

Mnenje Evropskega ekonomsko-socialnega odbora o predlogu uredbe Evropskega parlamenta in Sveta o trgih finančnih instrumentov in spremembi Uredbe (uredba o infrastrukturi evropskega trga) o izvedenih finančnih instrumentih OTC, centralnih nasprotnih strankah in repozitorijih sklenjenih poslov

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

(2012/C 143/14)

Glavni poročevalec: **Edgardo IOZIA**

Svet in Evropski parlament sta 25. oziroma 15. novembra 2011 sklenila, da v skladu s členom 114 Pogodbe o delovanju Evropske unije (PDEU) Evropski ekonomsko-socialni odbor zaprosita za mnenje o naslednjem dokumentu:

Predlog uredbe Evropskega parlamenta in Sveta o trgih finančnih instrumentov in spremembi Uredbe [uredba o infrastrukturi evropskega trga] o izvedenih finančnih instrumentih OTC, centralnih nasprotnih strankah in repozitorijih sklenjenih poslov

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

Predsedstvo Evropskega ekonomsko-socialnega odbora je 25. oktobra 2011 strokovno skupino za enotni trg, proizvodnjo in potrošnjo zadolžilo za pripravo dela Odbora na tem področju.

Zaradi nujnosti postopka je Evropski ekonomsko-socialni odbor na 478. plenarnem zasedanju 22. in 23. februarja 2012 (seja z dne 22. februarja) za glavnega poročevalca imenoval g. IOZIO ter mnenje sprejel z 99 glasovi za in 5 vzdržanimi glasovi.

1. Sklepi in priporočila

1.1 EESO pozdravlja predlog uredbe Komisije in izraža željo, da bi dosegli boljšo zaščito varčevalcev in načela iz direktive razširili na vse finančne instrumente ⁽¹⁾.

1.2 EESO meni, da so cilji predloga uredbe naslednji:

- povečati transparentnost poslovanja in število informacij o transakcijah pristojnim organom;
- kot obvezno določiti trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti samo na organiziranih mestih trgovanja;
- olajšati odpravo ovir za nediskriminatoren dostop do klirinških storitev;
- povečati nadzor vrednostnih papirjev in pozicij izvedenih finančnih instrumentov;
- nadzor nad finančnimi storitvami, ki jih izvajajo podjetja iz tretjih držav brez podružnice v EU;
- nadzor in zmanjšanje vpliva avtomatiziranih in algoritemskih metod trgovanja.

1.3 Predlog uredbe povečuje transparentnost trga in vsebuje nekatere ukrepe, ki zmanjšujejo razdrobljenost. Enotna uporaba predpisov preprečuje – na finančnih trgih zelo visoko – tveganje regulativne arbitraže, zato bodo končni uporabniki (vsaj teoretično) imeli korist od pričakovanega zmanjšanja transakcijskih stroškov.

1.4 Komisija bi morala v predloženih zakonodajnih predlogih jasno poudariti, kakšne so koristi za različne akterje, ki jih zadeva zakonodaja: za posamezne uporabnike finančnih storitev, mala in srednje velika podjetja, ponudnike storitev in javno upravo.

1.5 Eden od splošnih vidikov, ki bi ga morala Komisija odločno podpreti, je program za finančno izobraževanje. EESO je to vprašanje pred kratkim obravnaval v svojem mnenju na lastno pobudo ⁽²⁾.

1.6 Čeprav se stroški, ki nastajajo z novo uredbo, ne zdijo zelo visoki, EESO izraža pomisleke zaradi morebitnega učinka na makroekonomske stroške, ki bodo vplivali na finančni sistem in za katere se zdi, da v presoji učinka niso bili ustrezno upoštevani. Glede tega vprašanja je EESO že dolgo in ob različnih priložnostih pozival k izvedbi "temeljite analize skupnega učinka regulativnih pobud na finančni sistem in kapitalski trg. Stabilen in učinkovit sistem bi moral spodbujati finančno stabilnost in likvidnost realnega gospodarstva" ⁽³⁾. EESO izraža zadovoljstvo, da se je Komisija odločila za izvedbo te študije, ki je nepogrešljiva za razumevanje skupnega učinka vseh regulativnih ukrepov, in izraža željo, da bi bila študija kmalu objavljena.

⁽¹⁾ UL C 54, 19.2.2011, str. 44.

⁽²⁾ UL C 318, 29.10.2011, str. 24.

⁽³⁾ UL C 107, 6.4.2011, str. 21.

1.7 EESO opozarja na vprašanje združljivosti člena 40 uredbe o delegiranih aktih s členom 290 PDEU. Število, vsebina in pogoji delegiranih aktov niso skladni z določbami Pogodbe in postavljajo preveč temeljnih vprašanj uredbe izven običajnega zakonodajnega postopka. EESO priporoča skrben premislek, da bi ponovno vzpostavili popolno skladnost PDEU in člena 40.

2. Predlog uredbe

2.1 V zadnjih letih so se finančni trgi korenito spremenili. Pojavili so se novi produkti in mesta trgovanja, tehnološke inovacije, kakršno je visokofrekvenčno trgovanje, pa so povsem revolucionirale to področje.

2.2 Cilj predlogov je povečanje učinkovitosti, odpornosti in transparentnosti trgov ter okrepitev zaščite vlagateljev. Novi zakonodajni okvir daje regulativnim organom več nadzornih pooblastil in določa jasna pravila delovanja za vse dejavnosti trgovanja.

2.3 Ključni elementi predloga

2.3.1 Trdnjše in učinkovitejše strukture trgov: večstranske sisteme trgovanja (MTF) in regulirane trge zajema že direktiva MiFID, sedanja revizija pa na področje uporabe direktive uvaja novo vrsto mesta trgovanja: organizirane sisteme trgovanja (OTF). To so neregulirane platforme, katerih vloga postaja vse pomembnejša. S standardnimi pogodbami za izvedene finančne instrumente, na primer, so vedno pogostejše trguje na teh platformah. Novi predlog naj bi zapolnil to vrzel. Nova direktiva MiFID bo še naprej dopuščala obstoj različnih modelov trgovanja, vendar bo zagotavljala, da bodo za vse strani veljala enaka pravila transparentnosti, in omejevala navzkrižja interesov.

2.3.2 Povezovanje tehnoloških inovacij: nova direktiva MiFID bo poleg tega uvedla nove zaščitne ukrepe v zvezi z algoritemskim in visokofrekvenčnim trgovanjem, ki sta močno povečala hitrost prenosa naročil in ki lahko prinašata sistemska tveganja.

2.3.3 Za vsa podjetja, ki se ukvarjajo z algoritemskim trgovanjem, bo veljala ustrezna ureditev. Zagotavljati bodo morala ustrezno raven likvidnosti in poslovati v skladu s pravili, ki bodo preprečevala, da bi vstopanje in izstopanje trgovcev s trgov dodatno povečevalo nihanja. Predlogi pa bodo izboljšali tudi pogoje za dostop do nekaterih bistvenih storitev po trgovanju, kot so klirinške storitve, ki bi sicer lahko izkrivljale konkurenco med mesti trgovanja.

2.4 Večja transparentnost: uvedba kategorije sistemov organiziranega trgovanja bo izboljšala transparentnost trgovanja na kapitalskih trgih, tudi kar zadeva *dark pools* (obseg prometa ali likvidnost, ki nista na voljo na javnih platformah). Izjeme se bodo odobravale le v natančno določenih okoliščinah. Prav tako bo uveden nov režim transparentnosti za trge, na katerih

se trguje s finančnimi instrumenti, ki niso delnice (obveznice, strukturirani finančni produkti in izvedeni finančni instrumenti). Poleg tega bodo nove zahteve, po katerih je treba zbirati vse tržne podatke na enem mestu, vlagateljem omogočale popoln pregled nad vsemi dejavnostmi trgovanja v EU in sprejemanje odločitev na podlagi boljše seznanjenosti.

2.5 Okrepitev nadzornih pooblastil in strožji okvir za trge izvedenih finančnih instrumentov na blago: predlogi bodo okrepili vlogo in pooblastila regulativnih organov. V sodelovanju z Evropskim organom za vrednostne papirje in trge (ESMA) in pod natančno določenimi pogoji lahko nadzorni organi prepo-vejo določene proizvode, storitve ali prakse, ki bi lahko ogrožale zaščito vlagateljev, finančno stabilnost ali pravilno delovanje trgov.

2.6 Boljša zaščita vlagateljev: z nadgradnjo že veljavnih pravil predvideva nova direktiva MiFID strožje zahteve glede upravljanja portfelja, svetovanja pri naložbah in ponudbe zapletenih finančnih produktov, kot so npr. strukturirani produkti. Da bi preprečili morebitna navzkrižja interesov, bo neodvisnim svetovalcem in upraviteljem portfeljev prepovedano, da bi od tretjih oseb prejeli plačila ali jim plačevali ali nudili druge finančne koristi. Za vsa investicijska podjetja pa se uvajajo pravila o upravljanju podjetij in odgovornosti direktorjev.

3. Ugotovitve in razmisleki

3.1 Po podatkih Banke za mednarodne poravnave se je nominalna vrednost vseh derivatov v obtoku povečala s 601,046 milijona dolarjev v decembru 2010 na 707,569 milijona dolarjev v juniju 2011 (*BIS Quarterly Review*, december 2011).

3.2 Z novim predlogom naj bi povečali raven učinkovitosti, integritete in transparentnosti trgov, zlasti tistih, ki so manj regulirani, in tako okrepili zaščito vlagateljev.

3.3 V zadnjih 20 letih je prišlo do prave eksplozije svetovnega obsega transakcij, kar je na finančne trge vbrizgalo velike količine denarja. Te rasti brez primere, ki so ji botrovale predvsem kratkoročne špekulacije, ni spremljala in podpirala ustrezna rast realnega gospodarstva, trga dela in plač. EESO meni, da je predlog uredbe potreben in primeren, da bi prispevali k zmanjševanju takšnih učinkov na trge.

3.4 Prvotna naloga finančnih trgov je podpirati gospodarski razvoj z zmanjševanjem nesorazmerij na področju informacij in tako spodbujati učinkovito razporejanje virov. Kot že omenjeno, je kriza pokazala, da trgi niso delovali pravilno, saj akterji niso ravnali v skladu z gospodarsko logiko, ki temelji na informacijah, in so finančne trge uporabljali v zgolj špekulativne namene, na kratki in najkrajši rok.

3.5 Naše trge je tako preplavila likvidnost z zelo kratko ročnostjo, manjkale pa so (in še vedno manjkajo) prave spodbude za realno namesto za finančno industrijo. To vedenje še bolj prekinja naravno povezavo med industrijo in finančnimi trgi, ki ustvarjajo vse bolj nepregledne, abstraktne in zapletene instrumente.

3.6 Špekulacije so sestavni del logike trga, njegov neločljivi del, saj zagotavljajo likvidnost in javljajo nepravilnosti. V nasprotju s tem pa so špekulacije na zelo kratek rok gospodarsko in družbeno nekoristne ter odločilno prispevajo k nastajanju finančnih balonov. Sedanji trend je treba nujno obrniti in pozornost vlagateljev preusmeriti k realni rasti.

3.7 V tem okviru predlog uredbe vsekakor vsebuje dobre ukrepe in instrumente za soočanje z očitnimi pomanjkljivostmi in neravnovesji v našem sistemu.

3.8 Novi regulativni okvir za organizirane sisteme trgovanja uvaja za vse dejavnosti trgovanja jasnejša pravila delovanja. Za storitve upravljanja portfelja, svetovanje v zvezi z naložbami v vrednostne papirje in ponudbo finančnih produktov veljajo strogi standardi. Nove zakonske določbe bodo zato z uvajanjem novih obveznosti v zvezi z odgovornostjo direktorjev in revizijo upravljanja družb zahtevale od finančnih posrednikov veliko dela pri reorganizaciji strukture družb. EESO meni, da so obveznosti, ki jih nalagajo nove smernice, sicer breme, vendar ustrezne in v skladu s cilji uredbe.

3.9 Predlog uredbe uvaja organizirane sisteme trgovanja (*Organized Trading Facilities*, OTF). EESO je naklonjen tej določbi, saj omogoča povezovanje različnih sistemov trgovanja, ki jih uporabljajo različne nasprotne stranke. Ta sistem bo celotnemu trgu pomagal pri primerjanju možnosti za uporabo različnih orodij, ki bodo med seboj tekmovali, vendar bodo morali zagotavljati najboljšo možno izvedbo (*best execution*).

3.10 Uredba posega tudi v okvir pristojnosti ustreznih organov oblasti, s tem, da jim daje posebna pooblastila v zvezi s prodajo proizvodov in storitev strankam, ki bi lahko močno ogrožali interese vlagateljev in stabilnost trga.

3.11 Poleg tega načelo transparentnosti ne velja le za trge, ampak tudi na ravni organov. Pristojni organi si namreč lahko izmenjujejo informacije v zvezi s trgovanjem in tako preprečijo nevarnost morebitnih zlorab trga. Glede teh vidikov predloga uredbe EESO izraža veliko zadovoljstvo, saj gre za odločne ukrepe za izboljšanje zaščite vlagateljev.

3.12 Po mnenju uglednih tržnih akterjev "je nova uredba temeljnega pomena in bo spremenila strukturo evropskih finančnih trgov". Obstaja, na primer, neločljivo sistemsko tveganje, ki ga je treba upoštevati in se je pokazalo v nedavni finančni krizi. Stečaj banke lahko ogrozi izpolnjevanje obveznosti, prevzetih s

transakcijami na prostem trgu (OTC), in se nato razširi na svoje nasprotne stranke, na druge subjekte. Nova uredba zmanjšuje tveganje nasprotne stranke na prostem trgu. Predlog uredbe bo privedel do precejšnjega zmanjšanja poslov izven trga.

3.13 Drug namen nove uredbe, ki je po mnenju EESO več kot pozitiven, je osredotočanje podatkov o vseh transakcijah na prostem trgu, ne samo tistih, ki bodo potekale prek centralne nasprotne stranke. Informacije bodo na voljo nadzornim organom, ki bodo tako lahko izvajali učinkovit nadzor trga. Te dejavnosti trenutno ni mogoče izvajati zaradi pomanjkanja podatkov. Glede teh vidikov pa uredba predvideva odprto strukturo, ki ni opredeljena vnaprej. Tako bo na primer od nadaljnjih odločitev subjektov ali organa ESMA odvisno, katere kategorije izvedenih instrumentov bodo prenesene k centralni nasprotni stranki. Zaradi tega pa do sedaj ni mogoče konkretno količinsko določiti, katere od trenutnih transakcij se bodo usmerile na to pot.

3.14 Drug pomemben vidik je povezan z dejstvom, da prihodnja evropska ureditev ne pove ničesar o strukturi trga prihodnjih centralnih nasprotnih strank. Utegne se zgoditi, da se bodo okrepile obstoječe strukture v posameznih državah, kot na primer klirinški in jamstveni sklad italijanske borze (*Cassa di Compensazione e Garanzia della Borsa Italiana*), ali pa bomo priče nastanku majhnega števila velikih organizacij, ki bodo delovale v celotni Evropi. To so samo domneve, uredba o tem ne pove nič. Ne glede na domnevno posebno strukturo pa kaže poudariti, kako pomembna sta način izvajanja dejavnosti upravljanja s tveganji in učinkovitost nadzornih mehanizmov, da se preprečijo nadaljnji stečaji s katastrofalnimi posledicami.

3.15 Poleg tega bi moral proces standardizacije trgovanja s tem, da se za trgovanje uvajajo centralne nasprotne stranke, zmanjšati stroške. Proces koncentracije bi nedvomno lahko imel ta učinek, vendar to ne velja zagotovo. Seveda bo nova ureditev, če bo dobro izvedena, omogočala boljše merjenje tveganj, ki so jih v nedavni preteklosti kreditni posredniki v želji po večjem prometu in hitrem dobičku pogosto podcenjevali.

4. Kritične pripombe

4.1 Eden od pomislekov se nanaša na stroške izvajanja te uredbe, ki se zdijo podcenjeni in se pojavljajo v času, ko so finančne institucije že sicer pod pritiskom z vidikov regulative, donosnosti in stroškov. Finančne institucije morajo biti učinkovite in podpirati gospodarstvo, hkrati pa ohraniti tudi primerno raven donosnosti; obstaja bojazen, da bi se utegnili zgoditi, da bi bili ti stroški zgolj preneseni na pleča vlagateljev in strank. EESO meni, da morajo biti uporabniki in podjetja, zlasti mala in srednje velika, v tem smislu zaščiteni.

4.2 Po mnenju Komisije bodo enkratni stroški za skladnost znašali 512 do 732 milijonov EUR, stroški, povezani s tekočimi izdatki, pa 312 do 586 milijonov EUR. Ti stroški se zdijo podcenjeni. Operativni stroški vzpostavitve tehnološke infrastrukture za upoštevanje zahtev zgolj v zvezi s sporočanjem teh podatkov (*reporting*) so vprašljivi in že sami po sebi grozijo, da bo skupna številka presežena. Komisija je končno začela izvajati študijo za oceno celotnega učinka skupnih stroškov, ki nastajajo zaradi novih regulativnih pobud; EESO je izvedbo te študije že pred časom priporočal in k njej pozival. Da bi popolnoma razumeli učinke uredbe z vidika časa in stroškov, se zdi primerno, da bi bila ta študija kmalu končana in objavljena.

4.3 Če bodo splošne regulativne spremembe še naprej povečevale stroške in zapletenost za finančne institucije, bodo slednje začele razmišljati o opustitvi določenih področij svojega poslovanja ali njihovi premestitvi pod kakšno drugo jurisdikcijo.

4.4 Medtem ko bodo mnogi pozdravili načelo zmanjševanja tveganja z večjo transparentnostjo, pa moramo bolje razumeti, kakšen bo skupni učinek zakonodaje na sposobnost Evrope, da konkurira na svetovnem trgu finančnih storitev.

4.5 Glede na večjo transparentnost, ki izhaja iz nove ureditve, bi se morali vprašati, komu bodo novi posegi neposredno in v resnici koristili. Investicijske banke in hedge skladi imajo namreč zagotovo korist od več informacij, toda ali je to mogoče trditi za komercialne trge?

4.6 EESO se sprašuje, ali bi ureditev, ki je glede *dark pools* močno zavezujoča, lahko škodovala sposobnosti družb za upravljanje prihrankov za optimalno trgovanje v imenu svojih strank (v končni posledici malih varčevalcev).

4.7 Eden od ciljev predloga uredbe je poenotenje, usklajevanje in povezovanje finančnih trgov. Mali vlagatelji pogosto ne vedo veliko o finančnih instrumentih, ki so jim na voljo na njihovem referenčnem trgu. Zato EESO, medtem ko po eni strani podpira načelo konsolidacije različnih trgovanih platform, hkrati priporoča Komisiji, naj kot nujno spodbuja programe finančnega izobraževanja. Odbor namreč meni, da brez ustrezne priprave in seznanjenosti vlagateljev obstaja nevarnost, da proces usklajevanja, ki naj bi ga izpeljali, ne bo prinesel želenih učinkov.

4.8 Poleg tega so med najpomembnejšimi posledicami nove uredbe razširitev razredov naložb, ki jih obravnava: uredba naj bi poleg za delnice veljala tudi za vse druge finančne instrumente. Če se bo vztrajalo pri usmerjanju te uredbe v smeri konkurenčnih transakcij in na podlagi kliringa kotiranih izvedenih finančnih instrumentov, bo imelo to zelo velike posledice za strukturo trga. Nekateri trgi s stalnim donosom, ki že delujejo na več elektronskih platformah, so morda najverjetnejši kandidati za hiter napredek v tej smeri.

4.9 Predlog uredbe v členu 40 uvaja dolg in podroben seznam delegiranih aktov, ki jih Komisija lahko sprejme. Seznam teh aktov je obsežen (če jih naštejemo le nekaj: specifikacija prodajnih in nakupnih tečajev, vrste in velikost naročil, vsebina informacij, ki jih morajo regulirani trgi in investicijske družbe dati na voljo javnosti za vsako kategorijo finančnih instrumentov, itd.). EESO opozarja na vprašanje združljivosti člena 40 uredbe s členom 290 PDEU, kakor je bil spremenjen in vključen v Lizbonsko pogodbo. V skladu z določbo te pogodbe se namreč v zakonodajnem aktu "lahko na Komisijo prenese pooblastilo za sprejemanje nezakonodajnih aktov, ki se splošno uporabljajo in dopolnjujejo ali spreminjajo nekatere ne bistvene elemente zakonodajnega akta ..." Na podlagi analize vsebine predloga uredbe, ki se lahko prenese, EESO meni, da gre za elemente bistvenega, ne pa postranskega pomena. Zato meni, da je seznam delegiranih aktov, naveden v členu 40 uredbe, odvečen, predolg in v neskladju s PDEU.

V Bruslju, 22. februarja 2012

Predsednik
Evropskega ekonomsko-socialnega odbora
Staffan NILSSON