



EVROPSKA KOMISIJA

Bruselj, 20.10.2011
SEC(2011) 1227 konč.

DELOVNI DOKUMENT SLUŽB KOMISIJE

POVEZETEK OCENE UČINKA

Spremni dokument k

predlogu

DIREKTIVE EVROPSKEGA PARLAMENTA IN SVETA

o trgih finančnih instrumentov [Prenovitev]

in

predlogu

UREDBE EVROPSKEGA PARLAMENTA IN SVETA

o trgih finančnih instrumentov

{COM(2011) 656 konč.}

{SEC(2011) 1226 konč.}

DELOVNI DOKUMENT SLUŽB KOMISIJE

POVEZETEK OCENE UČINKA

Spremni dokument k

predlogu

DIREKTIVE EVROPSKEGA PARLAMENTA IN SVETA

o trgih finančnih instrumentov [Prenovitev]

in

predlogu

UREDBE EVROPSKEGA PARLAMENTA IN SVETA

o trgih finančnih instrumentov

1. OPREDELITEV PROBLEMA

Direktiva o trgih finančnih instrumentov (MiFID) vzpostavlja regulativni okvir za opravljanje investicijskih storitev v zvezi s finančnimi instrumenti (npr. posredništvo, svetovanje, trgovanje, upravljanje portfeljev, izvedba prodaje primarne izdaje finančnih instrumentov itd.), ki jih opravljajo banke in investicijska podjetja, ter za delovanje organiziranih trgov, ki jih upravljajo upravljavci trga, pri čemer določa tudi ustrezna pooblastila in obveznosti nacionalnih pristojnih organov.

Splošni cilj je izboljšati povezovanje, konkurenčnost in učinkovitost finančnih trgov EU. Z navedeno direktivo je bila odpravljena možnost, da države članice zahtevajo, da se celotno trgovanje s finančnimi instrumenti izvaja na posebnih borzah, poleg tega je bila omogočena vseevropska konkurenca med tradicionalnimi borzami in drugimi mesti trgovanja. Za banke in investicijska podjetja so bile zagotovljene tudi večje možnosti za opravljanje investicijskih storitev v EU ob upoštevanju organizacijskih zahtev in zahtev glede poročanja ter celovite zaščite vlagateljev.

Po treh letih in pol veljavnosti navedene direktive se je povečala konkurenca med mesti trgovanja s finančnimi instrumenti, vlagatelji pa imajo večjo izbiro glede ponudnikov storitev in finančnih instrumentov; ta razvoj je še pospešil tehnološki napredek. Na splošno so se stroški poslovanja zmanjšali, trgi pa so postali bolj povezani. Kljub temu so bile ugotovljene nekatere težave.

1.1. Pomanjkanje enakih pogojev za trge in udeležence na trgu

Izvajanje direktive o trgih finančnih instrumentov je skupaj z učinkom tehnološkega napredka zlasti na področju lastniških vrednostnih papirjev znatno spremenilo strukturo finančnih trgov v Evropi, udeleženci na trgu pa so se temu napredku ustrezno prilagodili.

Kljub temu da so storitve MTF primerljive s storitvami organiziranih trgov, za MTF dejansko lahko velja manj stroga regulativna in nadzorna ureditev. Poleg tega so se pojavila nova mesta trgovanja in tržne strukture, kot so zunajborzni trgovni sistemi in trgovne platforme za izvedene finančne instrumente, v katerih se izvajajo posli, podobni poslom MTF ali sistematičnih internalizatorjev, vendar zanje ne veljajo iste pravne zahteve (preglednost in zaščita vlagateljev).

Hitre tehnološke spremembe, zlasti rast avtomatiziranega in visokofrekvenčnega trgovanja, vzbujajo skrb glede možnih novih tveganj na področju pravičnega delovanja trgov, predvsem pa skrb, da določbe direktive o trgih finančnih instrumentov v zvezi z dovoljenji in nadzorom ne veljajo za vse trgovce, ki se ukvarjajo z visokofrekvenčnim trgovanjem.

Zaradi povečanega trgovanja z lastniškimi vrednostnimi papirji zunaj organiziranega trga (OTC) nekatere nacionalne nadzorne organe skrbi kakovost oblikovanja cen na borzah in njihova reprezentativnost. Poleg tega so se voditelji skupine G-20 dogovorili, da se trgovanje s standardiziranimi izvedenimi finančnimi instrumenti zunaj organiziranega trga prenese na borze ali elektronske trgovne platforme, kadar je to primerno.

1.2. Težave MSP pri dostopu do finančnih trgov

Mala in srednja podjetja imajo pri zbiranju kapitala na trgih lastniških vrednostnih papirjev v primerjavi z večjimi izdajatelji večje težave in stroške. Te težave so povezane s premajhno

prepoznavnostjo trgov MSP, pomanjkanjem tržne likvidnosti delnic MSP in visokimi stroški prve javne ponudbe.

1.3. Pomanjkanje preglednosti za udeležence na trgu

Izražena je bila skrb, da ureditev glede preglednosti, določena v direktivi o trgih finančnih instrumentov, za udeležence na trgih lastniških vrednostnih papirjev in nelastniških vrednostnih papirjev ni zadostna.

V primeru trgov lastniških vrednostnih papirjev je rast elektronskega trgovanja omogočila pojav skritih virov likvidnosti in uporabo skritih naročil, ki jih udeleženci na trgu uporabljajo za zmanjšanje stroškov tržnega vpliva. Vendar povečana uporaba skritih virov likvidnosti vzbuja skrb glede regulativne ureditve, saj lahko vpliva na kakovost mehanizma oblikovanja cen na preglednih trgih. Udeleženci na trgu in nadzorniki so izrazili zaskrbljenost glede zamud pri objavi poročil o trgovanju na trgih lastniških vrednostnih papirjev.

Zahteve po preglednosti za trge nelastniških vrednostnih papirjev niso vključene v direktivo o trgih finančnih instrumentov in se urejajo le na nacionalni ravni, vendar ne nujno v zadostnem obsegu.

Poleg tega obstaja vprašanje kakovosti in oblike informacij, stroškov, ki se zaračunavajo za informacije, in težav pri konsolidaciji informacij. Če ta vprašanja ne bodo v celoti rešena, lahko ogrozijo ključne cilje direktive o trgih finančnih instrumentov v zvezi s preglednostjo, konkurenco med ponudniki finančnih storitev in zaščito vlagateljev.

1.4. Pomanjkanje preglednosti za regulativne organe in nezadostna nadzorna pooblastila na ključnih področjih

Na blagovnih trgih je večja prisotnost finančnih vlagateljev, zlasti na nekaterih ključnih referenčnih trgih izvedenih finančnih instrumentov na blago (npr. na naftnem in kmetijskem trgu), povzročila pretirana povišanja in nestanovitnost cen. V primeru izvedenih finančnih instrumentov in zlasti izvedenih finančnih instrumentov na blago ni nadzora nad pozicijami in njihovim upravljanjem, s čimer bi se lahko preprečili motnje na trgih ter škoda za vlagatelje. Premajhna jasnost in doslednost regulativnega okvira v zvezi z emisijskimi kuponi negativno vplivata na celovitost trga in zaščito vlagateljev na sekundarnih promptnih trgih za emisijske kupone.

Obstoječe zahteve glede poročanja o poslih pristojnim organom ne zagotavljajo celovitega pregleda nad trgom, saj je njihov obseg preozek (npr. o finančnih instrumentih, s katerimi se trguje le zunaj organiziranega trga, se trenutno ne poroča) in so preveč raznolike.

Izkušnje, zlasti pridobljene med finančno krizo, so razkrile pomanjkanje pooblastil za prepoved ali omejitev trgovanja ali prodaje produkta ali storitve v primeru neugodnih razmer ali omejitev ter preiskovalnih pooblastil in sankcij.

1.5. Nezadostna zaščita vlagateljev

Obstoječa direktiva o trgih finančnih instrumentov vsebuje več določb, zaradi katerih vlagatelji niso dovolj ali ustrezno zaščiteni. Zato se vlagateljem lahko prodajajo finančni produkti, ki zanje niso primerni, ali pa ti sprejemajo naložbene odločitve, ki zanje niso najboljše.

Prvič, ponudniki storitev niso enakomerno kriti, saj nekaterih investicijskih podjetij in produktov, na primer strukturiranih vlog, direktiva o trgih finančnih instrumentov ne ureja ali pa jih ne ureja dovolj jasno.

Drugič, obstajajo določene nejasnosti v zvezi z več storitvami za vlagatelje, denimo glede obsega storitev, ki zajemajo samo izvršitev posla, kakovosti investicijskega svetovanja ali okvira za spodbude. Kar zadeva okvir za spodbude, pravila o razkritju spodbud s strani tretjih oseb iz direktive o trgih finančnih instrumentov za vlagatelje niso bila vedno jasna ali dobro opredeljena.

Tretjič, zaradi primerov prodaje neprimernih produktov so se pojavile težave v zvezi z opravljanjem storitev za stranke, ki niso neprofesionalni vlagatelji, in razvrstitvijo strank.

Nazadnje, pomanjkanje podatkov o kakovosti izvrševanja lahko zmanjša zmožnost investicijskih podjetij, da izberejo najboljše mogoče mesto za izvršitev posla za stranko.

1.6. Pomanjkljivosti na nekaterih področjih organizacije, postopkov, obvladovanja tveganj in ocene udeležencev na trgu

Ta problem je sestavljen iz dveh delov. Prvič, nezadostna vloga direktorjev in nezadostna organizacijska ureditev izdajanja novih produktov, poslovanja in storitev ter pomanjkljivosti na področju notranje kontrole, ki so jih razkrili nedavni dogodki. Drugič, pomanjkanje posebnih organizacijskih zahtev na področju upravljanja portfeljev, izvedbe prodaje primarne izdaje finančnih instrumentov in plasiranja vrednostnih papirjev, ki so ga razkrile številne pritožbe strank, registriranih v različnih državah članicah.

1.7. Ovire za konkurenco na področju klirinških infrastruktur

Razvoj na področju povezovanja mest trgovanja EU s ponudniki klirinških storitev je razkril ovire za učinkovito čezmejno konkurenco, vendar je prispeval tudi k njihovemu nastanku. Čeprav še vedno obstajajo različna mnenja o prednostih in relativnih koristih vertikalno integriranega trgovanja in klirinških platform na eni strani ter horizontalno usmerjenih klirinških podjetij, ki ponujajo storitve več trgovalnim platformam, na drugi strani, te ovire omejujejo vseevropsko konkurenco na ravni trgovalnih platform, uvedenih z direktivo o trgih finančnih instrumentov.

2. ANALIZA SUBSIDIARNOSTI

Večina vprašanj, obravnavanih v okviru revizije, je že zdaj zajetih v pravnem redu in direktivi o trgih finančnih instrumentov. Poleg tega so finančni trgi po svoji naravi čezmejni in to postaja še bolj izrazito. Mednarodni trgi potrebujejo mednarodna pravila v največjem možnem obsegu. Glede na to morajo biti pogoji, v skladu s katerimi lahko podjetja in upravljavci konkurirajo med sabo, ne glede na to, ali gre za pravila o preglednosti pred trgovanjem in po njem, zaščititi vlagateljev ali oceni in obvladovanju tveganj s strani udeležencev na trgu, v različnih državah enaki, in vse to so osrednja vprašanja direktive o trgih finančnih instrumentov. Na nekaterih področjih, na katerih to Direktiva omogoča, so države članice že uvedle strožje zahteve. Vendar to pomeni, da so težave rešile le znotraj svojih meja. Neusklajeni ukrepi ne bi ustvarili enakih konkurenčnih pogojev in enake ravni zaščite vlagateljev / celovitosti trga. Sprejeti je treba ukrepe na evropski ravni, da se posodobi in spremeni regulativni okvir iz direktive o trgih finančnih instrumentov, tako da bo upoštevan razvoj na finančnih trgih od njegove uvedbe.

Pri izvajanju novih pravnih predlogov mora imeti ključno vlogo tudi Evropski organ za vrednostne papirje in trge (ESMA). Eden od ciljev ustanovitve Evropskega organa za vrednostne papirje in trge je dodatno izboljšati delovanje enotnega trga vrednostnih papirjev, zato so potrebna nova pravila na ravni Unije, da bo imel organ ESMA vsa ustrezna pooblastila.

3. CILJI

Glede na zgornjo analizo problema so splošni cilji revizije direktive o trgih finančnih instrumentov povečati zaupanje vlagateljev, zmanjšati tveganja za izkrivljanje trga in sistemska tveganja ter povečati učinkovitost finančnih trgov ob zmanjšanju nepotrebnih stroškov udeležencev.

Za doseganje teh splošnih ciljev je treba uresničiti naslednje bolj specifične cilje politike:

- (1) zagotoviti enake konkurenčne pogoje za udeležence na trgu;
- (2) povečati preglednost trga za udeležence na trgu;
- (3) okrepiti preglednost za regulatorje in njihova pooblastila na ključnih področjih ter izboljšati usklajevanje na evropski ravni;
- (4) povečati zaščito vlagateljev;
- (5) odpraviti organizacijske pomanjkljivosti in prevzemanje pretiranih tveganj ali nezadosten nadzor s strani investicijskih podjetij in upravljavcev trga.

4. MOŽNOSTI POLITIKE

V okviru revizije je obravnavano znatno število možnosti politike.

Možnosti za prvi splošni cilj vključujejo ustrezno ureditev za vse tržne strukture ob upoštevanju potreb manjših udeležencev, kot so MSP, in novih trgovnih programov. To vključuje različne okrepitve regulativnega okvira za obstoječa mesta trgovanja, zahteve glede dovoljenj in možnost uvedbe nove kategorije mest trgovanja, tj. organiziranih trgovnih sistemov (v nadaljnjem besedilu: OTF), ki bi se uporabljala za del trgovanja z lastniškimi vrednostnimi papirji, ki ga sedaj opravljajo zunajborzni trgovni sistemi, in za trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti v različnih oblikah. Izbrani možnosti za MSP sta uvedba ureditve, prilagojene trgov MSP, ali spodbujanje pobude industrije za povečanje prepoznavnosti teh trgov. Na tehnološkem področju je poudarek na boljšem nadzoru uporabnikov teh sistemov in njihovega načina dostopa do trgov.

Možnosti za drugi splošni cilj, tj. povečati preglednost trgovanja, vključujejo prilagoditev trenutnih zahtev za lastniške vrednostne papirje in uvedbo novih zahtev v različnih oblikah za trge nelastniških vrednostnih papirjev. Predlaga se tudi več možnosti za zmanjšanje stroškov pridobivanja podatkov o trgih in lažji dostop do teh podatkov prek sistema stalnih informacij.

Kar zadeva tretji cilj, bi se lahko pooblastila regulatorjev razširila z uvedbo različnih ukrepov, kot so sistem dovoljenj za nove dejavnosti, sistem upravljanja pozicij in okrepitev v okviru različnih sistemov kazni. Pogoje ureditve za tretje osebe bi lahko poenotili na različne pravne načine, predlaganih pa je tudi več možnosti za širitev obsega poročanja o poslih in izboljšanje

načinov takšnega poročanja. Posebna pozornost je namenjena trgom izvedenih finančnih instrumentov na blago, in sicer z vzpostavitvijo različnih mehanizmov za boljši nadzor nestanovitnosti ter akterjev na teh trgih in njihovih dejavnosti.

Kar zadeva četrti cilj, tj. povečati zaščito vlagateljev, je na voljo več možnosti, ki se nanašajo na določena področja storitev, kot so investicijsko svetovanje ali kompleksni produkti, za katere bi se lahko uporabila strožji okvir in zahteva po obsežnejšem poročanju .

Zadnji cilj bi bilo mogoče doseči z različnimi politikami za okrepitev korporativnega upravljanja, strožjimi zahtevami za organizacijo specifičnih storitev, kot je upravljanje portfeljev, ter bolj usklajeno ureditvijo snemanja telefonskih pogovorov in evidentiranja elektronskih komunikacij.

5. OCENA UČINKA PREDNOSTNIH MOŽNOSTI

Različne možnosti politike so bile ocenjene glede na uspešnost in učinkovitost pri doseganju z njimi povezanih ciljev. Na podlagi primerjave možnosti politike je bilo ugotovljeno naslednje:

Za prvi splošni cilj je prva glavna prednostna možnost vzpostavitve ureditve OTF s tremi cilji: (i) vzpostaviti ustrezen regulativni okvir za zunajborzne trgovalne sisteme na trgih lastniških vrednostnih papirjev, (ii) vzpostaviti ustrezen regulativni okvir za različne vrste sistemov trgovanja, ki trenutno niso urejeni kot mesta trgovanja, (iii) oblikovati dovolj prožen okvir, da se lahko vanj vključijo prihodnji sistemi trgovanja in rešitve, ki bi se lahko pojavile v prihodnosti. Druga glavna prednostna rešitev je dodatna ureditev za podjetja, ki izvajajo avtomatizirano trgovanje, kot tudi za upravljavce trga, zlasti na področju zanesljivega obvladovanja tveganj in operativnih zaščitnih ukrepov. Izločenih je bilo več možnosti, ki bi s škodljivim vplivom na likvidnost trga omejevale dejavnost visokofrekvenčnega trgovanja, na primer uvedba minimalnega obdobja, med katerim morajo naročila ostati v knjigi naročil. Na področju MSP je bila izločena pobuda industrije, ker je predraga glede na njene omejene potencialne koristi.

Za drugi cilj je prednostna možnost kombinacija poenostavitve obstoječe ureditve glede preglednosti na trgih lastniških vrednostnih papirjev z uvedbo take ureditve glede preglednosti, ki bo prilagojena posameznim vrstam nelastniških finančnih instrumentov (tj. trgom obveznic in izvedenih finančnih instrumentov). S tem naj bi se doseglo primerno ravnovesje med preglednostjo in likvidnostjo.

Glavna prednostna možnost glede pooblastil regulatorjev in doslednosti nadzorne prakse je kombinacija možnosti prepovedi novih storitev in produktov ter sistema upravljanja pozicij. S tem se bodo okrepila pooblastila regulatorjev za zmanjšanje tveganj na področjih zaščite vlagateljev, stabilnosti trga ali sistemskih tveganj. Poleg tega bo okrepitev sodelovanja med regulatorji fizičnih in finančnih blagovnih trgov prispevala k večji urejenosti in stabilnosti trgov z izvedenimi finančnimi instrumenti na blago.

Glede preglednosti za regulatorje je glavna prednostna možnost kombinacija razširjenega obsega poročanja o poslih in izboljšanja poročanja z uvedbo odobrenih mehanizmov poročanja, kar bo regulatorjem omogočilo veliko obsežnejše spremljanje trgov, to pa bo okrepilo celovitost trga.

Na trgih izvedenih finančnih instrumentov na blago se bo z novim sistemom poročanja o pozicijah in revizijo izjem, ki so veljale za nekatere trgovce z izvedenimi finančnimi

instrumenti na blago, povečala preglednost za regulatorje in tudi javnost ter se jim bo omogočila boljša ocena učinka pritoka finančnih naložb na mehanizem oblikovanja cen in z njim povezano nestanovitnost cen.

Razširitev uporabe direktive o trgih finančnih instrumentov na sekundarno promptno trgovanje z emisijskimi kuponi bo zagotovila ustrezno ureditev in nadzor promptnega trga ogljika in v regulativnem okviru omogočila skladnost med fizičnimi trgi in trgi izvedenih finančnih instrumentov na blago ter med primarnimi in sekundarnimi trgi.

Kar zadeva četrti cilj, bodo izbrane možnosti razširile področje regulacije na produkte, storitve in izvajalce ter povečale zaščito vlagateljev z zagotovitvijo ustrezne vključenosti izvajalcev investicijskih storitev (tj. za male investicijske svetovalce, ki so trenutno izvzeti iz direktive o trgih finančnih instrumentov, bodo veljala nacionalna enakovredna pravila o poslovanju) in produktov (tj. strukturiranih vlog). Poleg tega bi se seznam kompleksnih produktov, ki se lahko stranki prodajajo brez svetovanja, skrajšal, zahteve glede informacij za stranke pa okrepile. Možnost popolne odprave ureditve prodaje produktov brez svetovanja je bila izločena, ker je bila za nekatere kategorije strank z dobrim finančnim znanjem preveč moteča in predraga. Kakovost investicijskega svetovanja bi se izboljšala z določitvijo pogojev za opravljanje samostojnega svetovanja. S prepovedjo spodbud za samostojno investicijsko svetovanje in upravljanje portfeljev se bo preprečilo s tem povezano nasprotje interesov podjetij, ki opravljajo te storitve, zato se bo izboljšala kakovost storitev za vlagatelje.

Prednostna možnost za zadnji cilj je kombinacija okrepitve vloge direktorjev podjetij, zlasti na področju notranje kontrole, ter posebnih organizacijskih zahtev za upravljanje portfeljev in izvedbo prodaje primarne izdaje finančnih instrumentov, ki so ključne za zaščito vlagateljev in celovitost trga, ter izboljšanja usklajenosti evropskega okvira. Nasprotno pa je bila uvedba nove ločene notranje funkcije za obravnavanje pritožb strank izločena kot preveč zahtevna in toga.

6. SPREMLJANJE IN VREDNOTENJE

Komisija bo spremljala, kako države članice izvajajo spremembe, predlagane v zakonodajni pobudi o trgih finančnih instrumentov. Vrednotenje posledic uporabe zakonodajnega ukrepa se lahko izvede tri leta po datumu za prenos zakonodajnega ukrepa, in sicer v obliki poročila Svetu in Parlamentu. To poročilo lahko temelji na različnih poročilih, v katerih je ocenjen učinek različnih zgoraj določenih regulativnih ukrepov v praksi.