

Mišljenje Europskog gospodarskog i socijalnog odbora o Prijedlogu Uredbe Europskog parlamenta i Vijeća o izmjeni Uredbe (EU) br. 600/2014 u pogledu poboljšanja transparentnosti tržišnih podataka, uklanjanja prepreka uvođenju konsolidiranog sustava objave, optimizacije obveza trgovanja i zabrane primanja plaćanja za prosljeđivanje naloga klijenata

(COM(2021) 727 final – 2021/0385 (COD))

(2022/C 290/12)

Izvjestitelj: **Jörg Freiherr FRANK VON FÜRSTENWERTH**

Zahtjev za savjetovanje:	Vijeće Europske unije, 3.2.2022. Europski parlament, 27.1.2022.
Pravna osnova:	članci 114. i 304. Ugovora o funkcioniranju Europske unije
Nadležna stručna skupina:	Stručna skupina za ekonomsku i monetarnu uniju te ekonomsku i socijalnu koheziju
Datum usvajanja u Stručnoj skupini:	3.3.2022.
Datum usvajanja na plenarnom zasjedanju:	23.3.2022.
Plenarno zasjedanje br.:	568
Rezultat glasanja (za/protiv/suzdržani):	210/0/4

1. Zaključci i preporuke

1.1. Europski gospodarski i socijalni odbor (EGSO) pozdravlja činjenicu da je Europska komisija, kako je i najavila u Akcijskom planu za uniju tržišta kapitala ⁽¹⁾ iz 2020., na vrijeme iznijela prijedlog o uvođenju konsolidiranog sustava objave podataka o trgovanju sljedećim kategorijama imovine: dionicama, indeksnim fondovima koji kotiraju na burzi, obveznicama i izvedenicama. To je još jedan korak prema ostvarenju unije tržišta kapitala. EGSO podržava prijedlog Europske komisije.

1.2. EGSO ponavlja da je stvaranje unije tržišta kapitala prioritet i preduvjet za stvaranje istinskog jedinstvenog tržišta, za prevladavanje posljedica pandemije COVID-a 19 i za prelazak na održivo gospodarstvo u Europi.

1.3. EGSO pozdravlja Prijedlog uredbe o uvođenju konsolidiranog sustava objave podataka i popratne mjere. Ako se dobro provedu, znatno će povećati transparentnost i dostupnost tržišnih podataka, uskladiti regulatorno okruženje mjesta izvršenja i ojačati europska tržišta kapitala. Pojačana transparentnost znatno će ublažiti posljedice još uvijek velike rascjepkanosti europskih tržišta kapitala.

1.4. EGSO pridaje veliku važnost osiguravanju nediskriminirajućeg, slobodnog pristupa tržišnim podacima za sve, a posebno za mala i srednja poduzeća te, općenitije, za male ulagače. EGSO poziva Europsku komisiju da smanji postojeću asimetričnost informacija.

1.5. Odbor preporučuje da Europska komisija poduzme daljnje korake u okviru stvaranja unije tržišta kapitala kako bi se dodatno razvila vrlo raznolika kultura vlasničkog kapitala diljem Europe. Uz pravila o zaštiti potrošača kojima se potiče povjerenje, to podrazumijeva i preventivnu zaštitu potrošača, a osobito mjere za poboljšanje njihove educiranosti. EGSO također poziva Europsku komisiju da kod svih mjera usmjerenih na stvaranje unije tržišta kapitala pridaje veliku važnost aspektima zdravlja, sigurnosti i radnih uvjeta. Pritom također valja osigurati da se ljudski resursi europskih i nacionalnih nadzornih tijela mogu nositi s povećanim opsegom zadaća.

⁽¹⁾ COM(2020) 590 final.

1.6. Kad je riječ o spornom pitanju zabrane primanja plaćanja za prosljeđivanje naloga klijenata u svrhu izvršenja (plaćanja za tijekove naloga, eng. *payment for order flow, PFOF*), EGSO preporučuje jačanje sljedećeg načelnog pravila: financijski posrednici odabiru mjesto trgovanja ili drugu ugovornu stranu za izvršenje transakcija svojih klijenata samo u svrhu postizanja najpovoljnijeg izvršenja za svoje klijente. EGSO podržava stajalište Europske komisije da je materijalna ili nematerijalna naknada mjesta trgovanja ili druge ugovorne strane financijskom posredniku za prijenos naloga za izvršenje tome fundamentalno proturječna.

2. Kontekst mišljenja

2.1. Europska komisija predstavila je 25. studenoga 2021. paket mjera za jačanje unije tržišta kapitala (paket za tržišta kapitala). Paket se sastoji od jedne komunikacije Europske komisije i četiriju pravnih akata ⁽²⁾. Predmet je ovog mišljenja – kao dijela paketa mjera za tržišta kapitala – revizija Uredbe o tržištima financijskih instrumenata (MiFIR) ⁽³⁾, kojom se u prvom redu utvrđuju pravila za infrastrukturu financijskih tržišta i koja, zajedno s europskom Direktivom o tržištima financijskih instrumenata (MiFID II) ⁽⁴⁾, čini regulatorni okvir za pružanje investicijskih usluga.

3. Opće napomene

3.1. Klasifikacija prijedloga

3.1.1. Prijedlozima objedinjenima u paketu mjera za tržišta kapitala zajedničko je to da su usmjereni na povećanje transparentnosti na još uvijek rascjepkanim europskim tržištima kapitala. Europski gospodarski i socijalni odbor pozdravlja taj cilj jer stvaranje unije tržišta kapitala neće biti moguće bez istinske transparentnosti te pouzdanih i brzo dostupnih podataka. Pritom su predložene izmjene Uredbe MiFIR od velike važnosti. Budući da su pravila o zaštiti ulagatelja već početkom 2021. godine u kontekstu pandemije bolesti COVID-19 bila obuhvaćena tzv. „žurnim poboljšanjem Direktive MiFID” ⁽⁵⁾, predložene mjere odnose se prvenstveno na tržišnu infrastrukturu.

3.1.2. Najveća moguća transparentnost tržišta vrijednosnih papira potrebna je, među ostalim, radi toga da se upravo i malim i srednjim poduzećima te, općenitije, malim ulagateljima omogućiti bolji pristup tržištima kapitala. Točno je da su sve platforme za izvršenje već sada obvezne objavljivati podatke, primjerice one o veličini, vremenu i cijeni transakcija. Međutim, za konsolidirano prikupljanje tih podataka, a time i za iznošenje stvarnog pregleda tržišta, sposobna su u najboljem slučaju samo velika investicijska društva, i to samo uz znatne troškove. Stoga u ovom trenutku nitko ne može biti siguran da će zaista dobiti najbolju cijenu. Međutim, jednostavan pristup pouzdanim tržišnim podacima od presudne je važnosti. To se odnosi osobito na podatke o održivosti, koji su prijeko potrebni za stvaranje održivih financijskih tržišta u okviru provedbe europskog zelenog plana i imaju sve važniju ulogu. Postoji važna suštinska poveznica s europskom jedinstvenom pristupnom točkom i s pojednostavljenim pružanjem informacija u vezi s održivošću (ciljevi održivog razvoja).

3.1.3. Usto će brz, pouzdan i jednostavan pristup tržišnim podacima, zahvaljujući transparentnosti koju donosi, potaknuti tržišno natjecanje među mjestima trgovanja jer će se u uvjetima transparentnosti transakcije vrijednosnim papirima provoditi tamo gdje se može postići najbolja cijena i gdje postoji velika likvidnost. Transparentnost je za male ulagatelje i institucionalne ulagatelje ključan aspekt i kad je posrijedi kriptoinovina u konsolidiranom europskom sustavu objave podataka.

3.1.4. Konsolidirani europski sustav objave podataka o trgovanju – po jedan za svaku kategoriju imovine (dionice, indeksni fondovi koji kotiraju na burzi, obveznice i izvedenice) – ključan je alat za smanjenje postojeće asimetričnosti informacija. Također može pomoći da se donekle smanji dominacija visokofrekventnog trgovanja. EGSO pozdravlja tržišno natjecanje u području tržišne infrastrukture. Pritom smatra važnim da se osigura pošteno tržišno natjecanje na istoj

⁽²⁾ Komunikacija Komisije Europskom parlamentu, Vijeću, Europskom gospodarskom i socijalnom odboru i Odboru regija: Unija tržišta kapitala – Rezultati godinu dana nakon akcijskog plana; Prijedlog o europskoj jedinstvenoj pristupnoj točki; Revizija Uredbe o europskim fondovima za dugoročna ulaganja (ELTIF); Revizija Direktive o upraviteljima alternativnih investicijskih fondova (AIFMD) i Revizija Uredbe o tržištima financijskih instrumenata (MiFIR).

⁽³⁾ Uredba (EU) br. 600/2014 Europskog parlamenta i Vijeća od 15. svibnja 2014. o tržištima financijskih instrumenata i izmjeni Uredbe (EU) br. 648/2012 (SL L 173, 12.6.2014., str. 84.).

⁽⁴⁾ Direktiva 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 15. svibnja 2014. o tržištu financijskih instrumenata i izmjeni Direktive 2002/92/EZ i Direktive 2011/61/EU (SL L 173, 12.6.2014., str. 349.).

⁽⁵⁾ Direktiva (EU) 2021/338 Europskog parlamenta i Vijeća od 16. veljače 2021. o izmjeni Direktive 2014/65/EU u pogledu zahtjeva za informacije, upravljanja proizvodima i ograničenja pozicija, i direktiva 2013/36/EU i (EU) 2019/878 u pogledu njihove primjene na investicijska društva, radi potpore oporavku od krize uzrokovane bolešću COVID-19 (SL L 68, 26.2.2021., str. 14.).

regulatornoj razini. Regulatorna arbitraža između mjesta trgovanja ne bi smjela biti opcija. Iako Uredba o infrastrukturi europskog tržišta (EMIR) ima izravan učinak u državama članicama, ključno je da Europska komisija pomno prati popratne nacionalne zakonodavne akte i njihovu praktičnu provedbu, kao i nacionalne nadzorne prakse kako bi se osigurali jednaki uvjeti te da, prema potrebi, poziva države članice da uvedu nužne prilagodbe i sankcioniraju povrede.

3.1.5. Uspostavom konsolidiranog sustava objave podataka, tj. centraliziranih baza podataka koje omogućuju jednostavan pristup konsolidiranim tržišnim podacima bez diskriminacije, za sve ulagatelje (male i velike upravitelje imovinom, mirovinske fondove, male ulagatelje) i sve financijske posrednike, kako velike tako i male, smanjit će se prednost velikih pružatelja usluga u pogledu informacija te će se znatno olakšati pristup financijskim tržištima, zbog čega će ona u budućnosti postati učinkovitija.

3.1.6. Stvaranjem veće transparentnosti konsolidirani europski sustav objave također bi mogao pomoći u suzbijanju prekomjerne volatilnosti, kao što je nagla promjena kretanja cijena odnosno strmoglavi pad cijena.

3.1.7. EGSO smatra da transparentnost do koje će doći zahvaljujući konsolidiranom sustavu objave podataka, a time i olakšani pristup tržišnim podacima i za male ulagatelje, ne zamjenjuje potrebu za dobro razvijenom zaštitom ulagatelja. Olakšani pristup malih ulagatelja podacima ukazuje na potrebu za jačanjem napora u osiguravanje dostatne financijske edukacije potrošača kako bi se oni mogli odgovorno nositi s mogućnostima i rizicima na tržištima kapitala.

3.1.8. Uvođenje konsolidiranog sustava objave podataka velik je korak i s gledišta etike podataka jer je takav sustav sve važniji u digitaliziranom svijetu u kojem su podaci roba i ključan element za sudjelovanje u gospodarskom i društvenom životu. EGSO se zalaže za nediskriminirajući pristup tržišnim podacima. Odbor pozdravlja činjenicu da će se uvođenjem konsolidiranog sustava omogućiti pristup ključnim podacima, posebno za mala poduzeća i potrošače, koji im inače ne bi imali pristup zbog nedostatka financijskih sredstava. Uvođenje konsolidiranog sustava stoga odgovara potrebi za osiguravanjem etičkog pristupa informacijama na financijskim tržištima.

3.1.9. EGSO pozdravlja činjenicu da je Europska komisija svoje prijedloge temeljila na intenzivnim raspravama o njihovu utjecaju na tržište, kao i na europska mjesta trgovanja i na međunarodno tržišno natjecanje. Odbor također pozdravlja činjenicu da Europska komisija planira naknadnu evaluaciju novih pravila.

3.2. *Europski konsolidirani sustav objave podataka (engl. consolidated tape – CT), prijedlog za članke 22. i 27. Uredbe MiFIR.*

3.2.1. EGSO ponovno⁽⁶⁾ izražava svoju potporu prijedlogu Europske komisije o uspostavi europskog konsolidiranog sustava objave podataka. Ako se tehnički dobro provede, taj će sustav omogućiti svim sudionicima na tržištu pristup podacima o trgovanju (dionicama, indeksnim fondovima koji kotiraju na burzi, obveznicama i izvedenicama) sa svih mjesta trgovanja u EU-u u gotovo stvarnom vremenu. Taj bi sustav mogao biti važan doprinos dokidanju rascjepkanosti tržišta. Međutim, uspjeh konsolidiranog sustava uvelike će ovisiti o njegovoj praktičnoj provedbi (obveza pružanja podataka, standardi podataka, pristup podacima, kvaliteta podataka, sigurnost podataka, zaštita podataka [prema potrebi], rješavanje problemâ transparentnosti pri dodjeli međunarodnog identifikacijskog broja vrijednosnih papira [ISIN] izvedenicama tijekom njihova vijeka trajanja [a ne na dnevnoj osnovi], upotreba najsuvremenijih tehnologija, operativna otpornost, jednostavan i cjenovno povoljan pristup).

3.2.2. Kako bi taj sustav bio uspješan, isti strogi zahtjevi u pogledu kvalitete moraju vrijediti nediskriminatorno za sve pružatelje podataka – kako za banke tako i za burze, kako za konvencionalne pružatelje podataka tako i za poduzeća koja se bave financijskom tehnologijom. Daljnje ključne preduvjete za njegovu uspješnost čine kvaliteta podataka i funkcionalna upravljačka struktura. EGSO smatra da je neophodno stalno kontrolirati i po potrebi dodatno regulirati upravo kvalitetu podataka i upravljanje konsolidiranim sustavom objave podataka.

3.2.3. EGSO podržava dobro uravnotežen prijedlog da se Europskom nadzornom tijelu za vrijednosne papire i tržišta kapitala (ESMA) dodijeli središnja uloga u kontinuiranom praćenju europskog konsolidiranog sustava objave podataka. Tu svoju podršku EGSO povezuje s očekivanjem će se ESMA-i, baš kao i nacionalnim tijelima za nadzor vrijednosnih papira, u tu svrhu osigurati i potrebni financijski, materijalni i kadrovski resursi.

⁽⁶⁾ SL C 155, 30.4.2021., str. 20.

3.2.4. Postupci odabira za jednog pružatelja konsolidiranog sustava objave podataka po kategoriji imovine od velike su važnosti. Za EGSO su važni neometani i transparentni postupci odabira. To je uglavnom zato što će prvi pružatelji konsolidiranog sustava imati znatnu konkurentsku prednost u ponovnom natječaju nakon pet godina. Stoga je poželjno da se pozivi na podnošenje ponuda odnose na širok krug konkurenata. Odbor pozdravlja činjenicu da su detaljno utvrđeni kriteriji odabira i da su definirani organizacijski zahtjevi za pružatelje konsolidiranih podataka o trgovanju. EGSO smatra da je dobar pristup taj da pružatelji konsolidiranog sustava krajem svakog tromjesečja na svojim besplatnim internetskim stranicama objavljuju statističke podatke o uspješnosti i izvješća o incidentima u vezi s kvalitetom podataka.

3.2.5. Usto će europski konsolidirani sustav objave podataka biti ključan korak i alat kojim će se pružateljima investicijskih usluga omogućiti da svoju obvezu najpovoljnijeg izvršenja naloga klijenata (engl. *best execution*, članak 27. stavak 2. Direktive MiFID II) ispunjavaju temeljitije, na širim osnovama i jednostavnije. Postizanje najbolje cijene bit će posebno za male ulagatelje presudan kriterij. Međutim, EGSO s oprezom ističe da konsolidirani europski sustav objave podataka ne bi smio zamijeniti načelo najpovoljnijeg izvršenja.

3.2.6. Europski konsolidirani sustav objave podataka može biti u potpunosti djelotvoran samo ako razne platforme za izvršenje koje postoje na tržištu podliježu jednakim uvjetima tržišnog natjecanja. Stoga EGSO podržava prijedloge Europske komisije da se osigura potpuna transparentnost trgovinskih platformi, osobito zabrana tzv. *dark pool* platformi, na kojima trgovci ne podliježu nikakvim zahtjevima u pogledu transparentnosti.

3.3. Obveza trgovanja izvedenicama na mjestima trgovanja, prijedlog za članak 28. Uredbe MiFIR

3.3.1. EGSO pozdravlja to što se prijedlogom Europske komisije ispravlja sustavna greška koja je nastala pri objavi „prepravke Uredbe EMIR”. Male financijske druge ugovorne strane ubuduće će, uživajući pravnu sigurnost, biti oslobođene od trgovinske obveze na mjestima trgovanja i, kao i dosad, od obveze poravnanja.

3.4. Mjesto trgovanja dionicama, prijedlog za članak 23. Uredbe MiFIR

3.4.1. Tim se prijedlogom obveza trgovanja na mjestima trgovanja dionicama ograničava na vrijednosnice s međunarodnim identifikacijskim brojem vrijednosnih papira (engl. *International Securities Identification Number – ISIN*) iz Europske unije. Čak su i te vrijednosnice izuzete od obveze trgovanja na mjestima trgovanja kada se njima trguje izvan Europske unije u lokalnoj valuti. Taj je prijedlog s gledišta ulagatelja koristan jer se za vrijednosnice kojima se trguje izvan Europske unije vjerojatno i tamo mogu postići najbolje cijene. To se odnosi osobito na vrijednosnice koje imaju ISIN iz EU-a, ali kojima se uglavnom trguje na Londonskoj burzi u funtama. Stoga EGSO izričito odobrava taj prijedlog.

3.5. Plaćanje za prosljeđivanje naloga za izvršenje, prijedlog za članak 39. točku (a) Uredbe MiFIR

3.5.1. Tim se prijedlogom zabranjuje model isplate naknada poznat kao plaćanja za tijekomove naloga, u skladu s kojim financijski posrednici od svojih trgovinskih partnera primaju naknade za usmjeravanje poslova svojih klijenata prema tim trgovinskim partnerima. Plaćanja za tijekomove naloga prvenstveno predstavljaju model financiranja svojstven internetskim brokerima, koji je upravo za male ulagatelje često cjenovno prihvatljiva alternativa tradicionalnom trgovanju na burzi. Osobito među tzv. „brokerima koji ne naplaćuju proviziju” (engl. *zero-commission brokers*) uvriježena je praksa da klijentima naplaćuju samo malu naknadu za naloge, a da svoje prihode ostvaruju od „bonusa” na mjestu trgovanja. U mnogim su slučajevima svi nalozi za trgovanje usmjereni na jednog trgovinskog partnera. Takvi se „bonusi” ne otkrivaju klijentima. EGSO dijeli stajalište ESMA-e⁽⁷⁾ da ta praksa nije spojiva s obvezom najpovoljnijeg izvršenja i propisanom transparentnošću cijena. S druge strane, ti internetski brokeri omogućuju upravo malim ulagateljima troškovno povoljan i ne odveć zahtjevan pristup investicijskim uslugama. Odbor smatra da je ključno osigurati jednaku razinu transparentnosti troškova i jednake uvjete za financijsko-tehnološka društva i konvencionalne pružatelje usluga. EGSO preporučuje da se tom pitanju posveti posebna pozornost u daljnjem zakonodavnom postupku.

3.5.2. EGSO smatra da bi također trebalo razmotriti ne bi li, pored pravnih zamjerki (najpovoljnije izvršenje), zbog strukture tržišta plaćanja za tijekomove naloga trebala biti nepoželjna već i zbog puke činjenice da će se njima preusmjeravati prevelik volumen trgovanja s burzi i time ugroziti cjelokupno funkcioniranje burzi. Smanjenje tržišne likvidnosti bilo bi

(7) Izjava ESMA-e za javnost, dokument ESMA35-43-2749 od 13. srpnja 2021.: „ESMA upozorava poduzeća i ulagatelje na rizike koji proizlaze iz plaćanja za tijekomove naloga” (dostupno samo na engleskom).

potpuno protivno ciljevima unije tržišta kapitala. Konkretno, time bi se ozbiljno naštetilo neophodnoj transparentnosti tržišta (a posebno transparentnosti prije trgovanja) i negativno utjecalo na klijente.

3.6. Najpovoljnije izvršenje

3.6.1. Europska komisija predlaže da se za mjesta izvršenja ukine obveza iz članka 27. stavka 1. Direktive MiFID II da objavljuju podatke o kvaliteti izvršenja transakcija. Taj prijedlog Europske komisije ima smisla jer je nesporno da se ulagatelji u praksi nisu koristili izvješćima kao korisnim izvorom podataka te da će ubuduće preko europskog konsolidiranog sustava objave podataka biti dostupni i post-trgovinski podaci o transakcijama. EGSO to razumije i podržava.

3.6.2. Međutim, nema smisla da ESMA trenutačno provodi savjetovanja o prilagodbi upravo onih regulatornih tehničkih standarda (RTS 27 i RTS 28) kojima se konkretizira pravilo koje je u dostavljenom prijedlogu Europske komisije predviđeno za brisanje (članak 27. stavak 2. Direktive MiFID II). Štoviše, to je ne samo lišeno smisla nego i povezano s nepotrebnim te u konačnici potpuno beskorisnim administrativnim opterećenjem stranaka. EGSO smatra da se u interesu dobre i održive regulatorne prakse takva postupanja moraju izbjegavati.

Bruxelles, 23. ožujka 2022.

Predsjednica
Europskog gospodarskog i socijalnog odbora
Christa SCHWENG
