



ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟ

2009 - 2014

Έγγραφο συνόδου

A7-0326/2010

16.11.2010

ΕΚΘΕΣΗ

σχετικά με τη ρύθμιση των συναλλαγών σε χρηματοπιστωτικά μέσα - «αδιαφανείς δεξαμενές» (“dark pools”) κ.λπ. (2010/2075(INI))

Επιτροπή Οικονομικής και Νομισματικής Πολιτικής

Εισηγητής: Kay Swinburne

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

	Σελίδα
ΠΡΟΤΑΣΗ ΨΗΦΙΣΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟΥ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟΥ.....	3
ΑΙΤΙΟΛΟΓΙΚΗ ΕΚΘΕΣΗ.....	13
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΤΗΣ ΤΕΛΙΚΗΣ ΨΗΦΟΦΟΡΙΑΣ ΣΤΗΝ ΕΠΙΤΡΟΠΗ	18

ΠΡΟΤΑΣΗ ΨΗΦΙΣΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟΥ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟΥ

σχετικά με τη ρύθμιση των συναλλαγών σε χρηματοπιστωτικά μέσα - «αδιαφανείς δεξαμενές» (“dark pools”) κ.λπ.
(2010/2075(INI))

Το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο,

- έχοντας υπόψη την οδηγία 2004/39/EK για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων (MiFID)¹,
- έχοντας υπόψη την οδηγία 2003/6/EK για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (κατάχρηση αγοράς)²,
- έχοντας υπόψη τις δηλώσεις στα πλαίσια των συνόδων κορυφής των G20 της 2ας Απριλίου 2009 στο Λονδίνο, της 25ης Σεπτεμβρίου 2009 στο Πίτσμπουργκ και της 26ης και 27ης Ιουνίου 2010 στο Τορόντο,
- έχοντας υπόψη τις τεχνικής φύσης συμβουλές της Ευρωπαϊκής Επιτροπής Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών (CESR) προς την Επιτροπή στο πλαίσιο της επανεξέτασης της MiFID – αγορές μετοχικών τίτλων (βλ. CESR/10-394),
- έχοντας υπόψη τις τεχνικής φύσης συμβουλές της CESR προς την Επιτροπή στο πλαίσιο της επανεξέτασης της MiFID – γνωστοποίηση συναλλαγών (βλ. CESR/10-292),
- έχοντας υπόψη τις τεχνικής φύσης συμβουλές της CESR προς την Επιτροπή στο πλαίσιο της επανεξέτασης της MiFID – προστασία επενδυτών και μεσολαβητές (βλ. CESR/10-417),
- έχοντας υπόψη την δημόσια πρόσκληση συλλογής πληροφοριών της CESR σχετικά με μικρο-διαρθρωτικά ζητήματα των ευρωπαϊκών αγορών μετοχικών τίτλων (βλ. CESR/10-142),
- έχοντας υπόψη την έκθεση προς την υπουργό οικονομίας, βιομηχανίας και απασχόλησης της Γαλλίας σχετικά με την αναθεώρηση της MiFID, του Φεβρουαρίου 2010,
- έχοντας υπόψη την γνωμοδοτική έκθεση της Τεχνικής Επιτροπής του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κινητών Αξιών (IOSCO) με θέμα τις πολιτικές σχετικά με την απευθείας ηλεκτρονική πρόσβαση, του Φεβρουαρίου 2009,
- έχοντας υπόψη τις συστάσεις της Επιτροπής Συστημάτων Εκκαθάρισης και Διακανονισμού (CPSS) και της IOSCO σχετικά με τους κεντρικούς αντισυμβαλλόμενους, του Νοεμβρίου 2004,

¹ EE L 145, 30.4.2004, σ. 1.

² EE L 96, 12.4.2003, σ. 16.

- έχοντας υπόψη το διερευνητικό έγγραφο που δημοσιεύθηκε από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ (Securities and Exchange Commission) με θέμα τη διάρθρωση των αγορών μετοχικών τίτλων (No. 34-61358, File No. S7-02-10),
 - έχοντας υπόψη τις τεχνικής φύσης συμβουλές της CESR προς την Ευρωπαϊκή Επιτροπή στο πλαίσιο της επανεξέτασης της MiFID και τις απαντήσεις στα αιτήματα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για περαιτέρω πληροφορίες (βλ.: CESR/10-802, CESR/10-799, CESR/10-808, CESR/10-859, CESR/10-860),
 - έχοντας υπόψη το άρθρο 48 του Κανονισμού του,
 - έχοντας υπόψη την έκθεση της Επιτροπής Οικονομικής και Νομισματικής Πολιτικής (A7-0326/2010),
- A. λαμβάνοντας υπόψη ότι η σύνοδος των G20 θεώρησε ότι κανένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, κανένα χρηματοπιστωτικό προϊόν και καμία επικράτεια δεν πρέπει να παραμείνει εκτός του πεδίου εφαρμογής μιας ευφούς νομοθεσίας και μιας αποτελεσματικής εποπτείας και συμφώνησε ότι όλες οι τυποποιημένες συμβάσεις εξωχρηματιστηριακών παραγώγων πρέπει να αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε χρηματιστήρια ή σε πλατφόρμες ηλεκτρονικής διαπραγμάτευσης, ανάλογα με την περίπτωση,
- B. λαμβάνοντας υπόψη ότι η έλλειψη διαφάνειας και σαφούς αντίληψης των τύπων κινδύνου που ενυπάρχουν στο χρηματοπιστωτικό σύστημα συνετέλεσε στην επιδείνωση της χρηματοπιστωτικής κρίσης, διευκόλυνε την εξάπλωση κλίματος γενικευμένης δυσπιστίας και συνέβαλε στον δραστικό περιορισμό των ροών ρευστότητας,
- Γ. λαμβάνοντας υπόψη ότι η προστασία των καταναλωτών, η διαφάνεια, ιδίως όσον αφορά τους μηχανισμούς διαμόρφωσης των τιμών, η αποτελεσματικότητα και ο βαθμός ρευστότητας των αγορών και ο επί ίσοις όροις ανταγωνισμός αποτέλεσαν τις κύριες προτεραιότητες κατά την έναρξη ισχύος της MiFID, αλλά εξακολουθούν να μην έχουν υλοποιηθεί και πρέπει, συνεπώς, να παραμείνουν μεταξύ των προτεραιοτήτων· λαμβάνοντας υπόψη ότι, μετά την οικονομική κρίση, προτεραιότητα πρέπει επίσης να δοθεί στον περιορισμό του συστημικού κινδύνου κατά την αναθεώρηση της MiFID,
- Δ. λαμβάνοντας υπόψη ότι πριν από οποιοσδήποτε αλλαγές στη MiFID πρέπει πάντα να λαμβάνεται υπόψη η σημασία της στην διοχέτευση ροών κεφαλαίου προς την πραγματική οικονομία και άρα ο αντίκτυπος που ενδέχεται να έχει στις θέσεις εργασίας, στις επενδύσεις και στις συντάξεις,
- E. λαμβάνοντας υπόψη ότι το 40% του όγκου των συναλλαγών εξακολουθεί να πραγματοποιείται εξωχρηματιστηριακά· λαμβάνοντας υπόψη ότι οι συμμετέχοντες στην αγορά πρέπει να ενθαρρύνονται να συναλλάσσονται περισσότερο σε οργανωμένους τόπους συναλλαγών,
- ΣΤ. λαμβάνοντας υπόψη ότι η προσθήκη στη MIFID απαλλαγών από προσυναλλακτικές απαιτήσεις διαφάνειας και η θέσπιση πολυμερών μηχανισμών διαπραγμάτευσης (MTF) και αδιαφανών δεξαμενών (dark pools) αποσκοπούσαν στη διευκόλυνση της μετάβασης σε τόπους συναλλαγών με μεγαλύτερο βαθμό διαφάνειας και ρύθμισης,

- Z. λαμβάνοντας υπόψη ότι, σύμφωνα με τον ορισμό της MiFID, τα χαρακτηριστικά των εξωχρηματιστηριακών συναλλαγών είναι ότι πραγματοποιούνται «επί τούτου» σε μη τακτική βάση, ότι διενεργούνται με αντισυμβαλλόμενους από τον τομέα της χονδρικής και αποτελούν τμήμα επιχειρηματικής σχέσης η οποία χαρακτηρίζεται από συναλλαγές όγκου μεγαλύτερου από τον κανονικό όγκο συναλλαγών της αγοράς, και ότι στο πλαίσιο τους οι πράξεις διενεργούνται εκτός των συστημάτων που χρησιμοποιούνται συνήθως από την εκάστοτε εταιρεία για τις συναλλαγές της ως συστηματικού εσωτερικοποιητή,
- H. λαμβάνοντας υπόψη ότι, παρά την προσθήκη στη MiFID απαλλαγών που επιτρέπουν αδιαφανείς συναλλαγές σε οργανωμένες αγορές, παρά τη θέσπιση MTF και συστηματικών εσωτερικοποιητών (SI) και παρά τον χαρακτηρισμό των εξωχρηματιστηριακών ως «επί τούτου» και σε μη τακτική βάση συναλλαγών, οι εξωχρηματιστηριακές συναλλαγές που δεν πραγματοποιούνται εντός SI εξακολουθούν να αποτελούν ένα υψηλό ποσοστό συναλλαγών μετοχών, που ανέρχεται στο 38% όλων των συναλλαγών που γνωστοποιήθηκαν σύμφωνα με το CESR/10-394, και ότι το ποσοστό αυτό δεν έχει μειωθεί μετά την έναρξη εφαρμογής της MiFID· λαμβάνοντας υπόψη ότι πρέπει κατά συνέπεια να διασφαλιστεί αυστηρότερη και αποτελεσματικότερη εφαρμογή των κανόνων και απαλλαγών της MiFID·
- Θ. λαμβάνοντας υπόψη ότι η πολυδιάσπαση της αγοράς είχε ανεπιθύμητο αντίκτυπο στην ρευστότητα και στην αποτελεσματικότητα της αγοράς, λόγω της μείωσης της διαφάνειας που προκάλεσε η αύξηση των αδιαφανών δεξαμενών και των δικτύων διασταύρωσης, του πολλαπλασιασμού των χώρων διαπραγμάτευσης τόσο εντός όσο και εκτός χρηματιστηρίων, και των σε μεγάλο βαθμό αυτοματοποιημένων χάρη στη τεχνολογία συναλλαγών, και είχε ως συνέπεια την μείωση του μέσου μεγέθους των συναλλαγών από 22°266 ευρώ το 2006 σε 9°923 ευρώ το 2009 και την αύξηση του συνολικού κόστους των συναλλαγών για ορισμένους χρήστες,
- I. λαμβάνοντας υπόψη ότι η μείωση του μεγέθους των συναλλαγών έχει γίνει αιτία να μειωθεί η ικανότητα των φορέων της αγοράς να εκτελούν στιγμιαία μεγάλου μεγέθους εντολές σε συγκεκριμένη αγορά και ότι η επιθυμία να αποφευχθούν επιπτώσεις στην αγορά για τις μεγάλου μεγέθους εντολές έχει διευκολύνει την διόγκωση των κρυφών συναλλαγών μέσω αδιαφανών δεξαμενών· λαμβάνοντας υπόψη ότι δεν υπερβαίνει το 10% το ποσοστό των συναλλαγών σε μετοχές σε οργανωμένες αγορές του EOX που κάνουν χρήση των προβλεπόμενων στη MiFID απαλλαγών από απαιτήσεις προσυναλλακτικής διαφάνειας (CESR/10-394), ότι αυτές οι απαλλαγές στη MiFID επιτρέπουν συναλλαγές μέσω αδιαφανών δεξαμενών, διότι πρόκειται για πλέον ευδιόρατη και καλύτερα ρυθμιζόμενη εναλλακτική λύση από τις εξωχρηματιστηριακές αθέατες συναλλαγές, αλλά ότι η έλλειψη επαρκούς ρύθμισης των εξωχρηματιστηριακών συναλλαγών, συμπεριλαμβανομένων των δικτύων διασταύρωσης χρηματομεσιτών (Broker Crossing Networks), παρέχει ανταγωνιστικό πλεονέκτημα στον εξωχρηματιστηριακό χώρο και ενθαρρύνει την αύξηση των αθέατων συναλλαγών, υπονομεύοντας τη συνολική διαφάνεια της αγοράς· λαμβάνοντας υπόψη ότι συνολικά οι μισές περίπου συναλλαγές δεν καλύπτονται σήμερα από προσυναλλακτικές απαιτήσεις διαφάνειας, αλλά ότι οι μισές εξωχρηματιστηριακές συναλλαγές δεν υπερβαίνουν το κανονικό μέγεθος συναλλαγών της αγοράς και άρα δεν απαιτούν προστασία έναντι του αντικτύπου στην αγορά,

- ΙΑ. λαμβάνοντας υπόψη ότι, για την εξασφάλιση ίσων όρων ανταγωνισμού, τα δίκτυα διασταύρωσης χρηματομεσιτών πρέπει να αποτελούν αντικείμενο διεξοδικής διερεύνησης του επιχειρηματικού μοντέλου τους, ώστε, όταν παρέχουν υπηρεσίες βάσει των οποίων ουσιαστικά λειτουργούν σαν ρυθμιζόμενες αγορές (RM), πολυμερείς μηχανισμοί διαπραγμάτευσης (MTF) ή συστηματικοί εσωτερικοποιητές, να υπόκεινται σε αντίστοιχη ρύθμιση,
- ΙΒ. λαμβάνοντας υπόψη ότι τα πλεονεκτήματα του ανταγωνισμού όταν υπάρχουν πλέον ανταγωνιστικές και καινοτόμες πλατφόρμες συναλλαγών δεν έχουν επιβεβαιωθεί, δεδομένου ότι το συνολικό κόστος των συναλλαγών δεν έχει μειωθεί, η αδιαφάνεια έχει αυξηθεί ενώ, ταυτόχρονα, καθίσταται σαφές ότι δεν επιτυγχάνεται η δέουσα εξασφάλιση ποιότητας και ακεραιότητας προς όφελος όλων των συντελεστών μιας ιδιαιτέρως πολυδιασπασμένης αγοράς,
- ΙΓ. λαμβάνοντας υπόψη ότι, καθώς οι στρατηγικές συναλλαγών υψηλής συχνότητας (HFT) ισχυρίζονται πως παρέχουν ρευστότητα στην χρηματοπιστωτική αγορά, θα ήταν ενδεχομένως χρήσιμο να διευκρινιστεί κατά πόσον υφίστανται κίνδυνοι που συνδέονται με τα συστήματα ηλεκτρονικής διαβίβασης εντολών και με το σημαντικό μερίδιο του όγκου συναλλαγών που αποδίδεται σε ορισμένες στρατηγικές HFT, το οποίο κυμαίνεται, σύμφωνα με υπολογισμούς, στο 70 % στις ΗΠΑ, ιδίως υπό το φως των συμπερασμάτων της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς σχετικά με το «στιγμιαίο κραχ» που σημειώθηκε στις ΗΠΑ στις 6 Μαΐου 2010 όταν οι άραχοι ρευστότητας HFT έφυγαν από την αγορά,
- ΙΔ. λαμβάνοντας υπόψη ότι οι στρατηγικές HFT αποτελούν σχετικά νέο φαινόμενο στην Ευρώπη και ότι, σύμφωνα με υπολογισμούς, αντιστοιχούν σήμερα στο 35% του όγκου της αγοράς,
- ΙΕ. λαμβάνοντας υπόψη ότι πρέπει να καθιερωθεί μεγαλύτερη διαφάνεια μέσω της προσυναλλακτικής και μετασυναλλακτικής γνωστοποίησης των συναλλαγών σε στοιχεία ενεργητικού ανεξαρτήτως κατηγορίας, προκειμένου να παρέχεται καλύτερη έγκαιρη προειδοποίηση όσον αφορά τη σώρευση και την κλίμακα των εξελισσόμενων προβλημάτων, καθώς επίσης να βελτιωθεί η αποτελεσματικότητα της διαδικασίας διαμόρφωσης των τιμών και να ενισχυθεί η εμπιστοσύνη μεταξύ των παραγόντων της αγοράς,
- ΙΣΤ. λαμβάνοντας υπόψη ότι, σύμφωνα με τα συμπεράσματα της συνόδου των G20 που πραγματοποιήθηκε στις 24 και 25 Σεπτεμβρίου στο Πίτσμπουργ, όλες οι τυποποιημένες συμβάσεις εξωχρηματιστηριακών παραγώγων πρέπει να αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε χρηματιστήρια ή σε πλατφόρμες ηλεκτρονικής διαπραγμάτευσης,
- ΙΖ. λαμβάνοντας υπόψη ότι οι αποκλίσεις μεταξύ κρατών μελών όσον αφορά την εφαρμογή της οδηγίας έχει γίνει αιτία να μείνει ημιτελής η εφαρμογή του πλαισίου της MiFID,

Αγορές διαπραγμάτευσης MIFID

1. αναγνωρίζει ότι οι υποδομές της αγοράς αποδείχτηκαν ανθεκτικές κατά τη διάρκεια της κρίσης, αλλά καλεί εντούτοις την Επιτροπή να ενισχύσει περαιτέρω τις υποδομές της αγοράς σε όλο το φάσμα των αγορών διαπραγμάτευσης και των συστημάτων συμψηφισμού, ώστε να καταστήσει δυνατή την αντιμετώπιση μελλοντικών κινδύνων

μέσω ενισχυμένης διαφάνειας, αυξημένης αντοχής και ρυθμιστικής επιτήρησης όλων των αθροισμένων συναλλαγών·

2. εκφράζει ικανοποίηση για την πρόταση κανονισμού της Επιτροπής για τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα, τους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους και τα αρχεία καταγραφής συναλλαγών, και την θεωρεί αναγκαία προϋπόθεση για την αύξηση της διαφάνειας και της ασφάλειας στις αγορές χρηματοπιστωτικών προϊόντων και ως το πρώτο στάδιο στην πορεία μετατόπισης σημαντικών ποσοστών εξωχρηματιστηριακών συναλλαγών προς τόπους συναλλαγής που υπάγονται στις διατάξεις της MIFID·
3. εισηγείται, για λόγους ευθυδικίας, να υπόκεινται οι MTF σε ισοδύναμη επιτήρηση και σε συγκρίσιμες ρυθμίσεις, δεδομένου ότι ο ανταγωνισμός μεταξύ MTF και RM πρέπει να διεξάγεται επί ίσοις όροις χωρίς να αγνοείται ο σημαντικός ρόλος των MTF όσον αφορά την πρόσβαση στην αγορά·
4. ζητεί να διεξαγάγει η ΕΑΚΑΑ έρευνα ως προς τη λειτουργία και το σκοπό των συστηματικών εσωτερικοποιητών (systematic internaliser (SI)) και να επέλθουν βελτιώσεις ως προς τις ρυθμίσεις που διέπουν αυτήν την κατηγορία, προκειμένου να εξασφαλισθεί ότι ο εν λόγω μηχανισμός χρησιμοποιείται για την εκτέλεση εντολών σε διμερή βάση με τον χρηματοοικονομικό αντισυμβαλλόμενο·
5. ζητεί να χορηγούνται στις επιχειρήσεις επενδύσεων που παρέχουν υπηρεσίες διαχείρισης χαρτοφυλακίου και δραστηριοποιούνται με την ιδιότητα του διαχειριστή χαρτοφυλακίου εργαλεία βέλτιστης εκτέλεσης από τις επιχειρήσεις επενδύσεων στις οποίες τοποθετούν παραγγελίες, παρά το γεγονός ότι ο διαχειριστής χαρτοφυλακίου θεωρείται, βάσει της MiFID, ως επιλέξιμος αντισυμβαλλόμενος·
6. ζητεί να εξετάσει η ΕΑΚΑΑ κατά πόσο η βέλτιστη εκτέλεση ανά εντολή πρέπει να εξυπηρετηθεί καλύτερα από ρυθμίσεις ως προς τη διαθεσιμότητα των πληροφοριών, τόσο σε μετασυναλλακτικό στάδιο όσο και σε σχέση με την ποιότητα της εκτέλεσης των συναλλαγών, καθώς και ως προς την τεχνολογία της αγοράς, όπως τα συστήματα προώθησης των εντολών και οι συνδέσεις μεταξύ αγορών·
7. ζητεί την απόλυτη εφαρμογή των διατάξεων της MIFID προκειμένου να εξασφαλιστεί ότι τα BCN που διεκπεραιώνουν δραστηριότητες ισοδύναμες με τους RM, MTF ή SI υπόκεινται στις ίδιες ρυθμιστικές διατάξεις με αυτούς, και για να διευκολυνθεί εν προκειμένω η συμμόρφωση επιμένει ότι όλα τα BCN πρέπει να υποχρεούνται να υποβάλλουν στις αρμόδιες αρχές όλες τις απαραίτητες πληροφορίες, μεταξύ άλλων:
 - α) περιγραφή του συστήματος, της ιδιοκτησίας και των πελατών,
 - β) λεπτομέρειες ως προς τη πρόσβαση στο σύστημα,
 - γ) εντολές που κάλυψε το σύστημα,
 - δ) συναλλακτικές μεθοδολογίες και διακριτική ευχέρεια του διαμεσολαβητή,
 - ε) ρυθμίσεις για άμεση μετασυναλλακτική γνωστοποίηση·
8. ζητεί να υπάρξει έρευνα για τις εξωχρηματιστηριακές αγοραπωλησίες μετοχών και ζητεί να επέλθουν βελτιώσεις ως προς τις ρυθμίσεις που διέπουν τις εξωχρηματιστηριακές συναλλαγές, προκειμένου να αυξηθεί αφενός η χρήση RM και MTF στην εκτέλεση εντολών σε πολυμερή βάση και SI στην εκτέλεση εντολών σε διμερή βάση και να

υποχωρήσει αφετέρου σημαντικά το ποσοστό των μετοχών που διακινούνται μέσω εξωχρηματιστηριακών συναλλαγών·

9. ζητεί να διερευνηθεί από την Επιτροπή το ζήτημα των συνεπειών που θα είχε ο καθορισμός ελάχιστου όγκου εντολής για όλες τις αδιαφανείς συναλλαγές και κατά πόσον αυτό θα μπορούσε να εφαρμοστεί αυστηρά ώστε να διατηρηθεί μια ικανοποιητική ροή συναλλαγών στις διαφανείς αγορές χάριν της διαδικασίας εξεύρεσης της τιμής·

Απαλλαγές από προσυναλλακτικές απαιτήσεις διαφάνειας

10. ζητεί από την Επιτροπή να διεξαγάγει επανεξέταση της MiFID όσον αφορά τις απαλλαγές από απαιτήσεις προσυναλλακτικής διαφάνειας με σκοπό:

α) την εξέταση του ενδεχομένου να καθιερωθεί ένα κατάλληλο ελάχιστο όριο για την απαλλαγή λόγω τιμής αναφοράς (Reference Price Waiver), ώστε να ενθαρρυνθεί η χρήση διαφανών τόπων συναλλαγών,

β) την εξέταση του ενδεχομένου να διευρυνθεί η απαλλαγή λόγω τιμής αναφοράς για να καλύπτει συναλλαγές που εμπίπτουν στις τρέχουσες αποκλίσεις τιμών της αγοράς αναφοράς,

γ) την θέσπιση μέγιστου όγκου συναλλαγών που θα μπορούσαν να κάνουν χρήση των απαλλαγών προσυναλλακτικής διαφάνειας προκειμένου να διασφαλιστεί μια αποτελεσματική διαδικασία εξεύρεσης της τιμής,

δ) να δοθεί στην ΕΑΚΑΑ η δυνατότητα να προσαρμόζει και να περιορίζει τις προσυναλλακτικές απαλλαγές, εφόσον είναι σκόπιμο, έχοντας λάβει υπόψη τον αντίκτυπο των αδιαφανών συναλλαγών στην αποτελεσματικότητα των αγορών,

11. ζητεί να υπάρξει ομοιογενής εφαρμογή των προσυναλλακτικών απαλλαγών στο σύνολο των κρατών μελών, προκειμένου να περιοριστούν οι εκτελεστικές αποκλίσεις που μπορούν να γίνουν αιτία αβεβαιότητας, ρυθμιστικού αρμπιτράζ και στρέβλωσης του ανταγωνισμού· προτείνει δε να χρησιμοποιηθούν τα τεχνικά πρότυπα, όπως καθορίζονται από την ΕΑΚΑΑ, ως κατάλληλο μέσο επίτευξης της προαναφερθείσας ομοιογένειας, επιλογή που συνάδει με την έννοια ενός ενιαίου συνόλου διαδικασιών για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες·

Ενοποιημένο Δελτίο Παρακολούθησης (Consolidated Tape)

12. χαιρετίζει την πρόσφατη ανακοίνωση εκ μέρους των φορέων της αγοράς περί αποδεσμοποίησης των προσυναλλακτικών και μετασυναλλακτικών πληροφοριών και ζητεί να καταβληθούν περαιτέρω προσπάθειες προς την κατεύθυνση κοινών προτύπων και καλύτερης διαθεσιμότητας των πληροφοριών·
13. καλεί την Επιτροπή να συστήσει ομάδα εργασίας με αντικείμενο την άρση των δυσκολιών που παρεμποδίζουν την ενοποίηση των πληροφοριών αγοράς στην Ευρώπη και κυρίως τον τρόπο βελτίωσης της κακής ποιότητας της γνωστοποίησης πληροφοριών για όλες ανεξαιρέτως τις συναλλαγές·
14. καλεί την ΕΑΚΑΑ να εκπονήσει κοινά πρότυπα υποβολής αναφορών και τυποποιημένους μορφότυπους γνωστοποίησης όλων των μετασυναλλακτικών δεδομένων, τόσο σε οργανωμένους τόπους συναλλαγών όσο και εξωχρηματιστηριακά, που θα συμβάλλουν

στην ενοποίηση των δεδομένων

15. ζητεί να επιβληθεί σε όλους τους φορείς γνωστοποίησης να αποσυνδέουν τα μετασυναλλακτικά στοιχεία από τα προσυναλλακτικά, ούτως ώστε να είναι δυνατή η πληροφόρηση όλων των συντελεστών της αγοράς με εμπορικά εύλογο και συγκρίσιμο κόστος· ζητεί επιπλέον από την Επιτροπή να εξετάσει το ενδεχόμενο καθιέρωσης των εγκεκριμένων ρυθμίσεων δημοσίευσης (Approved Publication Arrangements (APA)), προκειμένου να θεσπιστούν πρότυπα ποιότητας για την δημοσιοποίηση στοιχείων συναλλαγών και να μειωθεί ο αριθμός των φορέων στους οποίους μπορούν να γνωστοποιούνται οι συναλλαγές, καθώς και η χρήση διαδικτυακών σελίδων, που παρεμποδίζουν την ενοποίηση·
16. ζητεί να περιοριστεί το χρονικό περιθώριο υστερόχρονης δημοσιοποίησης και να γνωστοποιούνται οι συναλλαγές στους ρυθμιστικούς φορείς εντός εικοσιτετραώρου από την πραγματοποίησή τους· εκτιμά ότι, όσον αφορά την δημοσιοποίηση των συναλλαγών και υπό φυσιολογικές συνθήκες, καθυστερήσεις που υπερβαίνουν το ένα λεπτό πρέπει να θεωρούνται απαράδεκτες·
17. εκτιμά ότι είναι απαραίτητη η ανάλυση της διάρθρωσης και των επιχειρηματικών μοντέλων των εξωχρηματιστηριακών συναλλαγών και ζητεί συνεπώς την καθιέρωση ειδικών «σελιδοδεικτών» προσυναλλακτικής και μετασυναλλακτικής διαφάνειας για εξωχρηματιστηριακές συναλλαγές, προκειμένου να γίνουν καλύτερα κατανοητά τα χαρακτηριστικά αυτών των συναλλαγών και να εκτιμηθεί ποιοι τύποι συναλλαγών μπορούν νομίμως να διεκπεραιωθούν εξωχρηματιστηριακά βάσει των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών τους·

Θέματα μικροδομής

18. πιστεύει ακράδαντα ότι, μετά το «στιγμιαίο κραχ», όλες οι πλατφόρμες συναλλαγών οφείλουν να είναι σε θέση να αποδεικνύουν στις εθνικές εποπτικές αρχές ότι η τεχνολογία και τα συστήματα εποπτείας τους έχουν την ικανότητα να αντιμετωπίσουν έναν καταγίγισμό εντολών όπως εκείνος της 6ης Μαΐου, ούτως ώστε να εξασφαλίσουν ότι μπορούν να διεκπεραιώνουν επιτυχώς τις δραστηριότητες που άπτονται των HFT και των αλγοριθμικών συναλλαγών σε ακραίες συνθήκες, καθώς και να αποδείξουν ότι είναι σε θέση να αναδημιουργούν τα βιβλία των παραγγελιών τους στο τέλος της ημέρας ώστε να είναι δυνατός ο ακριβής εντοπισμός οποιασδήποτε αιτίας αφύσικης δραστηριότητας της αγοράς και η ταυτοποίηση οποιασδήποτε εικαζόμενης κατάχρησης της αγοράς·
19. ζητεί από την ΕΑΚΑΑ να μελετήσει τα κόστη και τα οφέλη που συνεπάγονται οι αλγοριθμικές συναλλαγές και οι συναλλαγές υψηλής συχνότητας (HFT) για τις αγορές και ο αντίκτυπος που έχουν επί των λοιπών χρηστών της αγοράς και κυρίως επί των θεσμικών επενδυτών, προκειμένου να προσδιοριστεί κατά πόσον η συναλλακτικά ροή που οφείλεται στον αυτοματισμό παρέχει πραγματική ρευστότητα στην αγορά και πώς επιδρά στην εν γένει εξεύρεση της τιμής, καθώς και κατά πόσον καθίσταται δυνατές οι καταχρήσεις μέσω χειραγώγησης της αγοράς οδηγώντας σε άνισες συνθήκες ανταγωνισμού μεταξύ των φορέων της αγοράς, και ποιος είναι ο αντίκτυπος στην εν γένει σταθερότητα της αγοράς·

20. ζητεί να προσδιοριστεί ρητά ως κατάχρηση της αγοράς η πρακτική της συσσώρευσης εντολών ("layering" ή "quote stuffing")·
21. ζητεί να διερευνηθεί κατά πόσον πρέπει να υπαχθούν σε ρυθμίσεις οι επιχειρήσεις που ακολουθούν στρατηγικές HFT, προκειμένου να εξασφαλισθεί ότι αυτές διαθέτουν ρωμαλέα συστήματα παρακολούθησης και επαλήθευσης με διαρκή ρυθμιστικό έλεγχο των αλγορίθμων τους οποίους χρησιμοποιούν, ότι έχουν την δυνατότητα ενδοημερήσιου ελέγχου και διερεύνησης των ανεξόφλητων θέσεων και των μοχλεύσεων σε πραγματικό χρόνο και ότι είναι σε θέση να αποδείξουν ότι διαθέτουν στιβαρές διαδικασίες διαχείρισης για τα αφύσικα ενδεχόμενα·
22. ζητεί να υπάρξει εξέταση των προκλήσεων που συνιστούν οι HFT από άποψη παρακολούθησης της αγοράς· αναγνωρίζει ότι είναι ανάγκη να διαθέτουν οι ρυθμιστικές αρχές τα κατάλληλα μέσα εντοπισμού και ελέγχου καταχρηστικής ενδεχομένου συμπεριφοράς· υπό το πρίσμα αυτό, ζητεί να γνωστοποιούνται στις αρμόδιες αρχές όλες οι εντολές που λαμβάνουν οι ρυθμιζόμενες αγορές και οι πολυμερείς μηχανισμοί διαπραγμάτευσης, καθώς και όλες οι αγοραπωλησίες που πραγματοποιούνται σε αυτές τις πλατφόρμες·
23. ζητεί από όλες τις πλατφόρμες συναλλαγών που επιτρέπουν τον συνδυασμό διακομιστών, είτε άμεσα είτε μέσω τρίτων φορέων παροχής δεδομένων, να μεριμνούν ώστε να εξασφαλίζεται ίση πρόσβαση για όλους τους συστεγαζόμενους πελάτες και, όπου αυτό είναι δυνατό, όμοιες ρυθμίσεις ως προς τον χρόνο απόκρισης των συστημάτων, με σκοπό τη συμμόρφωση με τις πρακτικές μη διακρίσεων που περιγράφονται στη MiFID·
24. καλεί τους φορείς ρύθμισης να παρακολουθούν και να ελέγχουν την παροχή πρόσβασης μέσω διαμεσολαβητή και καλεί την Επιτροπή να εξετάσει το ενδεχόμενο λήψης πρόσθετων μέτρων όπως:
- α) την ρητή απαγόρευση οποιασδήποτε μη επιτηρούμενης πρόσβασης μέσω διαμεσολαβητή σε εταιρίες, ανεξάρτητα από το αν ανήκουν στον ίδιο όμιλο εταιριών με τον διαμεσολαβητή,
 - β) την υποχρέωση των χρηματιστών-διαπραγματευτών και των επιχειρήσεων επενδύσεων να θεσπίσουν, να τεκμηριώσουν και να διατηρήσουν σύστημα διαχείρισης κινδύνου, σε προ- και μετα-συναλλακτικό στάδιο, καθώς και εποπτικές διαδικασίες προκειμένου για την αντιμετώπιση χρηματοπιστωτικών, κανονιστικών και λοιπών κινδύνων που απειλούν την πρόσβασή τους στην αγορά·
25. καλεί την ΕΑΚΑΑ, ανεξαρτήτως της αναγκαίας εφαρμογής των ρητρών ασφαλείας, να διερευνήσει περαιτέρω το ενδεχόμενο να παραβιάζει η πρόσβαση μέσω διαμεσολαβητή τους κανόνες περί πρόσβασης χωρίς διακρίσεις·
26. καλεί την Επιτροπή να υιοθετήσει τις αρχές που αναπτύσσει τούτη τη περίοδο η τεχνική Επιτροπή του IOSCO σχετικά με την άμεση ηλεκτρονική πρόσβαση, συμπεριλαμβανομένης της διαμεσολαβούμενης πρόσβασης, αρχές που θα καλύπτουν τα κριτήρια επιλογής τόσο των πελατών που μπορούν να αποκτούν διαμεσολαβούμενη πρόσβαση όσο και της συμβατικής σχέσης που συνδέει πλατφόρμα, μέλος και πελάτη, αλλά και θα σκιαγραφούν τις αντίστοιχες υποχρεώσεις τους όσον αφορά τη χρήση με τα κατάλληλα μέσα ελέγχου και φίλτρα·

27. συντάσσεται με την άποψη ότι, προκειμένου να τηρείται η αρχή της ίσης μεταχείρισης όλων των επενδυτών, πρέπει να αγορευτεί ρητά η πρακτική των λεγόμενων αστραπιαίων εντολών (flash orders)·
28. καλεί την ΕΑΚΑΑ να διερευνήσει την διάρθρωση των αμοιβών προκειμένου να διασφαλιστεί ότι οι προμήθειες εκτέλεσης εντολών, οι δευτερεύουσες αμοιβές, τα τέλη προμήθειας των επιχειρήσεων επενδύσεων και λοιπά σχετικά οικονομικά κίνητρα χαρακτηρίζονται από διαφάνεια και απουσία διακριτικής μεταχείρισης, συνάδουν με μια αξιόπιστη διαδικασία διαμόρφωσης των τιμών και διαμορφώνονται και εφαρμόζονται έτσι ώστε να μην ενθαρρύνονται οι αθέμιτες συναλλαγές, και προκειμένου να αξιολογηθεί εάν μια ελάχιστη επιβάρυνση πρέπει να καταβάλλεται από χρήστες που δίνουν εντολές, είτε εκτελούνται αυτές είτε όχι, δεδομένου ότι πρέπει αυτές οι εντολές να διεκπεραιωθούν από το σύστημα της αγοράς·
29. προτείνει να εκπονήσει η ΕΑΚΑΑ μελέτη με θέμα το μοντέλο αμοιβών που ανταμείβει όσους προσφέρουν και επιβαρύνει όσους αφαιρούν ρευστότητα από το σύστημα ("maker-taker"), με σκοπό να αποσαφηνιστεί κατά πόσον οι επωφελούμενοι της πλεονεκτικότερης κλίμακας αμοιβών ως 'makers' πρέπει επίσης να υπάγονται στο επίσημο καθεστώς υποχρεώσεων του Ειδικού Διαμεσολαβητή και στην αντίστοιχη εποπτεία·
30. ζητεί από την ΕΑΚΑΑ να επιτηρεί και να ορίσει, μέσω εκτελεστικών πράξεων, ισχυρά εργαλεία ελέγχου της αστάθειας και διακόπτες κυκλώματος που θα λειτουργούν ταυτόχρονα σε όλους τους τόπους διαπραγμάτευσης της ΕΕ προκειμένου να αποτρέπουν οποιοδήποτε περιστατικό τύπου αμερικανικού «στιγμιαίου κραχ»·

Πεδίο εφαρμογής

31. ζητεί να μην έχει κανένας συντελεστής της αγοράς που δεν υπόκειται σε επιτήρηση τη δυνατότητα άμεσης ή διαμεσολαβούμενης αλλά όχι επιτηρούμενης πρόσβασης σε επίσημους τόπους διαπραγμάτευσης, και να υποχρεούνται οι σημαίνοντες συντελεστές της αγοράς που πραγματοποιούν συναλλαγές για ίδιο λογαριασμό, να ενημερώνουν σχετικά τους ρυθμιστικούς φορείς και να επιτρέπουν την δέουσα εποπτεία και επιτήρηση των συναλλακτικών δραστηριοτήτων τους για λόγους σταθερότητας·
32. ζητεί, όσον αφορά τις κατά κυριότητα συναλλακτικές δραστηριότητες μέσω αλγοριθμικών στρατηγικών διαπραγμάτευσης από μη ρυθμιζόμενες οντότητες, να διεξάγονται αυτές αποκλειστικά μέσω επιλέξιμων χρηματοπιστωτικών αντισυμβαλλόμενων·
33. ζητεί την επέκταση του πεδίου εφαρμογής του καθεστώτος διαφάνειας της MiFID σε όλα τα μέσα που προσομοιάζουν με μετοχές, συμπεριλαμβανομένων των πιστοποιητικών κατάθεσης μετοχών (DR), των επενδυτικών κεφαλαίων που είναι εισηγμένα στο χρηματιστήριο (ETF), των εμπορευμάτων που είναι εισηγμένα στο χρηματιστήριο (EDC) και των πιστοποιητικών·
34. καλεί την Επιτροπή και την ΕΑΚΑΑ να εξετάσουν το ενδεχόμενο καθιέρωσης μιας απαίτησης διαφάνειας, προσυναλλακτικής και μετασυναλλακτικής, για όλα τα χρηματοπιστωτικά μέσα που δεν είναι μέσα ιδίων κεφαλαίων, συμπεριλαμβανομένων των κρατικών και εταιρικών ομολόγων και των παραγώγων που είναι επιλέξιμα για κεντρικό

αντισυμβαλλόμενο, προς εφαρμογή κατά τρόπο που να διαφοροποιεί, όποτε τούτο ενδείκνυται, μεταξύ των κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων και ταυτόχρονα να συνδυάζεται με μέτρα που επιφέρουν περαιτέρω τυποποίηση των εξωχρηματοστηριακών παραγώγων, ώστε να καταστεί δυνατή μια ευρύτερη εφαρμογή της διαφάνειας·

35. εκτιμά ότι οφείλει η Επιτροπή, δεδομένων των ζητημάτων που προέκυψαν όσον αφορά την ποιότητα των στοιχείων και την ενοποίηση των μετασυναλλακτικών στοιχείων για ευρωπαϊκές μετοχές, να μεριμνήσει ώστε τα μετασυναλλακτικά στοιχεία για τα μη μετοχικά προϊόντα να παρέχονται σε μορφή που επιτρέπει την άκοπη ενοποίηση·
36. συντάσσεται με την πρόθεση της Επιτροπής να εφαρμόσει ένα ευρύτερο φάσμα των διατάξεων της MiFID στα παράγωγα, δεδομένου ότι οι αγοραπωλησίες αυτών των προϊόντων μετακινούνται διαρκώς προς οργανωμένους τόπους συναλλαγών και υπάγονται σε διαρκώς αυξανόμενες υποχρεώσεις τυποποίησης και κεντρικού συμψηφισμού·
37. ζητεί να κατατεθεί από την Επιτροπή πρόταση βάσει της οποίας όλες οι συμβάσεις εξωχρηματοστηριακών παραγώγων που μπορούν να τυποποιηθούν θα αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε χρηματιστήρια ή σε τόπους ηλεκτρονικής διαπραγμάτευσης, κατά περίπτωση, προκειμένου να διασφαλίζεται η διαμόρφωση της τιμής αυτών των συμβάσεων κατά τρόπο διαφανή, θεμιτό, αποτελεσματικό και ανεπηρέαστο από συγκρούσεις συμφερόντων·
38. ζητεί να επανεξεταστούν τα πρότυπα του IOSCO για τα γραφεία συμψηφισμού, για τα συστήματα διακανονισμού τίτλων και για τα συστήματα πληρωμών με συστημική σπουδαιότητα, με σκοπό την περαιτέρω βελτίωση της διαφάνειας της αγοράς·
39. φρονεί ότι οι ρυθμιστικές αρχές από όλο το φάσμα των αγορών εμπορευμάτων και χρηματοπιστωτικών προϊόντων πρέπει απαραίτητως να έχουν πρόσβαση στα ίδια στοιχεία, προκειμένου να ανιχνεύουν τάσεις και αλληλεπιδράσεις, και καλεί την Επιτροπή να συντονίσει τις προσπάθειες προς τούτο τόσο σε επίπεδο ΕΕ όσο και σε παγκόσμιο επίπεδο·
40. αναθέτει στον Πρόεδρό του να διαβιβάσει το παρόν ψήφισμα στο Συμβούλιο, στην Επιτροπή και στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.

ΑΙΤΙΟΛΟΓΙΚΗ ΕΚΘΕΣΗ

Οι ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές διάγουν περίοδο πρωτοφανών αλλαγών, τόσο λόγω διαφοροποιημένου ρυθμιστικού περιβάλλοντος εν συνεχεία της έναρξης εφαρμογής της MiFID όσο και λόγω των τεχνολογικών εξελίξεων που επήλθαν την ίδια περίοδο. Η καθιέρωση της MiFID συνέπεσε με περίοδο εξωγενούς αστάθειας λόγω χρηματοπιστωτικής κρίσης. Κατά συνέπεια, ακόμα και αν είχαμε στη διάθεσή μας αξιόπιστα δεδομένα αγοράς από το σύνολο των τόπων διαπραγμάτευσης, τα αριθμητικά στοιχεία θα εξακολουθούσαν να μην αντανακλούν αποκλειστικά και μόνο τον ρυθμιστικό αντίκτυπο της νομοθεσίας.

Κατά τη διάρκεια της τελευταίας πενταετίας, η μονοπωλιακή θέση των κύριων κεφαλαιαγορών έχει υποστεί μεταβολές. Ποσοστό μικρότερο του 60% του όγκου συναλλαγών του UK FTSE 100 λαμβάνει χώρα στο LSE, ενώ ποσοστό 30% του CAC40 πραγματοποιείται πλέον εκτός του Euronext στο Παρίσι και 25% των συναλλαγών του DAX30 πραγματοποιούνται εκτός του Deutsche Bourse της Φρανκφούρτης. Φαίνεται να αποτελεί κοινή παραδοχή όλων των φορέων ότι η κατάργηση του ενός κύριου τόπου συναλλαγών μετοχών κατέστησε δυνατό ένα εντονότερο ανταγωνισμό μεταξύ τόπων συναλλαγών.

Αυτός ο κύριος αντικειμενικός σκοπός της MiFID, η ενίσχυση του ανταγωνισμού μεταξύ τόπων συναλλαγών για υπηρεσίες εκτέλεσης, διέυρνε τις δυνατότητες επιλογής των επενδυτών, μείωσε τα κόστη των συναλλαγών και αύξησε την αποτελεσματικότητα της διαδικασίας εξεύρεσης της καλύτερης τιμής. Υπάρχουν πλέον και λειτουργούν 136 MTF στην ΕΕ επιπλέον των κύριων κεφαλαιαγορών, συγκροτώντας από κοινού τους οργανωμένους τόπους συναλλαγών. Αυτοί οι οργανωμένοι τόποι συναλλαγών συγκεντρώνουν το 60% περίπου του όγκου συναλλαγών, με το υπόλοιπο να διεκπεραιώνεται από χρηματιστές-διαπραγματευτές, υπό το συλλογικό χαρακτηρισμό OTC. Διμερείς συναλλαγές, με τις οποίες ο πελάτης δίνει εντολή στο χρηματιστή και αυτός την υλοποιεί, έχουν μετακινηθεί από τον χώρο των κατ' εξοχήν προφορικών εντολών, σε εκείνον που κυριαρχείται από ηλεκτρονικές εντολές. Μολονότι εξ ορισμού δεν απαιτείται προσυναλλακτική διαφάνεια για εξωχρηματιστηριακές συναλλαγές, αυτές πρέπει εντούτοις να γνωστοποιούνται βάσει των διατάξεων της MiFID.

Η πολυδιάσπαση της αγοράς έχει οδηγήσει στην ανεπαρκή μετασυναλλακτική διαφάνεια κυρίως λόγω της διασποράς των συναλλαγών σε πολλούς τόπους ενώ η ποιότητα των μετασυναλλακτικών πληροφοριών δεν είναι υψηλή. Απαιτείται αποτελεσματικότερο κανονιστικό πλαίσιο ενοποιημένης μετασυναλλακτικής ενημέρωσης το οποίο θα διαθέτει νέους τεχνικούς κώδικες στη διαδικασία διακανονισμού προκειμένου να ανταποκρίνεται καλύτερα σε ένα περιβάλλον στο οποίο οι χρηματιστές μπορούν να εκτελούν εντολές σε πολλαπλούς τόπους συναλλαγών. Οι ρυθμιστικοί φορείς πρέπει να είναι σε θέση, ανά πάσα στιγμή, να σχηματίζουν εικόνα του βιβλίου παραγγελιών ώστε να μπορούν να αντιλαμβάνονται τη δυναμική των αγορών και την δραστηριοποίηση των συμμετεχόντων. Η ρυθμιστική παρέμβαση φαίνεται επίσης να είναι αναγκαία προκειμένου να εξαλειφθούν τα μεγάλα εμπόδια που παρεμποδίζουν την ενοποίηση των μετασυναλλακτικών δεδομένων και, κατ' επέκταση, τη δημιουργία και λειτουργία, από ιδιώτες, ενός ευρωπαϊκού συστήματος Ενοποιημένου Δελτίου Παρακολούθησης.

Τα κόστη της ροής πληροφοριών στις ΗΠΑ υπολείπονται σημαντικά εκείνων της ΕΕ και δεν ξεπερνούν σε ορισμένες περιπτώσεις τα 50 δολάρια το μήνα για όλες τις πλατφόρμες ενώ στην ΕΕ ανέρχονται στα 500 δολάρια. Τούτο οφείλεται κυρίως στη δεσμοποίηση προσυναλλακτικών και μετασυναλλακτικών δεδομένων από τις χρηματιστηριακές αγορές και παραπέμπει, συνεπώς, στην ανάγκη αποδεσμοποίησης αυτών των πηγών πληροφόρησης προκειμένου να μειωθούν αναλόγως τα κόστη. Τα προβλήματα επιδεινώνονται λόγω της αυξομειούμενης ποιότητας των στοιχείων και της έλλειψης κοινών προτύπων γνωστοποίησης και μπορούν να λυθούν μόνο εφόσον εκπονηθούν κοινά πρότυπα και μορφότυπα γνωστοποίησης μετασυναλλακτικών δεδομένων.

Η MiFID καθόρισε επίσης ποια είναι η επιτρεπτή καθυστέρηση στην μετάδοση μετασυναλλακτικών πληροφοριών αλλά κρίνεται σκόπιμη πλέον, για λόγους που άπτονται της διαμόρφωσης των τιμών και δεδομένης της αυξημένης χρήσης της τεχνολογίας, να μειωθεί αυτό το περιθώριο ούτως ώστε να μην μπορεί να γνωστοποιηθεί καμία συναλλαγή με καθυστέρηση που υπερβαίνει τις 24 ώρες από την πραγματοποίησή της. Για τις περισσότερες ηλεκτρονικές συναλλαγές επίσης θα πρέπει να θεωρείται απαράδεκτη οποιαδήποτε καθυστέρηση υπερβαίνει το ένα λεπτό.

Εκτός της κρίσης, έχουν επέλθει στην αγορά πολλές άλλες αλλαγές από τότε που τέθηκε σε ισχύ η MiFID, όπως η εμφάνιση νέας τεχνολογίας και η ευρέως πλέον διαδεδομένη χρήση των αλγοριθμικών συναλλαγών, συμπεριλαμβανομένων των HFT. Σε αυτή λοιπόν τη νέα περίοδο που σηματοδοτεί η τεχνολογία και δεδομένης της αυξημένης ανάγκης για διαφάνεια, είναι αξιοσημείωτο το γεγονός ότι ο όγκος των εξωχρηματιστηριακών συναλλαγών δεν έχει μειωθεί ως ποσοστό του συνολικού όγκου συναλλαγών από τότε που αυξήθηκε ο αριθμός των τόπων διαπραγμάτευσης. Η αγορά έχει εντούτοις προσαρμοστεί στη χρήση των αδιαφανών δεξαμενών ρευστότητας για την διαπραγμάτευση μεγάλων παραγγελιών (BCN) και στη χρήση των εξαιρέσεων που προβλέπει η MiFID για τέτοιου είδους δράσεις όταν διεκπεραιώνονται μέσω οργανωμένων αγορών (μη γνωστοποιούμενες συναλλαγές).

Περίπου 10% όλων των αγοραπωλησιών μετοχών του EOX σε οργανωμένες αγορές κάνουν χρήση των απαλλαγών από προσυναλλακτικές απαιτήσεις διαφάνειας της MiFID και μπορούν να θεωρηθούν ως «αδιαφανείς». Χρειάζεται ωστόσο να βρεθεί η χρυσή τομή μεταξύ της ανάγκης προσυναλλακτικής διαφάνειας για να διευκολυνθεί η διαμόρφωση των τιμών και εκείνων των περιπτώσεων στις οποίες δικαιολογημένα χορηγούνται απαλλαγές για να αποτραπουν ανεπιθύμητες κινήσεις της αγοράς και για να διευκολυνθεί η λειτουργία της. Δεδομένου ότι ο μέσος όγκος συναλλαγών έχει μειωθεί από τα 22 266 ευρώ του 2006 στα 9 923 ευρώ το 2009 και μόλις 0,9% των συναλλαγών πραγματοποιείται με την απαλλαγή λόγω «τιμής αναφοράς», γίνεται προφανές ότι συντρέχουν λόγοι αναθεώρησης των διαφόρων απαλλαγών. Απαιτείται επίσης μέριμνα προκειμένου να υπάρξει μια πλέον ομοιόμορφη εφαρμογή των προσυναλλακτικών απαλλαγών από κράτος μέλος σε κράτος μέλος προκειμένου να περιοριστούν οι αποκλίσεις εκτελεστικής φύσης. Ένας τρόπος για να συμβεί αυτό είναι τα τεχνικά πρότυπα.

Η διεκπεραίωση εξωχρηματιστηριακών συναλλαγών μέσω δικτύων διασταύρωσης εντολών χρηματιστών-διαπραγματευτών προϋπήρχε της MiFID. Σήμερα πρόκειται κυρίως για ηλεκτρονικές πλατφόρμες πελατών. Τα BCN έχουν γίνει αποδεκτά ως μια πολύτιμη προσθήκη στους τόπους διαπραγμάτευσης, κατ' εξοχήν για εντολές αγοράς (buy-side), και πρέπει συνεπώς να αναγνωριστούν ως αυθύπαρκτη κατηγορία στο πλαίσιο της MiFID και να

υπάγονται σε κανονιστικό έλεγχο ώστε να παρακολουθούνται οι κινήσεις τους.

Η CESR πραγματοποιεί επί του παρόντος άσκηση συλλογής δεδομένων προκειμένου να αποτιμήσει ορθώς τον όγκο των συναλλαγών που δεν γνωστοποιούνται και ποιο είναι το όριο εκείνο, πέραν του οποίου ένας συγκεκριμένος όγκος προσυναλλακτικά αδιαφανών συναλλαγών αρχίζει ουσιαστικά να επιδρά επί της ίδιας της διαμόρφωσης των τιμών. Η αγορά των ΗΠΑ ως προς την αξιολόγηση των διαφόρων τύπων συναλλαγών βρίσκεται σε πλέον προηγμένο στάδιο από εκείνη της ΕΕ και καλούμαστε συνεπώς να διερευνήσουμε κατά πόσον υπάρχουν διδάγματα από την αμερικανική εμπειρία της μετασυναλλακτικής διαφάνειας για τις «αδιαφανείς δεξαμενές», δεδομένου ιδίως του γεγονότος ότι, σύμφωνα με εκτιμήσεις της βρετανικής FSA, ποσοστό μικρότερο του 1% των αγοραπωλησιών μετοχών διεξάγεται μυστικά με συμβόλαια OTC, ενώ στις ΗΠΑ το ποσοστό συναλλαγών που διεκδικείται από τις σκοτεινές δεξαμενές πλησιάζει το 10% του συνολικού όγκου.

Από την έλευση της MiFID έως σήμερα, οι πάροχοι υποδομής αγοράς μετεξελίσσονται σταθερά σε τεχνολογικές πλατφόρμες που εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από συστήματα πληροφορικής και συναγωνίζονται για το ποια θα προσφέρει τις πλέον αποτελεσματικές, ταχείες και ανθεκτικές υποδομές. Ανεξαρτήτως των κανονιστικών αλλαγών, ο αντίκτυπος της νέας τεχνολογίας και η εμφάνιση νέων φορέων στην αγορά έχουν οδηγήσει σε υψηλότερες ταχύτητες συναλλαγής, αύξηση των HFT και διεύρυνση της άμεσης πρόσβασης στην αγορά για τους πελάτες των φορέων που χειρίζονται τις πλατφόρμες συναλλαγής, με συνέπεια ταχύτερες και δυναμικότερες αγορές.

Ένας από τους λόγους που εξηγούν την σταθερή πτωτική τάση του μέσου όγκου συναλλαγών είναι η προτίμηση των νέων συντελεστών της αγοράς για άμεση εκτέλεση εντολών και για αποφυγή ανακοίνωσης των μεγάλων εντολών. Οποιαδήποτε εύρυθμη αγορά προϋποθέτει εταιρίες πρόθυμες να προσφέρουν ρευστότητα και να δημοσιοποιούν τις τιμές. Ο κλασικός τρόπος με τον οποίο πραγματοποιείται κάτι τέτοιο περνά μέσα από τους ειδικούς και τους διαμορφωτές της αγοράς που προσφέρουν διπλές τιμές αγοράς-πώλησης και κερδίζουν από τη διαφορά. Με την εξέλιξη της αγοράς ο τρόπος με τον οποίο πραγματώνεται η παροχή ρευστότητας έχει αλλάξει. Πιο συγκεκριμένα, η τεχνολογική εξέλιξη έχει επιτρέψει στις εταιρίες που χρησιμοποιούν αλγόριθμους για τις συναλλαγές να προσφέρουν ρευστότητα με την εγγραφή παραγγελιών διπλής όψης σε ηλεκτρονικά βιβλία παραγγελιών και με την δημοσιοποίηση μιας τιμής. Οι διαμορφωτές της αγοράς συνήθως δεν διατηρούν στη κατοχή τους επενδύσεις για οποιοδήποτε χρονικό διάστημα και για το λόγο αυτό διαμορφώθηκαν οι στρατηγικές HFT ώστε να επωφελούνται αυτού του τρόπου λειτουργίας. Φαίνεται σκόπιμη η διεξαγωγή περαιτέρω αναλύσεων ως προς τις υποχρεώσεις και τις ευθύνες που θα πρέπει να επιβληθούν σε αυτούς τους ανεπίσημους διαμορφωτές της αγοράς. Εφόσον επωφελούνται από ένα καθεστώς διαμόρφωσης τιμών, θα πρέπει να είναι υποχρεωμένοι να δίνουν προσφορά όποτε χρειάζεται.

Οι HFT δεν αποτελούν στρατηγική αγοράς από μόνες τους αλλά μπορούν να εφαρμοστούν σε ευρύ φάσμα στρατηγικών που χαρακτηρίζονται όλες από αυξημένη κίνηση του χαρτοφυλακίου· πολλές μπορούν να επεξεργαστούν 33 000 συναλλαγές το δευτερόλεπτο, με μετ'επιστροφής χρόνους για συναλλαγές (RTT) κατώτερους του μικροδευτερολέπτου. Υπέχουν όλες υποχρέωση ταχύτητας και είναι συνεπώς latency sensitive, προϋποθέτοντας μηχανισμούς υψηλής ταχύτητας ως προς τις ροές δεδομένων αγοράς, συνδυασμού αγορών-πωλήσεων και προσφοράς τιμής. Κατατάσσονται κατά κανόνα σε δύο κατηγορίες:

ηλεκτρονική διαμόρφωση αγοράς και στατιστικό αρμπιτράζ. Εκτιμάται ότι ο όγκος συναλλαγών που διεκπεραιώνουν οι χρηματιστές των HFT υπερβαίνει το 35% και εξακολουθεί να αυξάνεται. Συγκριτικά, το αντίστοιχο ποσοστό στις αγορές των ΗΠΑ όπου οι στρατηγικές HFT κοστίζουν λιγότερο ανέρχεται στο 70%. Εκτιμάται ότι τα κόστη συμψηφισμού και διακανονισμού στην ΕΕ αποτελούν εμπόδιο στην περαιτέρω ανάπτυξη και συνάγεται συνεπώς ότι οποιαδήποτε μείωση αυτών θα έχει κατά πάσα πιθανότητα περαιτέρω αντίκτυπο στη δυναμική της αγοράς.

Τα στοιχεία που διαθέτουμε ως προς τις συνέπειες που έχουν για την αγορά οι εν λόγω στρατηγικές HFT είναι περιορισμένα, ιδίως όσον αφορά τον απώτερο συνολικό αντίκτυπο της τεχνολογίας στην αντοχή της αγοράς. Εκ πρώτης όψεως, οι HFT έχουν αυξήσει τη ρευστότητα και έχουν συσφίξει τις αποκλίσεις τιμών για τους επενδυτές. Θεωρούμε εντούτοις ότι απαιτείται περαιτέρω μελέτη ως προς την χρησιμότητα ή όχι αυτής της ρευστότητας, δεδομένου ότι συχνά υπάρχει μικρός όγκος στην επαφή και δεν απουσιάζουν οι επιφυλάξεις ως προς την αξία των δεδομένων που καταγράφονται στα βιβλία παραγγελίας. Άλλο σημείο διερεύνησης αφορά τυχόν αρνητικές συνέπειες που έχει η αύξηση των HFT στην διαμόρφωση των τιμών.

Σύμφωνα με σχόλιο που έχει διατυπωθεί, πολλές από τις εν λόγω HFT οντότητες επιδίδονται σε κατά κυριότητα συναλλακτικές δραστηριότητες - άρα δεν υπόκεινται σε κανονιστικές ρυθμίσεις - άρα δεν χρειάζεται να συμμορφώνονται με τις διατάξεις της MiFID. Δεδομένου εντούτοις του εν γένει πολιτικού κλίματος που θέλει όλους τους σημαίνοντες παράγοντες της αγοράς να ελέγχονται επαρκώς, προτείνουμε να αρχίσει να ισχύει αυτό και για τούτες τις εταιρίες μέσω της επείγουσας επέκτασης των διατάξεων περί γνωστοποίησης της MiFID ώστε να καλύπτουν και αυτές τις οντότητες. Συγκεκριμένα απαιτείται επιτήρηση των συστημάτων και της διαχείρισης κινδύνων αυτών των εταιριών, με βάση τα διδάγματα από το αμερικανικό «στιγμαίο κραχ» της 6ης Μαΐου. Η δοκιμή της λειτουργίας των συστημάτων σε ακραίες συνθήκες είναι απαραίτητη προκειμένου να εξασφαλιστεί η ικανότητά τους να αντιμετωπίσουν «ανεξέλεγκτους αλγόριθμους». Η συλλογή δεδομένων για τη δραστηριότητα όλων των φορέων της αγοράς πρέπει να αποκτήσει προτεραιότητα ώστε να μπορέσουν οι αρμόδιες αρχές να σχηματίσουν, εφόσον χρειάζεται, αντίληψη για τα βιβλία παραγγελιών με σκοπό τη λειτουργία ασφαλών και αποδοτικών αγορών. Δεδομένου του όγκου των συναλλαγών, δεν πρέπει να αποκλειστεί το ενδεχόμενο συστημικού κινδύνου, κάτι που πρέπει συνεπώς να διερευνηθεί σε πανευρωπαϊκό επίπεδο.

Η πρακτική του συνδυασμού διαμετακομιστών έχει αρχίσει να διερύνεται διότι η προσέγγιση πλατφορμών πελατών και χρηματιστών επιτρέπει στους τελευταίους να μειώνουν τον χρόνο παραλαβής δεδομένων από τον τόπο συναλλαγών και παραγγελίας με αποτέλεσμα της μείωση της latency και την επίτευξη συχνότερων συναλλαγών για την εταιρία. Αυτό μπορεί να πραγματοποιηθεί και με «third party proximity hosting». Μολονότι δαπανηρή, η επιλογή συνδυασμού διαμετακομιστών δεν φαίνεται επί του παρόντος να συνεπάγεται αρνητικές διακρίσεις αλλά, εφόσον όλοι οι πελάτες πρέπει να τυγχάνουν ίσης μεταχείρισης όσον αφορά την απόσταση από τις πλατφόρμες και την χρέωση, είναι μάλλον σκόπιμη η θέσπιση υποχρέωσης παροχής πληροφοριών ως προς τον καθορισμό των τιμών.

Η διαμεσολαβούμενη πρόσβαση επιτρέπει στους χρηματιστές που δεν είναι μέλη της αγοράς να ανακατευθύνουν τις εντολές τους μέσω του συστήματος ενός διαμεσολαβητή, ο οποίος μπορεί να είναι χρηματιστής-διαπραγματευτής ή εν γένει γραφείο συμψηφισμού (GCM). Οι

πλατφόρμες της ΕΕ που επιτρέπουν αυτή τη στιγμή διαμεσολαβούμενη πρόσβαση, δηλαδή οι Chi-X, BATS Europe, LSE και NYSE Euronext, έχουν καθιερώσει, υπό την επιτήρηση της ρυθμιστικής αρχής στην οποία υπάγονται, απαιτήσεις φίλτρων και ελέγχων που εφαρμόζει το μέλος πριν αποστείλει εντολή. Η αφιλτράριστη (naked) διαμεσολαβούμενη πρόσβαση επιτρέπει εντούτοις στον πελάτη ενός διαμεσολαβητή την άμεση σύνδεση με την πλατφόρμα χωρίς καμμία μορφής επιτήρηση, πρακτική που δημιουργεί अपαράδεκτους κινδύνους για το μέλος της αγοράς, για το γραφείο συμψηφισμού του και για την εύρυθμη λειτουργία της αγοράς και η οποία θα πρέπει να συνεχίσει να απαγορεύεται στην ΕΕ. Προτείνεται συνεπώς να καθιερωθούν κατάλληλα συστήματα προσυναλλακτικού ελέγχου κινδύνου και μετασυναλλακτικής παρακολούθησης όσον αφορά την διαμεσολαβούμενη πρόσβαση στις πλατφόρμες, κάτι που ισχύει ιδίως για εκείνους που χρησιμοποιούν «εταιρία εκκαθάρισης» της οποίας οι διαμεσολαβούμενοι πελάτες έχουν τη δυνατότητα να συναλλάσσονται στις αγορές με σημαντικό επίπεδο μόχλευσης και αντιπροσωπεύουν ενδεχομένως πηγή σημαντικού συστημικού κινδύνου για το σύστημα λόγω των εν δυνάμει μεγάλων ενδοημερήσιων θέσεων που μπορεί να προκύψουν σε όλο το φάσμα των στρατηγικών.

Συμπερασματικά, φαίνεται ότι μια σημαντική επίπτωση του ανταγωνισμού που δημιούργησε η εφαρμογή της MiFID υπήρξε η πολυδιάσπαση της αγοράς η οποία οδήγησε με τη σειρά της στην εκρηκτική άνοδο των στρατηγικών HFT. Ο νομοθέτης οφείλει να αναγνωρίσει ότι αυτού του είδους οι τεχνολογικές εξελίξεις καθιστούν αναγκαίες τις αντίστοιχες προσαρμογές της νομοθεσίας προκειμένου να μην υπάρχουν νομοθετικά κενά που θα επιτρέψουν τη δημιουργία συστημικών απειλών εις βάρος της συνολικής λειτουργίας της αγοράς.

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΤΗΣ ΤΕΛΙΚΗΣ ΨΗΦΟΦΟΡΙΑΣ ΣΤΗΝ ΕΠΙΤΡΟΠΗ

Ημερομηνία έγκρισης	9.11.2010
Αποτέλεσμα της τελικής ψηφοφορίας	+ : 43 - : 0 0 : 2
Βουλευτές παρόντες κατά την τελική ψηφοφορία	Burkhard Balz, Godfrey Bloom, Sharon Bowles, Pascal Canfin, Νικόλαος Χουντής, George Sabin Cutaş, Leonardo Domenici, Derk Jan Eppink, Markus Ferber, José Manuel García-Margallo y Marfil, Jean-Paul Gauzès, Sven Giegold, Sylvie Goulard, Gunnar Hökmark, Othmar Karas, Jürgen Klute, Ρόδη Κράτσα-Τσαγκαροπούλου, Philippe Lamberts, Werner Langen, Astrid Lulling, Hans-Peter Martin, Arlene McCarthy, Sławomir Witold Nitras, Ivari Padar, Άννυ Ποδηματά, Antolín Sánchez Presedo, Olle Schmidt, Edward Scicluna, Peter Skinner, Theodor Dumitru Stolojan, Ivo Strejček, Kay Swinburne, Marianne Thyssen, Ramon Tremosa i Balcells, Corien Wortmann-Kool
Αναπληρωτές παρόντες κατά την τελική ψηφοφορία	Thijs Berman, Herbert Dorfmann, Sari Essayah, Robert Goebbels, Sophia in 't Veld, Syed Kamall, Arturs Krišjānis Kariņš, Thomas Mann, Sirpa Pietikäinen, Bernhard Rapkay
Αναπληρωτής (άρθρο 187, παρ. 2) παρών κατά την τελική ψηφοφορία	Knut Fleckenstein