



ЕВРОПЕЙСКА КОМИСИЯ

Брюксел, 20.10.2011
SEC(2011) 1227 окончателен

РАБОТЕН ДОКУМЕНТ НА СЛУЖБИТЕ НА КОМИСИЯТА

ОБОБЩЕНИЕ НА ОЦЕНКАТА НА ВЪЗДЕЙСТВИЕТО

придружаващо документа

Предложение за

ДИРЕКТИВА НА ЕВРОПЕЙСКИЯ ПАРЛАМЕНТ И НА СЪВЕТА

относно пазарите на финансови инструменти [преработена]

и

Предложение за

РЕГЛАМЕНТ НА ЕВРОПЕЙСКИЯ ПАРЛАМЕНТ И НА СЪВЕТА

относно пазарите на финансови инструменти

{COM(2011) 656 окончателен}

{SEC(2011) 1226 окончателен}

РАБОТЕН ДОКУМЕНТ НА СЛУЖБИТЕ НА КОМИСИЯТА

ОБОБЩЕНИЕ НА ОЦЕНКАТА НА ВЪЗДЕЙСТВИЕТО

придружаващо документа

Предложение за

ДИРЕКТИВА НА ЕВРОПЕЙСКИЯ ПАРЛАМЕНТ И НА СЪВЕТА

относно пазарите на финансови инструменти [преработена]

и

Предложение за

РЕГЛАМЕНТ НА ЕВРОПЕЙСКИЯ ПАРЛАМЕНТ И НА СЪВЕТА

относно пазарите на финансови инструменти

1. ОПРЕДЕЛЯНЕ НА ПРОБЛЕМА

С Директивата относно пазарите на финансови инструменти се установява регулаторна рамка за извършването на инвестиционни услуги в областта на финансовите инструменти (като брокерство, консултиране, търгуване, управление на портфейли, поемане на емисии и др.) от страна на банките и инвестиционните посредници, както и за дейността на пазарните оператори, осъществявана на регулираните пазари.

Първостепенната цел бе да се засили интеграцията, конкурентоспособността и ефективността на финансовите пазари на ЕС. С нея се премахна възможността държавите-членки да изискват цялата търговия с финансови инструменти да се осъществява на традиционни борси, а конкуренцията между тези борси и алтернативните места стана възможна в европейски мащаб. С нея на банките и на инвестиционните посредници бе издаден консолидиран „паспорт“ за извършването на инвестиционни услуги на територията на ЕС, при спазването на организационни изисквания и на изисквания за отчитане, както и широка защита на инвеститорите.

В резултат и на технологичните подобрения след три години и половина тя допринесе за по-голяма конкуренция между местата за търговия с финансови инструменти и по-голям избор за инвеститорите по отношение на доставчиците на услуги и финансовите инструменти. Като цяло разходите по сделките намаляха, а интеграцията се увеличи. Появиха се обаче някои проблеми.

1.1. Липса на равнопоставеност между пазарите и участниците на пазара

Въвеждането на ДПФИ в съчетание с ефекта от технологичните подобрения драматично промени структурата на финансовите пазари в Европа, най-вече в сферата на капиталовите пазари, и доведе до изменения в поведението на участниците на пазара, които да отразят тези промени.

Първо, въпреки че предоставят сходни услуги на регулираните пазари, МСТ могат на практика да подлежат на не толкова строг регулаторен и надзорен режим. Освен това се появиха нови места за търговия и пазарни структури като системите за сравнение на нарежданията и платформите за търговия с деривати, които извършват подобни дейности за МТС или за систематичните участници, без да бъдат предмет на същите регулаторни изисквания (за прозрачност и защита на инвеститорите).

Наред с това бързо настъпилите технологични промени, особено нарастването на автоматизираната търговия и високочестотната търговия, породиха безпокойство относно възможните нови рискове за нормалното функциониране на пазарите, още повече, че съгласно ДПФИ не всички високочестотни търговци подлежат на лицензиране и надзор.

Трето, растежът на извънборсовата търговия с акции накара някои национални надзорни органи да изпитват опасения относно качеството на ценообразуването на борсите и неговия представителен характер. Освен това от Г-20 решиха да преместят търговията със стандартизирани извънборсови деривати към борсите или електронните платформи за търговия, когато е целесъобразно.

1.2. Трудности пред достъпа на малките и средните предприятия до финансовите пазари

Малките и средните предприятия са изправени пред все по-големи затруднения и разходи за привличане на капитал от капиталовите пазари, в сравнение с големите емитенти. Тези затруднения са свързани с липсата на популярност на пазарите за МСП, липсата на пазарна ликвидност за акциите на МСП и високите разходи за публична емисия на нови акции.

1.3. Липса на прозрачност за участниците на пазара

Възникнаха опасения, че режимът на прозрачност, определен в ДПФИ, е неадекватен за участниците на пазарите както на капиталови, така и на некапиталови инструменти.

Ръстът на електронната търговия улесни генерирането на „тъмна ликвидност“ и използването на „тъмни нареждания“ на капиталовите пазари, към които участниците на пазара прибегват с цел минимизиране на разходите за влияние върху пазара. Поширокото използване на платформи за анонимна търговия с финансови инструменти („dark pools“) обаче поставя проблеми пред регулирането, тъй като може в крайна сметка да се отрази върху качеството на механизма за определяне на цените на „светлите“ пазари. Участниците на пазара и надзорните органи изразиха опасения относно закъснения при публикуването на отчетите за търговията на капиталовите пазари.

Изискванията за прозрачност на некапиталовите пазари не попадат в приложното поле на ДПФИ и се регулират единствено на национално равнище; това невинаги се счита за достатъчно.

Освен това стои въпросът с качеството и формата на информацията, както и с цената, заплащана за информацията, и трудностите за нейното консолидиране. Ако тези въпроси не се разрешат съвкупно, те биха могли да застрашат водещите цели на ДПФИ по отношение на прозрачността, конкуренцията между доставчиците на финансови услуги и защитата на инвеститорите.

1.4. Липса на прозрачност за регулаторите, както и недостатъчни надзорни правомощия в ключови области

Увеличеното присъствие на финансови инвеститори на стоковите пазари, особено на някои ключови пазари на стокови деривати (напр. на пазарите на нефт и селскостопанските пазари), може да е довело до прекомерно увеличаване и нестабилност на цените. По отношение на дериватите и по-специално на стоковите деривати не се упражнява надзор върху позициите и тяхното управление, който би могъл да предотврати функционирането на пазарите в нарушение на установения ред и вредите за инвеститорите. Липсата на яснота и последователност в регулаторната рамка на квотите за емисии има отрицателен ефект върху почтеността на пазара и защитата на инвеститорите на вторичните спот пазари за квоти за емисии.

Съществуващите изисквания за отчитане на сделките не успяват да осигурят на компетентните органи пълен поглед върху пазара, тъй като техният обхват е твърде тесен (напр. понастоящем не се отчитат финансовите инструменти, търгувани само извънборсово) и поради това, че те са твърде разнопосочни.

Опитът, особено по време на финансовата криза, показва, че липсват правомощия за забрана или ограничаване на търговията или разпространението на даден продукт или услуга в случай на неблагоприятно развитие или ограничения, както и разследващи правомощия или санкции.

1.5. Недостатъчна защита на инвеститорите

В сега действащата ДПФИ съществуват редица разпоредби, които не дават възможност на инвеститорите да се ползват от достатъчна или подходяща степен на защита. В резултат на това на инвеститорите могат да бъдат продавани неподходящи за тях финансови продукти, или те могат да вземат не достатъчно оптимални инвестиционни решения.

Първо, налице е неравномерно покритие на доставчиците на услуги — някои инвестиционни посредници и някои продукти, например структурираните депозити, са или извън обхвата, или не са достатъчно добре обхванати от ДПФИ.

Второ, съществува несигурност относно редица услуги, предоставяни на инвеститорите, като обхвата на услугите единствено на основата на изпълнение, качеството на инвестиционното консултиране или рамката за възнагражденията (стимулите). По отношение на последното невинаги правилата на ДПФИ за разкриване на стимулите от трети страни са се оказвали много ясни или добре формулирани за инвеститорите.

Трето, случаите на неправомерни продажби повдигат въпроси във връзка с предоставянето на услуги на професионални клиенти и класификацията на клиентите.

На последно място, липсата на данни за качеството на изпълнението на нареждания би могла да повлияе на способността на инвестиционните посредници да изберат възможно най-доброто място за изпълнение на нареждане на даден клиент.

1.6. Слабости в някои области на организацията, процесите, контрола на риска и оценката на пазарните участници

Проблемът се изразява в две основни измерения. На първо място, както стана ясно от неотдавнашните събития, налице е недостатъчна роля на директорите и недостатъчни организационни мерки за въвеждане на нови продукти, дейности и услуги, както и слабости във вътрешния контрол. На второ място, както показаха многобройните оплаквания на клиенти, регистрирани в различни държави-членки, липсват конкретни организационни изисквания за управление на портфейли, поемане на емисии и пласиране на ценни книжа.

1.7. Пречки пред конкуренцията в инфраструктурите за клиринг

Промените в начина на свързване на местата за търговия в ЕС с доставчиците на клирингови услуги разкриха и предизвикаха поредица от пречки пред ефективната трансгранична конкуренция. Макар дискусиите върху достойнствата и относителните предимства на, от една страна, вертикално интегрираните платформи за търговия и клиринг, и на, от друга страна, хоризонтално ориентирания клирингови къщи, предлагащи услуги на многобройни платформи за търговия, да продължават, тези пречки са се отразили върху общеевропейската конкуренция на ниво платформи за търговия, открити с ДПФИ.

2. АНАЛИЗ НА СУБСИДИАРНОСТТА

Повечето от въпросите, попаднали в преразглеждането, вече са обхванати от сегашния правен ред и ДПФИ. Освен това финансовите пазари са главно трансгранични по своята същност и тази тяхна черта все повече се засилва. Международните пазари налагат приемането на международни правила във възможно най-висока степен. Условието, по които посредници и оператори могат да се конкурират в този контекст, независимо дали става дума за правила за прозрачност преди и след сключването на сделките, защитата на инвеститорите или оценката и контрола на рисковете от страна на участниците на пазара, трябва да бъдат общи отвъд границите и днес те са в основата на ДПФИ. В някои области, когато е разрешено от директивата, държавите-членки вече въведоха по-строги изисквания. Това означава обаче, че те са разрешили единствено проблемите в рамките на своите граници. Некоординираните действия не биха осигурили равнопоставеност и еднакви равнища на защита на инвеститорите и на почтеността на пазара. Необходими са действия на европейско равнище, за да бъде актуализирана и променена регулаторната рамка, създадена с ДПФИ, така че да бъде отчетено развитието на финансовите пазари от началото на нейното въвеждане.

Европейският орган за ценни книжа и пазари (ЕОЦКП) следва да играе ключова роля в изпълнението на новите законодателни предложения. Една от целите на създаването на Европейския орган е да бъде допълнително укрепено функционирането на единния пазар за ценни книжа. За да бъдат предоставени всички подходящи правомощия на ЕОЦКП, на равнище ЕС са необходими нови правила.

3. ЦЕЛИ

В контекста на анализа на проблема по-горе общите цели на преразглеждането на ДПФИ са укрепване на доверието на инвеститорите, намаляване на рисковете от смущения на пазара и системните рискове, повишаване на ефективността на финансовите пазари, като същевременно се намалят ненужните разходи за участниците.

За постигането на тези общи цели е необходимо да се изпълнят следните по-конкретни цели:

- (1) Осигуряване на равнопоставеност между участниците на пазара;
- (2) Увеличаване на прозрачността за участниците на пазара;
- (3) Увеличаване на прозрачността и засилване на правомощията на регулаторите в ключови области и повишаване на координацията на европейско равнище;
- (4) Увеличаване на защитата на инвеститорите;
- (5) Справяне с организационните недостатъци и излишното поемане на риск или липса на контрол от страна на инвестиционните посредници и операторите на пазара.

4. ВАРИАНТИ НА ПОЛИТИКАТА

Броят на вариантите на политиката, които са взети предвид при преразглеждането, е твърде значителен.

Вариантите за първата обща цел обхващат подходящото регулиране на всички пазарни структури, като се имат предвид нуждите на по-малките участници като МСП, както и новите технологии за търговия. Това включва различни укрепвания на регулаторната рамка на съществуващите места за търговия, изисквания за получаване на лиценз и възможността за създаване на нова категория място за търговия, наречено „организираните системи за търговия“ (ОСТ), което ще се прилага към частта от търговията с акции, понастоящем извършвана от системите за сравнение на нарежданията, както и за търговията с деривати в различни формати. Специално по отношение на МСП двата избрани варианта са или да се въведе подходящ режим за пазари за МСП, или да се насърчи подетата от сектора инициатива за повишаване на популярността на тези пазари. От технологична гледна точка се акцентира върху подобряване на контрола на потребителите на тези системи, както и върху начина, по който те получават достъп до пазарите.

По отношение на втората обща цел възможностите за повишение на прозрачността на търговията включват адаптиране на настоящите изисквания за капиталовите пазари и създаване на нови изисквания в различни формати за некапиталовите пазари. В допълнение се обсъждат и няколко варианта за намаляване на разходите за информация за пазара и за подобряване на достъпа до тези данни посредством система за консолидирани отчети.

По отношение на третата цел правомощията на регулаторите могат да бъдат увеличени чрез въвеждане на различни мерки като режим за издаване на лицензи за нови дейности, система за управление на позициите и укрепване чрез различни средства на режима за налагане на санкции. Условието за режима на трети страни могат да се хармонизират чрез различни правни средства, като се обсъждат и няколко варианта за разширяване на обхвата на отчитането на сделките и за подобряване на реда за това отчитане. Специално внимание се отделя на пазарите на стокови деривати със създаването на различни механизми за по-добро овладяване на нестабилността и по-ефикасен контрол върху участниците на тези пазари и тяхната дейност.

По отношение на четвъртата цел увеличаването на защитата на инвеститорите се постига чрез няколко варианта, съсредоточени върху специфични видове услуги като инвестиционното консултиране или комплексните продукти, към които могат да бъдат приложени по-строга рамка и увеличени изисквания за предоставяне на информация.

Последната цел може да бъде постигната чрез различни политики, насочени към укрепване на корпоративното управление, по-строги изисквания за организирането на специфични услуги като управление на портфейли и по-хармонизиран режим за записване на телефонни разговори или електронни съобщения.

5. ОЦЕНКА НА ВЪЗДЕЙСТВИЕТО НА ПРЕДПОЧИТАНИТЕ ВАРИАНТИ

Различните варианти за действие бяха анализирани въз основа на критериите за ефективност и ефикасност при постигане на съответните цели. Сравнителният анализ на вариантите за действие доведе до следните изводи:

Първият основен предпочитан вариант за първата обща цел е създаването на режим за ОСТ, който има три цели: i) да създаде подходяща регулаторна рамка за системите за сравнение на нарежданията в капиталовите пазари, ii) да създаде подходяща регулаторна рамка за различните видове системи за търговия, които понастоящем не се регулират като места за търговия, и iii) да установи рамка, която е достатъчно динамична, за да обхване и бъдещите системи за търговия и решения, които биха могли да възникнат. Предпочитаното второ основно решение е по-засилено регулиране на посредниците, извършващи автоматизирана търговия, както и на самите оператори на пазара, особено във вид на надеждно управление на риска и оперативни защитни мерки. Отхвърлени бяха няколко варианта, които биха могли да ограничат дейностите, свързани с високочестотна търговия, и да повлияят отрицателно върху пазарната ликвидност, като например налагане на минимален срок, в който нарежданията да трябва да престоят в списъка с нареждания. Подетата от сектора инициатива по отношение на МСП бе отхвърлена като прекалено скъпа предвид ограничените ѝ потенциални ползи.

Предпочитаният вариант за втората цел е комбинация от рационализирането на съществуващите разпоредби за прозрачност на капиталови пазари с въвеждането на специално разработен режим за прозрачност, който да е пригоден към всеки вид некапиталов финансов инструмент (т.е. пазари на облигации и деривати). Така следва да бъде постигнат подходящ баланс между прозрачност и ликвидност.

По отношение на правомощията на регулаторните органи и съгласуваността на надзорната практика основният предпочитан вариант е съчетание от възможността за налагане на забрана върху нови услуги и продукти и система за управление на позиции. Това ще засили правомощията на регулаторните органи с цел да се преодолеят рисковите ситуации за защитата на инвеститорите, стабилността на пазара или системния риск. Освен това засилването на сътрудничеството между регулаторите на физически и финансови стокови пазари ще допринесе за по-систематизирани и по-стабилни пазари на стокови деривати.

По отношение на прозрачността за регулаторите предпочитаният подход е разширеният обхват на отчитането на сделки да се съчетае с по-добра отчетност чрез въвеждането на одобрени агент по отчитането на сделки (АОС), което ще позволи много по-подробен мониторинг на пазарите от страна на регулаторите, водещ до по-голяма почтеност на пазара.

Благодарение на нова система за отчитане на позициите, която ще преразгледа освобождаванията, от които са се ползвали някои търговци на стокови пазари, на пазарите на стокови деривати ще се увеличи прозрачността както за регулаторните органи, така и за обществеността, като по този начин те ще имат възможност по-добре да оценят въздействието на притока на финансовите инвестиции върху механизма на ценообразуването и съответна нестабилност на цените.

Накрая, разширяване на прилагането на ДПФИ към вторичните спот пазари на квоти за емисии ще гарантира подходящо регулиране и надзор на спот пазарите на емисии на парникови газове и ще подобри съгласуваността на регулаторната рамка между физическите пазари и пазарите на деривати и между първичните и вторичните пазари.

По отношение на четвъртата цел, избраните варианти най-напред ще разширят обхвата на регулирането на продукти, услуги и доставчици и ще увеличат защитата на

инвеститорите чрез гарантиране на подходящо покритие на доставчиците на инвестиционни услуги (т.е. дребните инвестиционни консултанти, които понастоящем са освободени съгласно ДПФИ, ще бъдат предмет на аналогични национални правила за осъществяване на стопанска дейност) и продуктите (т.е. структурирани депозити). В допълнение ще бъде стеснен списъкът с комплексни продукти, които могат да се продават единствено на основата на изпълнение и ще бъдат засилени изискванията за предоставяне на информация към клиентите. Отхвърлен бе вариантът за напълно премахване на режима за продажби единствено на основата на изпълнение, тъй като бе сметен за твърде рязък и твърде скъп за някои категории клиенти с добри финансови познания. Качеството на инвестиционните консултации също ще се подобри чрез определяне на условия за предоставяне на независими консултации. Накрая, забраната за получаване на стимули за предоставяне на независими консултации и за управление на портфейли ще отстрани вътрешно присъщия конфликт на интереси на посредниците, предоставящи тези услуги, което ще доведе до по-високо качество на услугите за инвеститорите.

Предпочитаният вариант за последната цел е съчетание от засилване на ролята на директорите на посредниците, особено по отношение на вътрешния контрол, и на някои специфични организационни изисквания за управление на портфейли и поемане на емисии, които са от основно значение за защитата на инвеститорите и почтеността на пазара, като същевременно се допринася за постигане на по-съгласувана рамка в Европа. От друга страна, въвеждането на нова специална вътрешна функция за обработка на оплаквания на клиенти бе отхвърлено като прекален утежняващ и не достатъчно гъвкав вариант.

6. МОНИТОРИНГ И ОЦЕНКА

Комисията ще наблюдава как държавите-членки прилагат промените, предложени в законодателната инициатива относно пазарите на финансови инструменти. Оценката на последствията от изпълнението на законодателната мярка би могла да се осъществи на третата година след датата на транспониране на законодателната мярка, под формата на доклад до Съвета и Парламента. Това би могло да се основава на различни доклади за оценка на въздействието на практика на различните регулаторни мерки, както е описано по-горе.