



Европейски икономически и социален комитет

INT/603

**Пазари на финансови
инструменти**

Брюксел, 22 февруари 2012 г.

СТАНОВИЩЕ

на

Европейския икономически и социален комитет

относно

**„Предложение за регламент на Европейския парламент и на Съвета относно
пазарите на финансови инструменти и за изменение на регламента [EMIR]
за извънборсовите деривати, централните контрагенти и регистрите на трансакции“
COM(2011) 652 final - 2011/0296 (COD)**

Главен докладчик: г-н **Iozia**

На 25 ноември 2011 г. Съветът, и на 15 ноември 2011 г. Европейският парламент, решиха, в съответствие с член 114 от Договора за функционирането на Европейския съюз, да се консултират с Европейския икономически и социален комитет относно:

„Предложение за регламент на Европейския парламент и на Съвета относно пазарите на финансови инструменти и за изменение на Регламент [EMIR] относно извънборсовите деривати, централните контрагенти и регистрите на трансакции“

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

На 25 октомври 2011 г. Бюрото на Европейския икономически и социален комитет възложи на специализирана секция „Единен пазар, производство и потребление“ да подготви работата на Комитета по този въпрос.

Предвид неотложното естество на работата, на 478-ата си пленарна сесия, проведена на 22 и 23 февруари 2012 г. (заседание от 22 февруари) Европейският икономически и социален комитет определи г-н Iozia за главен докладчик и прие настоящото становище с 99 гласа „за“, 0 гласа „против“ и 5 гласа „въздържал се“.

*

* *

1. **Заклучения и препоръки**

1.1 ЕИСК оценява предложението за регламент на Комисията и изразява желание то да бъде прието в скоро време, тъй като отдавна препоръчва на Комисията да предприеме мерки за изменение на Директива MiFID („Markets in Financial Instruments Directive“) в посока по-ефективна защита на потребителите и възприемане на съдържанието се в нея принципи за всички финансови инструменти¹.

1.2 ЕИСК счита, че с предложението за регламент се постигат следните цели:

- повишаване на прозрачността на трансакциите и на данните, които се предоставят на органите, компетентни в областта на трансакциите;
- задължителни преговори относно дериватите в рамките на организирани системи;
- премахване на пречките за недискриминационен достъп до компенсационните услуги
- надзор на финансовите инструменти и на позициите при дериватите;

¹ [ОВ С 54 от 19.2.2011 г., стр. 44.](#)

- контрол върху предоставянето на финансови услуги от предприятия на трети страни, които нямат филиали в ЕС;
 - контрол и намаляване на въздействието на методите за автоматична и алгоритмична търговия.
- 1.3 С настоящия регламент се повишава прозрачността на пазара и се приемат някои мерки, които намаляват фрагментирането. С унифицираното прилагане на разпоредбите се избягва риска от нормативен произвол, който е много висок на финансовите пазари, и поради това крайните потребители ще получат предимство поради намаляването на разходите за транзакции (поне на теория).
- 1.4 В представяните от нея законодателни предложения Комисията би трябвало да подчертае какви предимства дава този нормативен акт на различните заинтересовани страни: индивидуални потребители на финансовите услуги, малки и средни предприятия, оператори, публична администрация.
- 1.5 Един от аспектите от общ характер, който Комисията би трябвало да подкрепя категорично, е програмата за финансово образование. Неотдавна ЕИСК отново повдигна този въпрос в едно свое становище по собствена инициатива².
- 1.6 Въпреки че свързаните с новия регламент разходи не изглеждат големи ЕИСК изразява учудване във връзка с възможното въздействие върху макроикономическите разходи, които ще засегнат финансовата система и които изглежда не са добре отчетени в оценката на въздействието. Във връзка с този въпрос ЕИСК отдавна и в различни становища е отправял искане да се направи „задълбочено проучване относно кумулативните регулаторни инициативи, свързани с необходимите мерки за финансовата система и капиталовия пазар. Една стабилна и ефективна система следва да насърчава финансовата стабилност и ликвидността в рамките на реалната икономика“³. ЕИСК изразява задоволство от факта, че Комисията е решила да предприеме такова проучване, необходимо, за да се разбере общото въздействие на всички регулаторни мерки, и изразява желание то да бъде публикувано в най-скоро време.
- 1.7 ЕИСК поставя въпроса за съвместимостта на член 40 от регламента относно делегираните актове и член 290 от ДФЕС. Броят, съдържанието и сроковете за делегираните актове не съответстват на предвиденото в Договора и изключват от нормалния законодателен път твърде много теми, които имат основно значение за структурата на регламента. ЕИСК препоръчва да се извърши внимателен размисъл с цел постигане на пълно съответствие между разпоредбата на ДФЕС и член 40.

² [ОВ С 318 от 29.10.2011 г., стр.24.](#)

³ [ОВ С 107 от 6.4.2011 г., стр. 21.](#)

2. Предложението за регламент

- 2.1 Финансовите пазари се промениха съществено през последните години. Възникнаха нови места за търговия и нови продукти, а системата беше изменена под влиянието на технологични нововъведения като високочестотната търговия.
- 2.2 Тези предложения имат за цел пазарите да станат по-ефективни, по-устойчиви и по-прозрачни, както и да бъде засилена защитата на инвеститорите. С новата нормативна уредба се засилват надзорните правомощия на регулаторните органи и се определят ясни правила за извършване на всички дейности по търговия с финансови инструменти.
- 2.3 Основни елементи на предложението
 - 2.3.1 Структури на най-стабилните и ефективни пазари: Директивата MiFID вече се прилага за многостранните търговски системи и регулираните пазари, но актуалното преразглеждане ще включи в приложното поле нов тип място за търговия: организираните системи за търговия (ОСТ), нерегулирани платформи с все по-важна роля. Стандартните договори за деривати, например, се търгуват все по-често на тези платформи. Новото предложение възнамерява да запълни тази празнота. Новата Директива MiFID ще продължи да позволява съществуването на различни модели на търгуване, но ще гарантира, че всички места извършват дейността си в съответствие с едни и същи правила за прозрачност, и ще ограничи конфликтите на интереси.
 - 2.3.2 Интегриране на технологичните нововъведения: новата Директива MiFID ще въведе също така нова защита по отношение на дейностите на алгоритмичната и високочестотната търговия, които значително ускориха предаването на нарежданията и които могат да доведат до системни рискове.
 - 2.3.3 По-специално всички предприятия, които се занимават с алгоритмична търговия, ще бъдат обект на съответно регламентиране, ще осигуряват подходящо равнище на ликвидност и ще трябва да спазват правила, които няма да им позволяват да допринасят за променливостта, като навлизат на пазарите и излизат от тях. Накрая предложенията ще подобрят условията на конкуренция, свързани с някои съществени посттърговски операции, като клиринга, които иначе могат да доведат до нарушаване на конкуренцията между местата за търговия.

- 2.4 Увеличаване на прозрачността: въвеждането на категорията на организирани системи за търговия ще подобри прозрачността на търговските дейности на капиталовите пазари, включително т.нар. „dark pools“ (обеми или ликвидност, които не са налични на публичните платформи). Дерогации ще бъдат съгласувани само при ясно дефинирани обстоятелства. Ще бъде въведен също така нов режим за прозрачност за пазарите на некапиталови инструменти (облигации, структурирани финансови продукти и деривати). Освен това новите изисквания, които налагат събирането на всички данни за пазара на едно място ще позволят на инвеститорите да имат цялостен поглед върху всички търговските дейности и да вземат по-информирани решения.
- 2.5 Засилване на надзорните правомощия и по-строга рамка за пазарите на стокови деривати. Предложенията ще засилят ролята и правомощията на регулаторите. В сътрудничество с Европейския орган за ценни книжа и пазари (ЕОЦКП) и при ясно дефинирани обстоятелства, надзорните органи могат да забраняват определени продукти, услуги или практики, които могат да застрашат защитата на инвеститорите, финансовата стабилност или правилното функциониране на пазарите.
- 2.6 По-голяма защита за инвеститорите: като развива всички понастоящем действащи норми, новата ДПФИ налага по-строги изисквания за управлението на портфейли, консултирането във връзка с инвестиции и предлагането на комплексни финансови продукти, като структурираните продукти. С цел да се избегнат евентуални конфликти на интереси, на независимите консултанти и на управителите на портфолия ще бъде забранено да приемат от трети страни или да дължат на трети страни плащания или други финансови облаги. Накрая за всички инвестиционни компании ще бъдат въведени правила за корпоративното управление и отговорността на управителите.
3. **Бележки и заключения**
- 3.1 Според данните, предоставени от Банката за международни разплащания, номиналната стойност на дериватите в обръщение се увеличи от 601 046 милиарда USD през декември 2010 г. на 707 569 през юни 2011 г. (BIS QuarterlyReview, декември 2011 г.).
- 3.2 Новото предложение има за цел да повиши равнището на ефективност, интегритета и прозрачността на пазарите, особено на по-слабо регламентирани, и следователно – да засили защитата на инвеститорите.
- 3.3 През последните 20 години бяхме свидетели на бурен ръст на транзакциите в световен мащаб, който инжектира във финансовите пазари големи количества ликвидност. Този безпрецедентен ръст, предопределен най-вече от краткосрочната спекулация, който предизвика хиперинфлация на финансовите пазари, не беше съпроводен и подкрепен от съответен ръст на реалната икономика, на пазара на труда и на заплатите. ЕИСК счита, че предложението за регламент е необходимо и подходящо, за да допринесе за подобно въздействие върху пазарите.

- 3.4 Първоначалната функция на финансовите пазари е да подкрепя икономическото развитие, като намалява информационните асиметрии и насърчава по този начин ефективното разпределяне на ресурсите. Както вече беше подчертано, кризата показва, че механизмът на функциониране на пазарите е погрешен и че при този механизъм действащите лица не постъпваха според логиката на информационната икономика, а използваха финансовите пазари само за краткосрочни и средносрочни спекулативни цели.
- 3.5 Следователно нашите пазари бяха залети от краткосрочна ликвидност и липсваха (и все още липсват) стимули за насърчаване на реалната индустрия вместо финансовата индустрия. Това поведение засилва още повече разделението в естествения бинот индустрия – финансови пазари, които създават все по-непрозрачни, абстрактни и сложни инструменти.
- 3.6 Спекулацията е част от логиката на пазара и е присъща за самия пазар, като гарантира ликвидността и сигнализира за аномалиите, но краткосрочната спекулация е, напротив, икономически и социално ненужна и допринася значително за възникването на финансови балони. Необходимостта да се обърне актуалната тенденция, като вниманието на инвеститорите се насочи отново върху реалния растеж, изисква неотложни действия.
- 3.7 В тази рамка предложението за регламент със сигурност предоставя добри мерки и инструменти, имащи за цел преодоляване на очевидните слабости и дисбаланси на нашата система.
- 3.8 Новата нормативна уредба относно системите за организиран обмен подчинява всички търговски дейности на по-ясни правила за функциониране. Въвеждат се строги стандарти за услугите, свързани с управлението на портфолия за консултациите относно инвестициите в ценни книжа и за предлагането на финансови продукти. Следователно новите законодателни разпоредби налагат нови задължения във връзка с отговорностите на управляващите и преразглеждането на корпоративното управление, като изискват от посредниците съществена намеса за реорганизация на структурата на дружествата. ЕИСК счита, че макар и да са обременителни, задълженията налагани от новата дисциплина, са целесъобразни и съответстват на целите на регламента.
- 3.9 С предложението за регламент се въвеждат организираните системи за търговия, съкратено ОСТ (Organized Trading Facilities). ЕИСК приветства тази разпоредба, при положение че тя позволява интегрирането на различните системи за търговия, използвани от различните действащи лица. Тази система ще помага на пазара като цяло да открие възможностите за използване на различни конкуриращи се инструменти, които обаче ще трябва да запазят принципа на най-добро изпълнение (best execution).

- 3.10 Дисциплината се отнася също и за правомощията на органите, като те получават специални правомощия за продажба на клиентите на продукти и услуги, които могат сериозно да навредят на интересите на инвеститорите, както и на стабилността на пазара.
- 3.11 Освен това принципът на прозрачност не се прилага само по отношение на пазарите, но и по отношение на органите. Компетентните органи могат да обменят информация относно търговията, като избягват възможни и нежелателни пазарни злоупотреби. ЕИСК категорично подкрепя тези аспекти на предложението за регламент, когато става въпрос за решителни мерки за подобряване на защитата на инвеститорите.
- 3.12 Според авторитетни оператори на пазара „новият регламент е от съществено значение и той ще промени структурата на европейските финансови пазари“. Например има присъщ системен риск, който трябва да се има предвид и който се прояви при неотдавнашната финансова криза. Неизпълнението на задълженията от страна на една банка може да изложи на риск изпълнението на поетите задължения при извънборсовите трансакции и следователно да се прехвърли върху контрагентите, на други единици. Новият регламент изолира риска за контрагента на извънборсовия пазар. Предложението за регламент ще предизвика съществено намаляване на извънборсовите трансакции.
- 3.13 Друга цел на новия регламент, която ЕИСК оценява като повече от положителна, е извършването на концентриране на данните относно всички извънборсови трансакции, а не само онези, извършвани чрез централен контрагент. Информацията ще бъде предоставена на надзорните органи, които по този начин ще могат да извършват ефективно наблюдение на пазара. Понастоящем тази дейност не може да се извършва поради липсата на данни. По отношение на тези аспекти регламентът все пак предначертава открита структура, която не е предварително дефинирана. Например операторите или ЕОЦКП ще трябва съответно да определят кои класове деривати ще бъдат клиринговани чрез централните контрагенти. По тази причина обаче в настоящия момент не може да се определи конкретното количество на действителните сделки, които ще се извършват по този начин.
- 3.14 Друг важен аспект е свързан с факта, че бъдещият европейски регламент не предоставя никакви указания относно структурата на пазара на бъдещите централни контрагенти. По този начин или ще се укрепят съществуващите понастоящем структури в отделните страни, като например Клиринговата и гаранционната каса на италианската борса, или ще възникнат малък на брой големи органи в европейски мащаб. Това са само хипотези, които не се споменават в регламента. Независимо от избраната конкретна структура обаче, трябва да се изтъкне основното значение на начина, по който ще се извършва управлението на риска, както и ефективността на надзорните механизми, за да се избегнат допълнителни катастрофални ситуации на неплатежоспособност.

3.15 Освен това процесът на стандартизация на обмена, при който този обмен се регулира от централни действащи лица, би трябвало да намали разходите. Без съмнение процесът на концентрация би довел до това, но няма сигурност в това отношение. Със сигурност, ако се приложи правилно, новият регламент ще доведе до възможността да се извършва по-добре оценка на рисковете, които до неотдавна често бяха подценявани от страна на кредитните посредници в стремежа им за по-големи обеми и краткосрочни печалби.

4. Няколко критики

4.1 Едно от безпокойствата е свързано с разходите за прилагане на настоящия регламент, които изглежда се подценяват, а трябва да се посрещат в момента, в който финансовите институции вече са под натиск от гледна точка на нормативната уредба, възвръщаемостта и разходите.

Финансовите институции трябва да бъдат ефективни и да подкрепят икономиката, но същевременно да имат и подходящ профил по отношение на възвръщаемостта, съществуват опасения, че тези разходи могат да бъдат прехвърлени на инвеститорите и клиентите. ЕИСК счита, че ползвателите и предприятията, по-специално МСП, трябва да бъдат защитавани в този смисъл.

4.2 Според Комисията еднократните разходи за привеждане в съответствие ще варират между 512 и 732 милиона евро, а текущите разходи между 312 и 586 милиона евро. Изглежда, че тези разходи се подценяват; например оперативните разходи за създаване на технологични инфраструктури за спазване на изискванията, свързани с докладване на данни, подлежат на обсъждане и сами по себе си могат да надхвърлят общата сума. Комисията най-накрая започна проучване за оценка на комплексното въздействие на общите разходи, породени от новите инициативи в областта на регламентирането. ЕИСК отдавна изразява желание и отправя искане за неговото осъществяване и смята за целесъобразно проучването да се завърши и публикува във възможно най-кратък срок, за да се разбере напълно въздействието на регламента върху сроковете и разходите.

4.3 Ако общите промени на нормативната уредба продължат да повишават разходите на финансовите институции и да усложняват тяхната работа, тези финансови институции ще поставят някои важни въпроси, свързани с това кои техни дейности трябва да бъдат прекратени или преместени в друга юрисдикция.

4.4 И докато принципът на намаляване на риска посредством по-голяма прозрачност ще бъде приветстван от мнозина, трябва да се разбере по-добре какво ще бъде комплексното въздействие на нормативната уредба върху капацитета на Европа да се конкурира на световния пазар на финансовите услуги.

- 4.5 Отново по отношение на по-голямата прозрачност, произтичаща от новия регламент, би било важно да се зададе въпроса към кого са насочени новите мерки и кои са истинските бенефициери. Инвестиционните банки и хедж-фондовете със сигурност извличат полза от по-добрата информация, но дали същото може да се каже и за търговските пазари?
- 4.6 ЕИСК се пита дали нормативната уредба, съдържаща строги предписания относно dark pool, може да намали капацитета на дружествата за управление на спестяванията да извършват оптимална търговия за сметка на своите клиенти (което в крайна сметка е търговия на дребно).
- 4.7 Една от целите на предложението за регламент е да се унифицират, хармонизират и интегрират финансовите пазари. Инвеститорите на дребно често пъти познават слабо финансовите инструменти, които имат на разположение на своя пазар. Поради това ЕИСК, въпреки че от една страна подкрепя принципа на консолидиране на различните платформи за търговия, същевременно препоръчва на Комисията спешно да насърчи създаването на програми за финансово образование. В действителност Комитетът счита, че без подходяща подготовка и съзнателност на инвеститорите желаният процес на хармонизиране може и да не доведе до очакваните въздействия.
- 4.8 Освен това едно от най-важните следствия на новия регламент е разширяването на категориите активи, за които той се отнася: целта е регламентът да се прилага не само по отношение на дейностите, но същевременно и по отношение на другите финансови инструменти. Ако даденият от настоящия регламент импулс за конкурентен обмен, основаващ на компенсирането на котираните деривати, продължи, той ще има много съществени въздействия върху структурата на пазара. Някои пазари с фиксирана възвръщаемост, които вече функционират на електронни платформи, са може би най-вероятните кандидати за бърз напредък в тази посока.

4.9 В член 40 от предложението за регламент е включен дълъг и богат списък на делегирани актове, които Комисията може да приеме. Съдържанието на тези актове е по-скоро обширно (някои от тях се отнасят например до спецификациите на курсовете купува-продава, типовете и размерите на поръчките, съдържанието на информацията, която регламентирани пазари и инвестиционните предприятия трябва да представят на обществеността за всяка категория финансови инструменти и др.). ЕИСК поставя проблема за съвместимостта на член 40 с член 290 от ДФЕС във вида, в който той е изменен и включен в Договора от Лисабон. Договорът предвижда, че „законодателен акт може да делегира на Комисията правомощието да приема незаконодателни актове от общ характер, които допълват или изменят определени несъществени елементи от законодателния акт...“. Анализирайки съдържанието на предложението, което може да бъде делегирано, ЕИСК счита, че тези елементи следва да се считат за основни, а не за второстепенни. Поради това той счита, че включения в член 40 от регламента списък на делегираните актове трябва да се смята за изпълнен с повторения, твърде дълъг и несъответстващ на ДФЕС.

Брюксел, 22 февруари 2012 г.

Председател
на
Европейския икономически и социален
комитет

Staffan Nilson
