF'er). EØSU er tilhænger af denne bestemmelse under den forudsætning, at den dækker de forskellige handelssystemer, som anvendes af forskellige modparter. Dette system vil hjælpe markedet som helhed med at sammenholde de forskellige muligheder, som konkurrerende instrumenter frembyder, idet princippet om *best execution* dog fortsat bør følges.

3.10 Endvidere fastlægges der regler for de kompetente myndigheders beføjelser, som blandt andet betyder, at de kan træffe foranstaltninger i forbindelse med handel med produkter og tjenesteydelser, som alvorligt kan skade investorernes interesser eller markedets stabilitet.

3.11 Endvidere gælder gennemsigtighedsprincippet ikke kun markederne, men også myndighederne. De kompetente myndigheder kan faktisk udveksle handelsindberetninger for at forhindre eventuelle tilfælde af markedsmisbrug, som der er mistanke om. EØSU er meget positiv over for disse aspekter af forslaget til forordning, idet der hermed gøres en stærk indsats for at styrke investorbekyttelsen.

3.12 Ifølge autoritative aktører på markedet har den nye regulering afgørende betydning, og den vil ændre de europæiske finansielle markeders struktur. For eksempel er der en indbygget systemisk risiko, som er blevet blotlagt under den seneste finanskrise, og som man må tage højde for. Hvis en bank går konkurs, kan det betyde, at de indgåede forpligtelser i forbindelse med OTC-handel ikke kan opfyldes, hvilket kan få følger for bankens modparter og andre enheder. Den nye regulering mindsker modpartsrisikoen på OTC-markedet. Forslaget til forordning vil begrænse de transaktioner, der foregår uden for markederne, betragteligt.

3.13 Et andet mål med den nye forordning, som EØSU ser overordentligt positivt på, er at samle dataene om alle OTC-handler – og ikke kun dem, der handles af en central modpart – på ét sted. Oplysningerne stilles til rådighed for tilsynsmyndighederne, der således kan udøve en effektiv kontrol med markedet. Denne kontrol kan ikke gennemføres i dag på grund af manglende data. Når det gælder disse aspekter, afstikker forordningen dog en åben struktur, som ikke defineres på forhånd. For eksempel vil det være op til aktørerne eller ESMA at afgøre, hvilke former for derivater, der kan få adgang til en central modpart. Derfor kan man endnu ikke sige noget om, hvor stor en del af de nuværende handler, der vil være omfattet af denne mulighed.

3.14 Et andet vigtigt aspekt vedrører det forhold, at den kommende EU-forordning ikke siger noget om, hvilken form markedet for de fremtidige centrale modparter vil antage. Dette kan betyde, at de eksisterende strukturer i de enkelte lande, som f.eks. den italienske børss' clearings- og garantifond, bliver styrket, eller at der dannes nogle få store strukturer i Europa. Der er kun tale om gætterier, forordningen indikerer ikke noget. Rent bortset fra spørgsmålet om, hvorledes den specifikke struktur kommer til at se ud, skal det understreges, hvor vigtigt det er, at risikostyringen bliver forvaltet ordentligt, og at tilsynsmekanismene fungerer effektivt, for at undgå flere katastrofale konkurrencer.

3.15 Endvidere skulle omkostningerne kunne nedbringes, når handelen standardiseres ved at henlægge den til centrale modparter. Koncentrationen vil nok kunne have denne effekt, men man kan ikke være sikker på det. Hvis den nye regulering gennemføres ordentligt, vil den sikkert give mulighed for en bedre evaluering af risiciene, som på det seneste ofte er blevet undervurderet af kreditformidlerne i jagten på større kortsigtet profit.

4. Kritikpunkter

4.1 Noget af det, der giver anledning til bekymring, er omkostningerne ved gennemførelsen af denne forordning, som ser ud til at blive undervurderet og som netop bliver aktuelle nu, hvor finansieringsinstitutterne i forvejen er under pres set ud fra et lovgivnings-, rentabilitets- og udgiftsmæssigt synspunkt. Finansieringsinstitutterne skal være effektive og understøtte økonomien, men også bevare en passende udbytteprofil; det frygtes, at disse omkostninger uundgåeligt vil blive væltet over på investorerne og kunderne. EØSU mener, at brugerne og virksomhederne, især SMV'erne, bør beskyttes i denne henseende.

4.2 Ifølge Kommissionen vil efterlevelsedomkostningerne (engangsomkostninger) ligge på mellem 512 og 732 mio. EUR og de løbende omkostninger på mellem 312 og 586 mio. EUR. Disse omkostninger synes at være sat for lavt: eksempelvis kan der sættes spørgsmålstegn ved de anslåede driftsomkostninger ved oprettelsen af den teknologiske infrastruktur til overholdelse af indberetningskravene, og de kan meget vel overstige det samlede anslåede beløb. Kommissionen har endelig indledt en undersøgelse for at vurdere den samlede indvirkning af de kumulative omkostninger ved den nye regulering, hvilket EØSU længe har ønsket og anmodet om. Det anses for hensigtsmæssigt, at denne undersøgelse snarest bliver afsluttet og offentliggjort for fuldt ud at forstå forordningens effekt mht. tidsforbrug og omkostninger.

4.3 Hvis de samlede lovændringer fortsætter med at øge omkostningerne og kompleksiteten for finansieringsinstitutterne, vil disse begynde alvorligt at overveje, hvilke dele af deres aktiviteter de skal opgive, eller om de skal flytte dem til et andet retsområde.

4.4 Mens princippet om risikoreduktion via større gennemsigtighed vil blive vel modtaget af mange, har vi brug for bedre at forstå, hvilken samlet indvirkning forordningen vil få på Europas evne til at konkurrere på det globale marked for finansielle tjenesteydelser.

4.5 Endvidere er det i forbindelse med den større gennemsigtighed vigtigt at se nærmere på, hvem der vil få direkte og reel gavn af de nye tiltag. Investeringsbanker eller hedgefonde vil sikkert nyde godt af den øgede information, men gælder det også for handelsmarkederne?

4.6 EØSU er i tvivl om, hvorvidt den meget stramme regulering af *dark pools* også kan gå ud over opsparingsforvaltnings-selskabernes evne til at handle optimalt på vegne af deres egne kunder (i sidste ende de private investorer).

4.7 Et af målene med forslaget til forordning er at samle, harmonisere og integrere de finansielle markeder. De private

investorer kender ofte kun få af de finansielle instrumenter, der står til deres rådighed på deres eget relevante marked. Skønt EØSU på den ene side støtter princippet om konsolidering af de forskellige handelspladser, opfordrer det samtidig Kommissionen til ret hurtigt at sætte skub i programmet for formidling af finansiell viden. Udvalget mener faktisk, at der er fare for, at den harmonisering, der nu forsøges gennemført, ikke får den forventede effekt, hvis investorerne ikke oplyses tilstrækkeligt herom og har forståelse herfor.

4.8 Endelig skal det fremhæves, at den nye forordning udvider anvendelsesområdet til flere porteføljetyper: ud over aktier er det også hensigten, at forordningen skal gælde for alle andre finansielle instrumenter samtidig. Nærværende forordnings mål om en konkurrencepræget handel baseret på clearing af noterede derivater kan – hvis det forfølges – få meget betydelige konsekvenser for markedets struktur. Nogle markeder for fastforrentede værdipapirer, som allerede opererer på elektroniske handelsplatforme, vil nok komme til at opleve en hurtig udvikling i denne retning.

4.9 Forslaget til forordning introducerer i artikel 40 en lang og omfattende liste over de delegerede retsakter, som Kommissionen kan vedtage. Indholdet af disse retsakter må siges at være ret bredt (for blot at nævne nogle: specifikation af *bid-ask* noteringer, ordretype og ordrestørrelse, indholdet af de oplysninger, som de regulerede markeder og investeringsselskaberne skal offentliggøre for hver type finansielt instrument osv.). EØSU peger på, at der er et problem med foreneligheden af artikel 40 set i forhold til artikel 290 i TEUF, som ændret og udbygget ved Lissabontraktaten. I henhold til traktatens bestemmelse, kan "Kommissionen ... i en lovgivningsmæssig retsakt få delegeret beføjelse til at vedtage almenlydige ikke-lovgivningsmæssige retsakter, der udbygger eller ændrer visse ikke-væsentlige bestemmelser i den lovgivningsmæssige retsakt..". Efter en gennemgang af de emner i forslaget til forordning, som kan gøres til genstand for delegerede retsakter, mener EØSU, at de må betragtes som væsentlige og ikke ubetydelige. Derfor må listen over delegerede retsakter, der henvises til i forordningens artikel 40, anses for at være overdrevent lang og ikke i overensstemmelse med TEUF.

Bruxelles, den 22. februar 2012

Staffan NILSSON

Formand

for Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg