



EURÓPSKA KOMISIA

V Bruseli 20.10.2011
SEK(2011) 1227 v konečnom znení

PRACOVNÝ DOKUMENT ÚTVAROV KOMISIE

ZHRNUTIE POSÚDENIA VPLYVU

Sprievodný dokument

Návrh

SMERNICA EURÓPSKEHO PARLAMENTU A RADY

Trhy s finančnými nástrojmi [prepracované znenie]

a

Návrh

NARIADENIE EURÓPSKEHO PARLAMENTU A RADY

Trhy s finančnými nástrojmi

{KOM(2011) 656 v konečnom znení}
{SEK(2011) 1226 v konečnom znení}

PRACOVNÝ DOKUMENT ÚTVAROV KOMISIE

ZHRNUTIE POSÚDENIA VPLYVU

Sprievodný dokument

Návrh

SMERNICA EURÓPSKEHO PARLAMENTU A RADY

Trhy s finančnými nástrojmi [prepracované znenie]

a

Návrh

NARIADENIE EURÓPSKEHO PARLAMENTU A RADY

Trhy s finančnými nástrojmi

1. VYMEDZENIE PROBLÉMU

Smernicou o trhoch s finančnými nástrojmi (MiFID) sa ustanovuje regulačný rámec na poskytovanie investičných služieb v oblasti finančných nástrojov (ako napríklad služby maklérske činnosti, poradenstvo, obchodovanie, správa portfólia, upisovanie atď.) bankami a investičnými spoločnosťami a na organizáciu regulovaných trhov organizátormi trhu, s príslušnými právomocami a povinnosťami vnútroštátnych príslušných orgánov.

Hlavným cieľom je ďalší rozvoj integrácie, konkurencieschopnosti a efektívnosti finančných trhov EÚ. Zrušila sa ňou možnosť, aby členské štáty vyžadovali, aby sa všetko obchodovanie s finančnými nástrojmi uskutočňovalo na konkrétnych burzách, a umožnila sa celoeurópska voľná hospodárska súťaž medzi tradičnými burzami a alternatívnymi miestami obchodovania. Takisto sa ňou bankám a investičným spoločnostiam poskytlo silnejšie „oprávnenie“ na poskytovanie investičných služieb v rámci celej EÚ pod podmienkou dodržiavania organizačných požiadaviek a požiadaviek na podávanie správ a komplexnej ochrany investora.

Aj vďaka technologickému pokroku sa vďaka nej po 3,5 roku dosiahla väčšia hospodárska súťaž medzi miestami obchodujúcimi s finančnými nástrojmi a väčší výber pre investorov, pokiaľ ide o poskytovateľov služieb a finančné nástroje. Celkovo sa transakčné náklady znížili a zvýšila sa integrácia. Zistili sa však aj určité problémy.

1.1. Nerovnaké podmienky medzi trhmi a účastníkmi trhu

Vykonávanie MiFID v spojení s vplyvom technologického pokroku dramaticky zmenilo štruktúru finančných trhov v rámci celej Európy, najmä v súvislosti s akciami, a viedlo k zmene správania účastníkov trhu v snahe reagovať na tento vývoj.

Po prvé, napriek poskytovaniu porovnateľných služieb pre regulované trhy MTF môžu v praxi podliehať menej prísnemu regulačnému režimu a režimu dohľadu. Okrem toho vznikli nové miesta obchodovania a štruktúry trhu, ako napríklad systémy kríženia príkazov zadaných maklérmí (broker crossing systems) a platformy obchodovania s derivátmi, ktoré vykonávajú podobné činnosti ako MTF alebo systematickí internalizátori bez toho, aby podliehali rovnakým regulačným požiadavkám (transparentnosť a ochrana investora).

Okrem toho rýchle technologické zmeny, najmä v oblasti rastu automatizovaného obchodovania a vysokofrekvenčného obchodovania spôsobujú obavy týkajúce sa možných nových rizík pre riadne fungovanie trhov, o to viac, že nie všetci obchodníci zaoberajúci sa vysokofrekvenčným obchodovaním podliehajú ustanoveniam o povolení a dohľade podľa MiFID.

Po tretie, rast mimoburzového obchodovania (OTC) s akciami vedie k obavám niektorých vnútroštátnych orgánov dohľadu, pokiaľ ide o kvalitu tvorby cien na burzách a jej reprezentatívnu povahu. Okrem toho skupina G20 odsúhlasila, že sa obchodovanie so štandardizovanými mimoburzovými derivátmi podľa potreby presunie na burzy alebo na elektronické obchodné platformy.

1.2. Ťažkosti MSP, pokiaľ ide o prístup na finančné trhy

Malé a stredné podniky čelia pri získavaní kapitálu z akciových trhov väčším ťažkostiam a vyšším nákladom ako väčší emitenti. Tieto ťažkosti súvisia s nedostatočnou viditeľnosťou

trhov MSP, nedostatočnou trhovou likviditou pre akcie MSP a vysokými nákladmi na prvú verejnú ponuku.

1.3. Nedostatočná transparentnosť pre účastníkov trhu

Objavili sa určité obavy týkajúce sa toho, že systém transparentnosti stanovený v MiFID je pre účastníkov trhu na akciových aj neakciových trhoch nedostatočný.

So zreteľom na akciové trhy rast elektronického obchodovania uľahčil vytváranie skrytej likvidity a používanie neprehľadných pokynov, ktoré účastníci trhu uplatňujú s cieľom minimalizovať náklady súvisiace s fungovaním trhu. Zvýšené využívanie tzv. dark pools vyvoláva obavy v oblasti regulácie, keďže môže v konečnom dôsledku ovplyvniť kvalitu mechanizmu určovania cien na transparentných trhoch. Účastníci trhu, ako aj orgány dohľadu vyjadrili obavy z časových oneskorení v uverejňovaní správ o obchodovaní na akciových trhoch.

MiFID sa nevzťahuje na požiadavky transparentnosti v prípade neakciových trhov, ktoré sú regulované len na vnútroštátnej úrovni; nie vždy sa tieto požiadavky považujú za dostatočné.

Ďalšou otázkou je kvalita a formát informácií, ako aj náklady účtované za informácie a ťažkosti s konsolidáciou informácií. Ak sa tieto otázky v plnom rozsahu nevyriešia, môžu oslabiť spoločné ciele MiFID, pokiaľ ide o transparentnosť, hospodársku súťaž medzi poskytovateľmi finančných služieb a ochranu investora.

1.4. Nedostatočná transparentnosť pre regulačné orgány a nedostatočné právomoci v oblasti dohľadu v kľúčových oblastiach

Zvýšená prítomnosť finančných investorov na komoditných trhoch, najmä na niektorých kľúčových referenčných trhoch s komoditnými derivátmi (napr. na trhoch s ropou alebo na poľnohospodárskych trhoch), mohla viesť k nadmernému zvyšovaniu cien a volatilitate. Pre deriváty, a najmä deriváty komodít neexistuje dohľad nad pozíciami a ich riadenie, ktorými by sa mohlo zabrániť narušeniu trhov a poškodeniu investorov. Nedostatočne jasný a súdržný regulačný rámec v oblasti emisných kvót má negatívny účinok na integritu trhu a ochranu investora na spotovom sekundárnom trhu s emisnými kvótami.

Existujúce požiadavky na oznamovanie transakcií neposkytujú príslušným orgánom úplný prehľad o trhu, pretože ich rozsah je príliš malý (napr. finančné nástroje, s ktorými sa obchoduje len mimo burzy, v súčasnosti nepodliehajú oznamovaniu) a pretože sú príliš rozdielne.

Zo skúseností, najmä z tých z obdobia finančnej krízy vyplýva, že neexistujú dostatočné právomoci na to, aby sa zakázalo alebo obmedzilo obchodovanie alebo distribúcia produktu alebo služby v prípade nepriaznivého vývoja alebo obmedzení, a takisto neexistujú dostatočné právomoci v oblasti vyšetrovania alebo sankcie.

1.5. Nedostatočná ochrana investora

Súčasná smernica MiFID obsahuje niekoľko ustanovení, ktoré vedú k tomu, že investori nie sú chránení na dostatočnej alebo primeranej úrovni. V dôsledku toho môžu byť investorom nesprávne predané finančné produkty, ktoré pre nich nie sú vhodné, alebo investori môžu uskutočniť investičné rozhodnutia, ktoré nie sú optimálne.

Po prvé, existuje nerovnomerný záber poskytovateľov služieb s niektorými investičnými spoločnosťami a niektorými produktmi, ako sú napríklad štruktúrované vklady, na ktoré sa MiFID nevzťahuje vôbec alebo ich pokrytie MiFID nie je dostatočne jednoznačné.

Po druhé, existujú nejasnosti o niektorých službách poskytovaných investorom, ako napríklad služby zabezpečujúce len vykonávanie pokynov, kvalita investičného poradenstva alebo rámec pre stimuly. V prípade stimulov sa pravidlá MiFID týkajúce sa zverejňovania informácií o stimuloch od tretích strán neosvedčili vždy ako celkom jasné alebo dobre zrozumiteľné pre investorov.

Po tretie, prípady nesprávneho predaja vyvolali otázky týkajúce sa poskytovania služieb neretailovým klientom a klasifikácie klientov.

Nakoniec, nedostatočné údaje o kvalite vykonávania by mohli zhoršiť schopnosť investičných spoločností vybrať najlepšie možné miesto na vykonanie obchodu pre klienta.

1.6. Nedostatky v niektorých oblastiach organizácie, postupov, kontrol rizík a posudzovania účastníkov trhu

Problém má dva základné rozmery. Po prvé, úloha riaditeľov a organizačné zabezpečenie sú nedostatočné na uvedenie nových produktov na trh, na operácie a služby a funkcie vnútornej kontroly majú nedostatky, ktoré sa zistili počas nedávnych udalostí. Po druhé, neexistujú dostatočné špecifické organizačné požiadavky na správu portfólia, upisovanie a umiestňovanie cenných papierov, čo sa zistilo prostredníctvom mnohých sťažností od klientov zaregistrovaných v rôznych členských štátoch.

1.7. Prekážky v hospodárskej súťaži v rámci infraštruktúry pre zúčtovanie

Spôsob fungovania spojenia medzi miestami obchodovania v EÚ s poskytovateľmi služieb zúčtovania odhalil a vyvolal súbor prekážok v oblasti účinnej cezhraničnej hospodárskej súťaži. Zatiaľ čo sa naďalej diskutuje o výhodách a relatívnych silných stránkach vertikálne integrovaných platforiem obchodovania a zúčtovania na jednej strane a horizontálne orientovaných zúčtovacích centier poskytujúcich služby viacerým platformám obchodovania na strane druhej, tieto prekážky bránia hospodárskej súťaži v celej EÚ na úrovni platforiem obchodovania otvorených MiFID.

2. ANALÝZA SUBSIDIARITY

Väčšina otázok, ktorých sa týka revízia, sú už v súčasnosti zahrnuté do acquis a MiFID. Okrem toho sú finančné trhy vo svojej podstate cezhraničné, a to v čoraz väčšom rozsahu. Medzinárodné trhy si vyžadujú medzinárodné pravidlá v čo najväčšom rozsahu. Podmienky, podľa ktorých spoločnosti a organizátori môžu v tejto súvislosti súťažiť, či už ide o pravidlá týkajúce sa transparentnosti pred obchodovaním alebo po obchodovaní, ochranu investora alebo hodnotenie a kontrolu rizík účastníkmi trhu, musia byť spoločné v celej Únii a v súčasnosti tvoria základ MiFID. V oblastiach, v ktorých sa to umožňuje smernicou, už členské štáty zaviedli prísnejšie požiadavky. To však znamená, že riešili problémy len v rámci svojich hraníc. Nekoordinovanými opatreniami by sa nedosiahli rovnaké podmienky pre všetkých a rovnaké úrovne ochrany investora/integrity trhu. Vyžadujú sa opatrenia na európskej úrovni s cieľom aktualizovať a upraviť regulačný rámec stanovený v MiFID, aby sa zohľadnil vývoj na finančných trhoch od času jej implementácie.

Európsky orgán pre cenné papiere a trhy (ESMA – European Securities and Market Authority) by mal taktiež zohrávať kľúčovú úlohu pri vykonávaní nových legislatívnych návrhov. Jedným z cieľov vytvorenia európskeho orgánu je ďalej posilňovať fungovanie jednotného trhu pre trhy s cennými papiermi; nové pravidlá na úrovni Únie sú potrebné na to, aby sa ESMA udelili všetky príslušné právomoci.

3. CIELE

Na základe uvedenej analýzy problému je všeobecným cieľom revízie MiFID posilniť dôveru investorov, znížiť riziká narušenia trhu a systémové riziká, zvýšiť účinnosť finančných trhov a zároveň znížiť nepotrebné náklady pre účastníkov.

Na dosiahnutie týchto všeobecných cieľov sa vyžaduje realizácia týchto špecifickejších cieľov politiky:

- 1) Zabezpečiť rovnaké podmienky medzi účastníkmi trhu;
- 2) Zvýšiť transparentnosť trhu pre účastníkov trhu;
- 3) Posilniť transparentnosť smerom k regulačným orgánom a ich právomoci v kľúčových oblastiach a zvýšiť koordináciu na európskej úrovni;
- 4) Zvýšiť ochranu investora;
- 5) Riešiť organizačné nedostatky a podstupovanie nadmerných rizík alebo nedostatočnú kontrolu vykonávanú investičnými spoločnosťami a organizátormi trhu.

4. MOŽNOSTI POLITIKY

Počet možností politiky, o ktorých sa v revízii uvažuje, je veľmi veľký.

Pokiaľ ide o prvý všeobecný cieľ, možnosti sa týkajú vhodnej regulácie všetkých štruktúr trhu, zohľadnenia potrieb menších účastníkov ako MSP, ako aj nových technológií obchodovania. To zahŕňa rôzne posilnenia regulačného rámca existujúcich miest obchodovania, požiadavky na udelenie povolenia a možnosť vytvorenia novej kategórie miest obchodovania s názvom organizované obchodné systémy (OTF – organised trading facilities), ktoré by sa používali na tú časť obchodovania s akciami, ktorú v súčasnosti vykonávajú Broker Crossing Systems (BCS), ako aj na obchodovanie s derivátmi v rôznych formátoch. Pokiaľ ide konkrétne o MSP, dve vybrané možnosti sú buď zaviesť režim prispôbený potrebám trhov MSP, alebo podporiť iniciatívu pod vedením odvetvia, aby sa posilnila viditeľnosť týchto trhov. Po technickej stránke je pozornosť upriamená na lepšie kontrolovanie používateľov týchto systémov, ako aj na spôsob, akým vstupujú na trhy.

Pokiaľ ide o druhý všeobecný cieľ, možnosti na zvýšenie transparentnosti obchodu zahŕňajú prispôbenie súčasných požiadaviek na akcie a zostavenie nových požiadaviek v rôznych formátoch pre neakciové trhy. Okrem toho sa uvažuje aj o niekoľkých možnostiach, ktorých cieľom je znížiť náklady na trhové údaje a zlepšiť prístup k týmto údajom cez konsolidovaný informačný systém.

Pokiaľ ide o tretí cieľ, právomoci regulačných orgánov by sa mohli posilniť zavedením rôznych opatrení, ako napríklad režim vydávania povolení na nové činnosti, systém riadenia pozícií a posilnenie v rôznych systémoch sankčného režimu. Harmonizácia podmienok pre režim tretej strany by sa mohla uskutočniť prostredníctvom rôznych právnych prostriedkov, pričom bolo predložených niekoľko možností na rozšírenie rozsahu podávania správ o transakciách a na zlepšenie oznamovacích kanálov, ktoré sa na podávanie správ využívajú. Oblasť, ktorej sa venuje osobitná pozornosť, sú trhy s komoditnými derivátmi s vytvorením rôznych mechanizmov na lepšiu kontrolu volatility, ako aj aktérov na týchto trhoch a ich činnosti.

Pokiaľ ide o štvrtý cieľ, posilnenie ochrany investora pozostáva z niekoľkých možností zameraných na konkrétne oblasti služieb ako investičné poradenstvo alebo komplexné produkty, na ktoré by sa mohol uplatňovať prísnejší rámec a žiadosti o viac informácií.

Posledný cieľ by sa mohol riešiť cez rôzne politiky, ktoré sa zaoberajú posilnením správy a riadenia spoločností, prísnejšími požiadavkami na organizáciu špecifických služieb, ako je správa portfólia a harmonizovanejší režim telefónneho a elektronického zaznamenávania.

5. POSÚDENIE VPLYVU UPREDNOSTŇOVANÝCH MOŽNOSTÍ

Rôzne politické možnosti boli testované na základe kritérií ich účinnosti a efektívnosti pri dosahovaní súvisiacich cieľov. Porovnanie možností politiky vedie k týmto záverom:

V prípade prvého všeobecného cieľa je prvou uprednostňovanou možnosťou vytvorenie režimu OTF, ktorý má tri ciele: i) vytvoriť primeraný regulačný rámec pre broker crossing systems, ktoré sa používajú na akciových trhoch, ii) vytvoriť primeraný regulačný rámec pre rôzne typy systémov obchodovania, ktoré v súčasnosti nie sú regulované ako miesta obchodovania, a iii) mať k dispozícii rámec, ktorý je dostatočne dynamický na to, aby vyhovoval budúcim systémom a riešeniam obchodovania, ktoré by mohli vzniknúť v budúcnosti. Druhé uprednostňované riešenie je ďalšia regulácia spoločností vykonávajúcich automatizované obchodovanie, ako aj samotných organizátorov trhu, najmä pokiaľ ide o spoľahlivé riadenie rizika a prevádzkové záruky. Niekoľko možností, ktoré by obmedzili činnosti vysokofrekvenčného obchodovania (HFT) so škodlivými vplyvmi na likviditu trhu, ako napríklad nariadenie minimálnej lehoty, počas ktorej musia pokyny ostať v knihe objednávok, bolo vylúčených. Pokiaľ ide o MSP, iniciatíva pod vedením odvetvia bola vylúčená, pretože by bola príliš nákladná v pomere k jej obmedzeným potenciálnym výhodám.

V prípade druhého cieľa sa uprednostňuje možnosť spojenia zefektívneného existujúceho režimu pre transparentnosť na akciových trhoch so zavedením špecifického režimu pre transparentnosť, ktorý sa bude prispôbovať jednotlivým zahrnutým typom neakciového finančného nástroja (t. j. dlhopisové a derivátové trhy). Takto by sa malo dospieť k rovnováhe medzi transparentnosťou a likviditou.

Pokiaľ ide o právomoci regulačných orgánov a konzistentnosť postupov v oblasti dohľadu, uprednostňovanou možnosťou je spojenie možnosti zákazu nových služieb a produktov so systémom riadenia pozícií. Tak sa posilnia právomoci regulačných orgánov, aby mohli riešiť rizikové situácie v oblasti ochrany investora, stability trhu alebo systémového rizika. Okrem toho posilnenie spolupráce medzi regulačnými orgánmi fyzických a finančných komoditných trhov prispeje k usporiadanejším a stabilnejším trhom s komoditnými derivátmi.

Pokiaľ ide o transparentnosť smerom k regulačným orgánom, uprednostňovaný spôsob je spojiť rozšírený rozsah podávania správ o transakciách s lepším podávaním správ pomocou vytvorenia schválených mechanizmov podávania správ (Approved Reporting Mechanisms – ARM), ktorými by sa umožnilo oveľa rozsiahlejšie monitorovanie trhov prostredníctvom regulačných orgánov, čo by viedlo k posilneniu integrity trhu.

Pokiaľ ide o trhy s komoditnými derivátmi, nový systém podávania správ o pozíciách s preskúmaním výnimiek, ktoré využívali niektorí obchodníci s komoditami, zvýši transparentnosť voči regulačným orgánom aj verejnosti a umožní im lepšie odhadnúť vplyv prilevu finančných investícií na mechanizmus vytvárania cien a súvisiacu cenovú volatilitu.

Nakoniec rozšírením uplatňovania MiFID na sekundárne spotové obchodovanie s emisnými kvótami sa zabezpečí primeraná regulácia a dohľad nad spotovým trhom s uhlíkom a prinesie to súdržnosť regulačného rámca medzi fyzickými trhmi a trhmi s derivátmi a medzi primárnymi a sekundárnymi trhmi.

Pokiaľ ide o štvrtý cieľ, vybranými možnosťami sa najprv rozšíri pôsobnosť regulácie na produkty, služby a poskytovateľov a ochrana investora sa posilní zabezpečením náležitého pokrytia poskytovateľov investičných služieb (t. j. drobní investiční poradcovia, ktorí sú v súčasnosti podľa MiFID oslobodení, budú musieť podliehať analogickým vnútroštátnym pravidlám výkonu činnosti) a produktov (t. j. štruktúrované vklady). Okrem toho by sa zúžil zoznam komplexných produktov, ktoré by sa mohli predávať len na základe vykonávania pokynov, a požiadavky na informácie poskytované klientom by sa posilnili. Možnosť úplného zrušenia režimu založeného len na vykonávaní pokynov bola zamietnutá, pretože by bola príliš rušivá a príliš nákladná pre niektoré kategórie klientov s dobrými finančnými znalosťami. Špecifikovaním podmienok poskytovania nezávislého poradenstva by sa zlepšila kvalita investičného poradenstva. Nakoniec zakázaním stimulov v nezávislom investičnom poradenstve a správe portfólia sa odstráni súvisiaci konflikt záujmov spoločností, ktoré poskytujú tieto služby, a výsledkom bude lepšia kvalita služieb pre investorov.

V prípade posledného cieľa sa uprednostňuje možnosť spojenia posilnenia úlohy riaditeľov spoločností, najmä vo funkciách vnútornej kontroly a osobitných organizačných požiadaviek v správe portfólia a v upisovaní, ktoré sú kľúčovými oblasťami v súvislosti s ochranou investora a integritou trhu, a zároveň prispievajú ku koherentnejšiemu rámcu v Európe. Naopak, zavedenie novej samostatnej vnútornej funkcie na riešenie sťažností klientov bolo vylúčené ako príliš obmedzujúce a neflexibilné.

6. MONITOROVANIE A HODNOTENIE

Komisia bude sledovať, ako členské štáty uplatňujú zmeny navrhnuté v legislatívnej iniciatíve o trhoch s finančnými nástrojmi. Hodnotenie dôsledkov uplatňovania legislatívneho nástroja by sa mohlo uskutočniť tri roky od dátumu transpozície legislatívneho opatrenia, v súvislosti so správou Rade a Parlamentu. Správa by mohla byť založená na rôznych správach, v ktorých sa posudzuje vplyv rôznych uvedených regulačných opatrení v praxi.