



EURÓPAI PARLAMENT

2009 - 2014

Plenárisülés-dokumentum

A7-0326/2010

16.11.2010

JELENTÉS

a pénzügyi eszközök kereskedelmének szabályozásáról – „dark pool”-ok stb.
(2010/2075(INI))

Gazdasági és Monetáris Bizottság

Előadó: Kay Swinburne

TARTALOMJEGYZÉK

	Oldal
AZ EURÓPAI PARLAMENT ÁLLÁSFOGLALÁSÁRA IRÁNYULÓ INDÍTVÁNY	3
INDOKOLÁS	12
A BIZOTTSÁGI ZÁRÓSZAVAZÁS EREDMÉNYE.....	16

AZ EURÓPAI PARLAMENT ÁLLÁSFOGLALÁSÁRA IRÁNYULÓ INDÍTVÁNY

a pénzügyi eszközök kereskedelmének szabályozásáról – „dark pool”-ok stb. (2010/2075(INI))

Az Európai Parlament,

- tekintettel a pénzügyi eszközök piacairól szóló 2004/39/EK irányelvre (MiFID)¹,
- tekintettel a bennfentes kereskedelemről és a piaci manipulációról (piaci visszaélés) szóló 2003/6/EK irányelvre²,
- tekintettel a G20-ak 2009. április 2-i londoni, 2009. szeptember 25-i pittsburghi és 2010. június 26–27-i torontói nyilatkozataira,
- tekintettel az európai értékpapír-piaci szabályozók bizottságának (CESR) a MiFID felülvizsgálata keretében a részvényt piacok vonatkozásában az Európai Bizottsághoz intézett technikai tanácsaira (hiv.: CESR/10-394),
- tekintettel a CESR-nek a MiFID felülvizsgálata keretében az ügyletek bejelentése vonatkozásában az Európai Bizottsághoz intézett technikai tanácsaira (hiv.: CESR/10-292),
- tekintettel a CESR-nek a MiFID felülvizsgálata keretében a befektetők védelme és közvetítők vonatkozásában az Európai Bizottsághoz intézett technikai tanácsaira (hiv.: CESR/10-417),
- tekintettel a CESR-nek az európai részvényt piacok mikrostrukturális kérdéseivel kapcsolatos hozzájárulásra vonatkozó felhívására (hiv.: CESR/10-142),
- tekintettel a francia gazdasági, ipari és foglalkoztatásügyi miniszternek benyújtott, a MiFID 2010. februártól kezdődő felülvizsgálatáról szóló jelentésre,
- tekintettel az Értékpapír-felügyeletnek Nemzetközi Szervezetének (IOSCO) a „Közvetlen elektronikus hozzáféréssel kapcsolatos politikákról” szóló 2009. februári konzultációs jelentésére,
- tekintettel a CPSS és az IOSCO központi ügyfelekre vonatkozó, 2004. novemberi ajánlásaira,
- tekintettel az amerikai értékpapír-piaci felügyeletnek a részvényt piacok szerkezetére vonatkozó koncepcióját tartalmazó közleményére (No. 34-61358; ügyirat száma: S7-02-10),,
- tekintettel a CESR-nek a MiFID felülvizsgálata keretében az Európai Bizottsághoz intézett technikai tanácsaira és az Európai Bizottság kiegészítő tájékoztatásra irányuló

¹ HL L 145., 2004.4.30., 1. o.

² HL L 96., 2003.4.12., 16. o.

kérésére adott válaszokra (hiv.: CESR/10-802, hiv.: CESR/10-799, hiv.: CESR/10-808, hiv.: CESR/10-859, hiv.: CESR/10-860),

- tekintettel eljárási szabályzata 48. cikkére,
 - tekintettel a Gazdasági és Monetáris Bizottság jelentésére (A7-0326/2010),
- A. mivel a G20-ak úgy rendelkeztek, hogy az ésszerű szabályozásnak és a hatékony felügyeletnek ki kell terjednie valamennyi pénzügyi intézményre, pénzügyi termékre és területre, és megállapodtak abban, hogy valamennyi szabványosított tőzsdén kívüli (OTC) származékos ügyletre vonatkozó szerződéssel tőzsdén vagy adott esetben elektronikus kereskedelmi platformokon kell kereskedni,
- B. mivel az átláthatóság hiánya és a pénzügyi rendszer kockázati mintáinak ezzel együtt járó homályossága súlyosbító tényező volt a pénzügyi válságban, megkönnyítve az általános bizalmatlanság elterjedését, ezáltal hozzájárulva a likviditás drasztikus csökkenéséhez,
- C. mivel a MiFID hatálybalépésekor a legfőbb cél a fogyasztóvédelem, az – elsősorban az árképzési mechanizmusokkal kapcsolatos – átláthatóság, hatékony és likvid piacok és az egyenlő versenyfeltételek kialakítása volt, amelyeket még nem sikerült elérni, ezért továbbra is elsőbbséget kell kapniuk; mivel a pénzügyi válságot követően a MiFID felülvizsgálata során elsőbbséget kell kapnia a rendszerszintű kockázatok korlátozásának is,
- D. mivel a MiFID változtatásainak mindig figyelembe kell venniük, hogy az irányelv fontos szerepet játszik a tőkeáramlásoknak a reálgazdaságba történő irányítása terén, ennél fogva hatással lehet a munkahelyekre, a befektetésekre és a nyugdíjakra,
- E. mivel a kereskedés mennyiségének 40%-a még mindig tőzsdén kívül zajlik; mivel a piaci szereplőket ösztönözni kell, hogy szervezett kereskedési helyszíneken kereskedjenek,
- F. mivel a kereskedés előtti átláthatósági követelmények alóli mentességek MiFID-be történő belefoglalása és az MTF-ek és a „dark pool”-ok létrehozása a szabályozottabb és átláthatóbb helyszínek felé való elmozdulás megkönnyítése céljából történt,
- G. mivel a MiFID úgy határozza meg a tőzsdén kívüli ügyleteket, hogy azok jellemzője, hogy eseti és rendszertelen jellegűek, nagybani ügyfelek között bonyolódnak, és olyan üzleti viszony részét képezik, amelyet önmagában a szokásos piaci méretet meghaladó ügyletek jellemeznek, és ahol az ügyleteket az érintett vállalkozás által rendszeres internalizálóként ügymenetében általában használt rendszereken kívül hajtják végre,
- H. mivel annak ellenére, hogy a MiFID mentességeket biztosít, hogy lehetővé tegye a „dark” kereskedést a szervezett piacokon, és az MTF-ek és rendszeres internalizálók (SI-k) létrehozása, valamint a tőzsdén kívüli kereskedés rendszertelenként és eseti jellegűként történő meghatározása ellenére a nem SI-alapon folyó, tőzsdén kívüli kereskedés aránya a CESR/10-394 szerinti összes jelentett kereskedés 38%-ával továbbra is magas, és ez az arány nem csökkent a MiFID végrehajtása óta, mivel ezért a MiFID-ben foglalt szabályok és mentességek szigorúbb és hatékonyabb végrehajtását kell biztosítani,

- I. mivel az értékpapírpiac széttöredezése az átláthatóságnak a „dark pool”-ok és a BCN-ek növekedése miatti csökkenése, a kereskedésre szolgáló helyszínnek mind a tőzsdén, mind azon kívül megnövekedett száma és a mindinkább technológiavezérelt kereskedelem miatt nem kívánt hatással van a likviditásra és a piac hatékonyságára, továbbá az átlagos ügyletnagyságot a 2006-os 22 266 euróról 2009-re 9 923 euróra csökkentette, növelve az ügyletek végfelhasználóknál felmerülő teljes költségét,
- J. mivel az ügyletek méretének csökkenése oda vezetett, hogy a piaci szereplők kevésbé voltak képesek arra, hogy egy adott piacon azonnal teljesítsék a nagy összegre szóló megbízásokat, és a nagy összegre szóló megbízások piaci hatásának megakadályozására való törekvés ösztönözte a „dark pool” kereskedés terjedését; mivel az EGT-beli részvények szervezett piacokon történő teljes kereskedelmének kevesebb mint 10%-a esetében veszik igénybe a MiFID-ben foglalt, kereskedés előtti átláthatósági követelmények alóli mentességeket (CESR/10-394), mivel a MiFID-ben foglalt mentességek lehetővé teszik a „dark pool” kereskedést, ami átláthatóbb és szabályozottabb választási lehetőség a tőzsdén kívüli (OTC) „dark pool” kereskedéshez képest, de mivel az OTC-ügyletek, beleértve a BCN-ek elegendő szabályozásának hiánya versenylőnyt jelent az OTC számára és ösztönzi a sötétben való („dark”) kereskedés növekedését, aláásva általában a piac átláthatóságát; mivel jelenleg a kereskedés összesen mintegy felére nem vonatkoznak kereskedés előtti átláthatósági követelmények, de a tőzsdén kívüli ügyletek fele az átlagos piaci méret alatti és nem kell megvédeni a piaci hatástól,
- K. mivel az egyenlő versenyfeltételek biztosítása céljából a BCN-eket üzleti modelljeik mélyreható vizsgálatának kell alávetni annak biztosítására, hogy amikor olyan szolgáltatásokat nyújtanak, amelyek azt jelentik, hogy lényegében szabályozott piacként (RM), multilaterális kereskedési rendszerként (MTF) vagy rendszeres internalizálóként működnek, ennek megfelelően szabályozzák őket,
- L. mivel nem bizonyosodtak be a verseny előnyei egy versenyképesebb és innovatív kereskedési infrastruktúra tekintetében, hiszen a teljes ügyleti költségek nem csökkentek és az átláthatatlanság növekedett, miközben ugyanakkor egyértelmű, hogy nincs megfelelően biztosítva minden résztvevő számára a minőség és az integritás egy széttöredezetebb piaci környezetben,
- M. mivel a HFT állítólag likviditást biztosít a pénzügyi piacok számára, hasznos lenne annak megállapítása, hogy kockázatokkal járnak-e az elektronikus megbízási rendszerek és az, hogy a kereskedési mennyiségek jelentős, az Egyesült Államokban 70%-osra becsült része HFT-stratégiáknak (high-frequency trading, azaz magas fordulatszámon történő kereskedés) tulajdonítható, különösen az egyesült államokbeli értékpapír-felügyeletnek (Securities and Exchange Commission) az egyesült államokbeli tőzsde 2010. május 6-i hirtelen összeomlásával kapcsolatos következtetéseire való tekintettel,
- N. mivel a HFT-stratégiák viszonylag új jelenségnek számítanak Európában és jelenleg becslések alapján mennyiség szerint a piac 35%-át teszik ki;
- O. mivel a kereskedés előtti és utáni jelentések révén valamennyi eszközosztály tekintetében nagyobb mértékű átláthatóságot kellene kialakítani, hogy javuljon a felmerülő problémák kialakulásának és mértékének korai előrejelzése, valamint az árképzési folyamat

hatékonysága, továbbá erősödjön a piac szereplői közötti bizalom,

- P. mivel a G20-ak 2009. szeptember 24–25-i pittsburghi határozata megállapította, hogy „valamennyi szabványosított tőzsdén kívüli (OTC) származékos ügyletre vonatkozó szerződéssel tőzsdén vagy elektronikus kereskedelmi platformokon kell kereskedni”,
- Q. mivel a tagállamok közötti eltérő végrehajtás a MiFID keretének hiányos alkalmazásához vezetett,

MIFID kereskedési helyszínek

1. elismeri, hogy a piaci infrastruktúrák rugalmasak voltak a válság idején, és felhívja a Bizottságot, hogy mindazonáltal valamennyi kereskedési helyszín és elszámolási rendszer vonatkozásában erősítse meg a piaci infrastruktúrákat, hogy azok az összesített ügyletek nagyobb átláthatósága, rugalmassága és jobb szabályozási felügyelete révén képesek legyenek a jövőbeli kockázatok kezelésére;
2. üdvözli a Bizottság tőzsdén kívüli származékos ügyletekről, központi szereplőkről és kereskedési helyekről szóló rendeletre irányuló javaslatát mint annak szükséges előfeltételét, hogy növekedjen a pénzügyi eszközök piacának átláthatósága és biztonsága, és úgy tekinti, hogy ez az első lépés a jelentős mértékű, tőzsdén kívüli (OTC) kereskedésnek a MiFID szabályozása alá tartozó kereskedési helyszínek felé történő elmozdítása irányába;
3. az egyenlő bánásmód érdekében javasolja, hogy az MTF-ek ugyanolyan szintű felügyelet hatálya alá tartozzanak, és ennél fogva hasonlóképpen legyenek szabályozva, mint az MTF-ek közötti verseny, és hogy a szabályozott piacok egyenlő versenyfeltételek alapján működjenek, miközben megjegyzi, hogy az MTF-ek fontos szerepet játszanak a piaci belépés szempontjából;
4. kéri az Európai Értékpapír-piaci Hatóságtól (ESMA) a rendszeres internalizáló (SI) rendszer működésének és céljának vizsgálatát és e kategória szabályozási módjának javítását annak biztosítása érdekében, hogy ezt a rendszert használják a pénzügyi partnerekkel kétoldalú alapon lebonyolított megbízások teljesítésére;
5. kéri, hogy a portfóliókezelési szolgáltatást nyújtó és portfóliókezelőként működő befektetési vállalkozások megbízásait kezelő befektetési vállalkozások tegyenek eleget a legjobb teljesítésre vonatkozó kötelezettségüknek, függetlenül attól, hogy a MiFID a portfóliókezelőt elfogadható partnerként sorolja-e be;
6. felszólítja az ESMA-t annak vizsgálatára, hogy a megbízásonkénti legjobb teljesítést hatékonyabban kell-e támogatnia egy, az adatok rendelkezésre állására vonatkozó szabályozásnak – úgy a kereskedést követően, mint a teljesítés minősége vonatkozásában, és a piaci technológia (például a megbízások átirányítására szolgáló eszközök (order routers) és helyszíni összeköttetések) tekintetében;
7. a MiFID-ben foglalt előírások gondos végrehajtására szólít fel annak biztosítása érdekében, hogy a szabályozott piacokkal, az MTF-ekkel vagy az SI-vel egyenértékű tevékenységet folytató BCN-ek ennek megfelelően legyenek szabályozva, és a végrehajtás

megkönnyítése érdekében ragaszkodik ahhoz, hogy minden BCN-től megköveteljék valamennyi szükséges információnak az illetékes hatóságok számára való benyújtását, beleértve az alábbiakat:

- a) a rendszer, a tulajdonosi kör és az ügyfelek ismertetése,
 - b) a rendszerhez való hozzáférés részletes ismertetése,
 - c) a rendszerben egymáshoz rendelt megbízások,
 - d) kereskedési módszerek és a bróker megítélésére bízott döntések,
 - e) kereskedés utáni azonnali jelentési rendszer;
8. kéri a részvények tőzsdén kívüli kereskedésének vizsgálatát és a tőzsdén kívüli kereskedés szabályozási módjának javítását annak biztosítása céljából, hogy növekedjen a szabályozott piacok és az MTF-ek használata a multilaterális alapú megbízások teljesítése során, illetve az SI használata a kétoldalú megbízások teljesítése során, és hogy jelentősen csökkenjen a tőzsdén kívüli értékpapír-kereskedés aránya;
9. kéri, hogy a Bizottság vizsgálja meg a „dark pool” ügyletekre vonatkozó legkisebb megbízási mennyiség megállapításának hatásait, valamint azt, hogy ennek szigorúan érvényt lehetne-e szerezni, hogy az árfeltárás érdekében fenn lehessen tartani a látható helyszíneken zajló megfelelő kereskedési forgalmat;

Kereskedés előtti átláthatósági követelmények alóli mentességek

10. felszólítja a Bizottságot a MiFID-ben jelenleg szereplő, kereskedés előtti átláthatósági követelmények alóli mentességek alábbi célokból történő felülvizsgálatára:
- a) megfelelő minimumküszöb bevezetésének megfontolása a referenciaár alóli mentességek tekintetében a nyilvános helyszínek igénybevételének ösztönzésére,
 - b) a referenciaár alóli mentesség kiszélesítésének megfontolása annak érdekében, hogy az azokra a kereskedésekre is vonatkozzon, amelyek a referenciapiacon az aktuális árfolyam-különbözetben belülre esnek,
 - c) a lehető legnagyobb mennyiségben olyan ügyletek bevezetése, amelyek során a hatékony árfeltárás érdekében kereskedés előtti átláthatósági követelmények alóli mentességek vehetők igénybe,
 - d) annak a lehetőségnek a biztosítása az ESMA számára, hogy a „dark” kereskedésnek a piacok hatékonyságára gyakorolt hatása figyelembevételével szükség szerint kiigazíthassa vagy korlátozhassa a kereskedés előtti átláthatósági követelmények alóli mentességeket,
11. a kereskedés előtti átláthatósági követelmények alóli mentességek tagállamokban történő egységes alkalmazását kéri a végrehajtási különbségek csökkentése érdekében, amelyek bizonytalanságot, szabályozási önkényt és egyenlőtlen versenyfeltételeket eredményezhetnek; véleménye szerint erre az ESMA által megállapított technikai szabványok megfelelő eszközként szolgálhatnak, ami összhangban van a pénzügyi szolgáltatások egységes szabályozásának elvével;

CT-rendszer (Consolidated Tape, a tőzsdén jegyzett részvények legutóbbi eladási árát és volumenét folyamatosan kijelző elektronikus rendszer)

12. üdvözli a piaci szereplők közelmúltbeli bejelentését, mely szerint szét fogják választani a kereskedés előtti és utáni adataikat, és további erőfeszítésekre szólít fel a közös adatszabványok megteremtése és az adatok hozzáférhetőségének javítása érdekében;
13. felhívja a Bizottságot, hogy hozzon létre munkacsoportot a piaci adatok európai konszolidálását gátló akadályok leküzdése és különösen az adatokkal kapcsolatos jelentések gyenge minőségének orvoslása érdekében, ami valamennyi ügyletet érint;
14. felhívja az ESMA-t, hogy hozzon létre közös jelentési szabványokat és formátumokat valamennyi kereskedés utáni, mind a szervezett kereskedési helyszínekre, mind az OTC-re vonatkozó adat jelentésére az adatok konszolidálásának segítése érdekében;
15. kéri, hogy valamennyi jelentést tevő helyszín számára tegyék kötelezővé a kereskedés utáni és a kereskedés előtti adatok szétválasztását, hogy az információkat üzletileg ésszerű és összehasonlítható áron az összes piaci szereplő rendelkezésére lehessen bocsátani; valamint kéri a Bizottságot, hogy fontolja meg jóváhagyott közzétételi intézkedések (APA) meghonosítását annak érdekében, hogy minőségi szabványokat vezessen be az OTC kereskedésre vonatkozó közzétételek tekintetében és csökkentse azon helyszínek számát, amelyek felé az ügyletekről jelenteni lehet, valamint az internetes oldalak használatát, mivel azok gátolják a konszolidációt;
16. felszólít a halasztott közzétételre vonatkozó időbeli korlátozás szigorítására az ügyletek létrejöttüket követő huszonnég órában belüli, szabályozóknak történő jelentése érdekében; azon a véleményen van, hogy az ügyletek közzététele tekintetében rendes körülmények között az egy percnél hosszabb késedelem elfogadhatatlannak tekintendő,
17. úgy ítéli meg, hogy kulcsfontosságú az OTC kereskedés összeomlásának és üzleti modelljeinek elemzése, ezért egyedi jelzések bevezetésére szólít fel az OTC ügyletek kereskedés előtti és utáni átláthatósága vonatkozásában az OTC ügyletek jellegzetességeinek jobb megértése és annak értékelése érdekében, hogy melyek azok az ügyletek, amelyeket sajátos jellemzőik miatt indokolt tőzsdén kívüli kereskedésben végrehajtani;

Mikrostrukturális kérdések

18. ragaszkodik hozzá, hogy a hirtelen összeomlásokat követően valamennyi kereskedési platformnak tudnia kelljen bizonyítani a nemzeti felügyeleti hatóságok számára azt, hogy technológiai és ellenőrzési rendszerei képesek megbirkózni a május 6-án tapasztalt, a rendszert elárasztó megbízásminységgel, annak biztosítása érdekében, hogy szélsőséges körülmények között sikeresen tudják kezelni a HFT-vel és az algoritmikus kereskedéssel kapcsolatos tevékenységeket, és hogy bizonyítékát adják annak, hogy a nap végéig képesek újra előállítani megbízási nyilvántartásaikat, hogy a szokatlan piaci tevékenység okai tetten érhetők legyenek és bármely gyanítható piaci visszaélés azonosítható legyen;
19. felszólítja az ESMA-t az algoritmikus kereskedés és a HFT piaci költségeinek és előnyeinek, valamint az egyéb piaci felhasználókra, különösen az intézményi befektetőkre gyakorolt hatásainak vizsgálatára annak megállapítása céljából, hogy az automatikusan előidézett jelentős piaci forgalom valódi likviditással látja-e el a piacot, és hogy ennek

milyen hatása van az árfeltárás egészére, valamint hogy milyen visszaélési lehetőségeket kínál a HFT a piaci árak manipulálása révén – ami a piaci szereplők közti egyenlőtlen versenyfeltételek kialakulását eredményezné –, és milyen hatással van a piaci stabilitás egészére;

20. felszólít az ún. „layering” vagy „quote stuffing” gyakorlatának kifejezetten piaci visszaélésként való meghatározására;
21. felszólít annak kivizsgálására, hogy szabályozni kell-e a HFT-stratégiákat követő vállalatokat annak biztosítása érdekében, hogy az általuk alkalmazott algoritmusok folyamatos szabályozási felügyeletére megbízható rendszereket és ellenőrző mechanizmusokat alkalmazzanak, hogy e vállalatok képesek legyenek a valós idejű lezáratlan pozíciók és a tőkeáttétel napon belüli nyomon követésére és lekérdezésére, valamint annak bizonyítására, hogy kivételes események esetére stabil irányítási eljárásokkal rendelkeznek;
22. felszólít a HFT kapcsán felmerülő kihívások piacfigyeléssel kapcsolatos vetületének vizsgálatára; elismeri, hogy a potenciálisan visszaélő jellegű magatartás észlelése és nyomon követése érdekében a szabályozóknak megfelelő eszközökre van szükségük; ennek figyelembevételével felszólít arra, hogy a szabályozott piacok és az MTF-ek által kapott valamennyi megbízásról, valamint az e platformokon végrehajtott ügyletekről készüljön jelentés az illetékes hatóságok számára;
23. kéri, hogy az együttes szerverelhelyezést – akár közvetlenül, akár külső adatszolgáltatók révén – lehetővé tevő valamennyi kereskedési helyszín gondoskodjon valamennyi érintett ügyfél számára az egyenlő hozzáférés biztosításáról, lehetőleg azonos időbeli hozzáférést garantáló infrastrukturális feltételekkel, a MiFID-ben körvonalazott megkülönböztetésmentes gyakorlatnak való megfelelés érdekében;
24. felszólítja a szabályozókat a szponzorált hozzáférés biztosításának figyelemmel kísérésére és szabályozására, és felhívja a Bizottságot többek közt a következő további intézkedések megfontolására:
 - a) a szűrés nélküli szponzorált hozzáférés kifejezett tiltása a cégek számára, függetlenül attól, hogy ugyanahhoz a vállalatcsoporthoz tartoznak-e, amelyhez a szponzor,
 - b) az értékpapír-kereskedők/-forgalmazók és a befektetési vállalkozások kötelezése kereskedés előtti és utáni kockázatkezelési ellenőrző és felügyeleti eljárások rendszerének kialakítására, dokumentálására és fenntartására a piaci hozzáféréshez kapcsolódó pénzügyi, szabályozási és egyéb természetű kockázatok kezelése céljából;
25. a biztosítékok szükséges alkalmazása ellenére annak további vizsgálatára kéri az ESMA-t, hogy a szponzorált hozzáférés túlmegy-e a megkülönböztetésmentes hozzáférés határán,
26. felszólítja a Bizottságot a közvetlen elektronikus hozzáféréssel – beleértve a szponzorált hozzáférést is – kapcsolatos elvek elfogadására, amelyeket az IOSCO technikai bizottsága jelenleg dolgoz ki, és amelyek a szponzorált hozzáférésre jogosult ügyfelek kiválasztási feltételeire, valamint a platform, a tag és az ügyfél közti szerződéses kapcsolatra fognak

vonatkozni, és megállapítják ezek feladatait a hozzáférés megfelelő ellenőrzés és szűrők mellett megvalósuló felhasználása tekintetében;

27. úgy véli, hogy a befektetőkkel szembeni egyenlő bánásmódra vonatkozó elvnek való megfelelés érdekében kifejezetten meg kell szüntetni az ún. „flash order”-ek (villámmezbízások) gyakorlatát;
28. felszólítja az ESMA-t a díjstruktúrák megvizsgálására annak biztosítása érdekében, hogy a teljesítési díjak, a kiegészítő díjak, a befektetési vállalkozások jutalékai és bármely egyéb kapcsolódó ösztönzők átláthatóak, megkülönböztetésmentesek és a megbízható árképzésnek megfelelőek legyenek, valamint kialakításuk és végrehajtásuk ne ösztönözze a nem megfelelő célokból történő kereskedést, valamint annak értékelésére, hogy a megbízásokat adó felhasználók fizessenek-e minimális díjat, függetlenül a megbízások teljesülésétől, mivel a megbízásokat a piaci infrastruktúrának fel kell dolgoznia;
29. javasolja, hogy az ESMA végezze el az ún. „maker/taker” árképzési modell vizsgálatát annak meghatározása érdekében, hogy a kedvezőbb „maker” díjszabási struktúra bármely kedvezményezettjére is kiterjedjen-e a hivatalos árjegyzőkre vonatkozó kötelezettségek és felügyelet;
30. kéri, hogy az ESMA lássa el az amerikai típusú, hirtelen bekövetkező összeomlások megakadályozására valamennyi európai kereskedési helyszínen egyszerre működésbe lépő megbízható, a volatilitást megszakító eszközök és „áramkör-megszakítók” felügyeletét, valamint kéri ezen eszközök végrehajtási aktusok révén történő meghatározását;

Hatály

31. kéri, hogy egy szabályozatlan piaci szereplő se rendelkezessen közvetlen vagy szűrés nélküli szponzorált hozzáféréssel a kereskedési helyszínekhez, és hogy a saját számlára kereskedő jelentős piaci szereplők legyenek kötelesek a szabályozónál bejegyeztetni magukat, illetve stabilitási okokból hozzájárulni kereskedési tevékenységük megfelelő szintű felügyeletéhez és ellenőrzéséhez;
32. kéri, hogy a nem szabályozott vállalkozások algoritmikus kereskedési stratégiák alkalmazásával saját számlára végzett kereskedési tevékenységeiket kizárólag szabályozott pénzügyi partnereken keresztül bonyolíthassák;
33. felszólít a MiFID-ben szabályozott átláthatósági rendszer hatályának kiterjesztésére annak érdekében, hogy az valamennyi „részvényhez hasonló” eszközre – beleértve a letéti igazolásokat (DR), a tőzsdén kereskedett alapokat (ETF), a tőzsdén kereskedett árucikkeket (EDC) és az igazolásokat – kiterjedjen;
34. kéri a Bizottságtól és az ESMA-tól a kereskedés előtti és utáni átláthatóság követelményének valamennyi, jelentős másodlagos kereskedelem – beleértve az állam- és vállalati kötvények piacait és a CCP hatálya alá tartozó derivatívákat is – tárgyát képező, nem részvényjellegű pénzügyi eszköz vonatkozásában való bevezetésének és oly módon való alkalmazásának megfontolását, amely szükség esetén különbséget tesz a különböző eszközosztályok között, ugyanakkor együtt jár a tőzsdén kívüli származékos termékek további szabványosítását előmozdító intézkedésekkel a nagyobb mértékű átláthatóság

érdekében;

35. azon a véleményen van, hogy tekintettel az európai részvényekre vonatkozó adatminőséggel és kereskedés utáni adatok konszolidációjával kapcsolatban tapasztalt problémákra, a Bizottságnak biztosítani kell, hogy a nem részvényjellegű termékekre vonatkozó kereskedés utáni adatok könnyen konszolidálható formában álljanak rendelkezésre;
36. támogatja a Bizottság arra irányuló szándékát, hogy a MiFID rendelkezéseinek szélesebb körét alkalmazza a származékos eszközökre, mivel kereskedelmük mindinkább a szervezett kereskedési helyszínekre tevődik át, és egyre nagyobb mértékű szabványosítási és központi elszámolási követelmények vonatkoznak rájuk;
37. felhívja a Bizottságot egy annak biztosítását célzó javaslat benyújtására, hogy mindazok az OTC származékos ügyletek, amelyek szabványosíthatók, adott esetben tőzsdéken vagy elektronikus kereskedési platformokon kerüljenek forgalmazásra annak biztosítása érdekében, hogy ezen ügyletek árképzése átlátható, tisztességes, hatékony és összeférhetetlenségtől mentes legyen,
38. kéri az IOSCO elszámolóházakra, értékpapír-elszámolási rendszerekre és rendszerkockázati szempontból fontos fizetési rendszerekre vonatkozó szabványainak felülvizsgálatát a piacok átláthatóságának fokozása érdekében;
39. szükségesnek tartja, hogy a különböző fizikai és pénzügyi árupiacok szabályozói ugyanazokhoz az adatokhoz férjenek hozzá a tendenciák és kapcsolódások azonosítása érdekében, és felhívja a Bizottságot mind az Unión belüli, mind a globális szinten tett erőfeszítések összehangolására;
40. utasítja elnökét, hogy továbbítsa ezt az állásfoglalást a Tanácsnak, a Bizottságnak és az Európai Központi Banknak.

INDOKOLÁS

Az európai tőkepiacok példátlan változások időszakán mentek keresztül mind a MiFID végrehajtását követően megváltozott szabályozási környezet, mind az ugyanezen időszak során bekövetkező technológiai fejlődés miatt. A MiFID hatálybalépése egybeesett a pénzügyi válság miatt kívülről a piacokra kényszerített ingadozás időszakával is. Ennek eredményeképpen – még ha megbízható piaci adatok állnának is rendelkezésre valamennyi kereskedési helyszínen – a mennyiségi adatok nem csupán a szabályozás hatását tükrözik.

Az elmúlt öt évben a világ vezető tőzsdéinek monopolhelyezete átalakult. A brit FTSE 100 kereskedési volumenének kevesebb mint 60%-a zajlik a Londoni Értéktőzsdén, míg a CAC40 kereskedésének 30%-a ma már a párizsi Euronexten kívül, a DAX30 kereskedésének pedig 25%-a a frankfurti Deutsche Börse-n kívül folyik. Úgy tűnik, hogy az összes szereplő felismerte, hogy az értékpapír-kereskedelem kiemelt helyszíneinek felszámolása nagyobb versenyt teremt a kereskedési platformok között.

A MiFID fő célja – a kereskedési helyszínek között a megbízásteljesítési szolgáltatások nyújtásáért folytatott verseny előmozdítása – a befektetők választási lehetőségeinek növekedéséhez és alacsonyabb ügyleti díjakhoz vezetett, valamint segítette az árképzési folyamat hatékonyságának növelésében. Jelenleg 136 MTF működik az EU-ban, valamint a vezető tőzsdék, amelyek együtt alkotják a szervezett kereskedési helyszíneket. Ezek a szervezett kereskedési helyszínek a kereskedési volumen mintegy 60%-át bonyolítják, míg a maradék kereskedést értékpapír-kereskedők/-forgalmazók végzik, amelyet összegezve OTC-nek (tőzsdén kívüli kereskedésnek) nevezünk. A kétoldalú kereskedés, amelynek során az ügyfél megbízást ad a brókernek és az megtalálja a megfelelő ügyletet, főként szóbeli megbízásokból túlnyomórészt elektronikus megbízásokká alakult át. Bár lényegénél fogva az OTC kereskedésnél nincs kereskedés előtti átláthatóság, a MiFID szabályai szerint mégis jelenteni kell ezeket az ügyleteket.

A piac széttöredezése azonban a kereskedés utáni nem megfelelő átláthatósághoz vezetett annak következtében, hogy a kereskedés különböző helyszínek között oszlik meg, és különösen rányomta a bélyegét a kereskedés utáni adatok minőségére. Hatékonyabb szabályozási keretre van szükség a kereskedés utáni konsolidált információk tekintetében, amely új technikai kódokat tartalmaz az elszámolási folyamatban egy olyan környezet jobb visszatükrözésére, amelyben a kereskedők több helyszínen is bonyolíthatnak ügyleteket. A szabályozóknak biztosítaniuk kell, hogy bármikor újra elő tudják állítani a megbízási nyilvántartást, hogy megértsék a piac mozgását és a résztvevők szerepét. A szabályozói beavatkozás szükségesnek tűnik a kereskedés utáni adatok egyesítését gátló akadályok leküzdéséhez is egy magántulajdonban működtetett európai CT-rendszer létrehozása érdekében.

Az adatok költsége az Egyesült Államokban jelentősen alacsonyabb, mint az EU-ban, és akár csupán havi 50 USA-dollár is lehet az összes platform vonatkozásában, míg ugyanez az EU-ban 500 USA-dollárt is kitehet. Ez elsősorban annak a következménye, hogy a kereskedési helyszínek egy csomagban gyűjtik a kereskedés előtti és utáni adatokat, ezért szükséges az

adatforrások szétválasztása, és ezáltal a költségek jelentős csökkentése. A kereskedési adatok minőségének ellentmondásossága és az adatok jelentésére szolgáló közös formátumok hiánya tovább növelte a problémákat, amelyeket úgy lehet megoldani, hogy közös jelentési szabványokat és formátumokat dolgozunk ki a kereskedés utáni adatok jelentéséhez.

A MiFID részletezte a kereskedés utáni jelentés terén elfogadható késedelmet is, és – tekintettel a technológia fokozott használatára – árképzési célokból megfelelőnek tűnik e korlátozás szigorítása, hogy semmilyen ügyletet ne lehessen az annak lebonyolítását követő 24 óránál később jelenteni, a legtöbb elektronikus formában zajló ügylet tekintetében pedig az 1 percet meghaladó késedelmet elfogadhatatlannak kell tekinteni.

A válságon kívül sok egyéb változás is történt a piacon a MiFID bevezetése óta, mint például új technológia megjelenése és az elektronikus algoritmikus kereskedés, beleértve a HFT-t is, mára széles körben elterjedt használata. Ebben az új technológiai korszakban – és felismerve az átláthatóság fokozott követelményét – érdekes megjegyezni, hogy a tőzsdén kívül folytatott kereskedés terjedelme a helyszínek számának növekedése óta nem csökkent a teljes kereskedési mennyiség arányában. A piac azonban igazodott a nagy összegre szóló kereskedési megbízások esetében a „dark pool”-ok használatához (BCN-ek) és a MiFID-ben szereplő mentességek alkalmazásához az ilyen ügyleteknél, amikor azokat szervezett kereskedési helyszínek bonyolítják („dark” ügyletek).

A szervezett piacokon EGT-beli részvényekkel folytatott összes kereskedés mintegy 10%-a használja ki a MiFID-ben foglalt, kereskedés előtti átláthatósági követelmények alóli mentességeket, és tekinthető úgy, hogy a „sötétben” kereskedik. Egyensúlyt kell tartani azonban az árképzést segítő, kereskedés előtti átláthatóság iránti igény és azon indokolt helyzetek között, amelyeknél a mentességeket azért adták, hogy megakadályozzák az indokolatlan piaci mozgást és segítsék a piac működését. Tekintettel arra, hogy az átlagos ügyletnagyság a 2006. évi 22 266 euróról 2009-re 9 923 euróra csökkent, és mára csak a kereskedés 0,9%-a zajlik a „referenciaár” alóli mentesség szerint, indokolt a különböző mentességek felülvizsgálata. Ügyelni kell annak biztosítására is, hogy a tagállamokban egységesebben alkalmazzák a kereskedés előtti mentességeket a végrehajtásban tapasztalható különbségek korlátozása céljából; ennek eléréséhez a technikai szabványok jelenthetik a megfelelő módszert.

A tőzsdén kívüli kereskedés értékpapír-kereskedők/-forgalmazók keresztező hálózatán keresztül történő lebonyolítása a MiFID előtt is létezett, de ezek mára túlnyomóan az ügyfelek elektronikus platformjaivá váltak. A BCN-eket a kereskedési helyszínek értékes kiegészítésének tekintik különösen a vételi megbízásoknál, így ezeket külön kategóriaként kellene elismerni a MiFID-en belül és a szabályozási felügyelet hatálya alá kellene kerülniük tevékenységük nyomon követhetősége érdekében.

A CESR jelenleg adatgyűjtést folytat, hogy megfelelően felmérhesse „a sötétben” folyó kereskedés volumenét, illetve azt, hogy van-e határ abban a tekintetben, hogy – kereskedés előtti ár közzététele nélkül kereskedve – mekkora piaci forgalom kezdí ténylegesen befolyásolni magát az árképzés folyamatát. A különböző kereskedési platformok szabályozása tekintetében a piac az Egyesült Államokban sokkal fejlettebb, mint az EU-ban, és meg kell vizsgálnunk, hogy lehet-e tanulni az Egyesült Államoktól a „dark pool”-ok kereskedés utáni átláthatósága tekintetében, különösen úgy, hogy a UK FSA (a brit pénzügyi

felügyelet) jelenlegi becslései szerint az értékpapír-kereskedés kevesebb mint 1%-a zajlik tőzsdén kívüli szerződésekkel a „sötétben”, míg az Egyesült Államokban a „dark pool”-ok a kereskedési mennyiség közel 10%-át bonyolítják.

A MiFID óta a piaci infrastruktúraszolgáltatók egyre inkább informatikai rendszerektől nagymértékben függő technológiai platformokká alakultak át, amelyek versenyeznek egymással a leghatékonyabb, leggyorsabb és legrugalmasabb szolgáltatások nyújtásában. A szabályozási változások mellett az új technológia hatása és az új piaci szereplők megjelenése gyorsabb kereskedéshez, a HFT-állomány növekedéséhez és a kereskedési platformok tagjai által kiszolgált ügyfelek közvetlen piaci hozzáféréseinek növekedéséhez, így gyorsabb és dinamikusabb piacokhoz vezetett.

Az átlagos ügyletnagyság állandó csökkenésének egyik oka az, hogy az új piaci szereplők előnyben részesítik a megbízások azonnali teljesítését a nagy összegre szóló megbízásokkal szemben. Minden jól működő piachoz olyan cégekre van szükség, amelyek hajlandóak likviditást nyújtani és az árakat nyilvánosságra hozni. Hagyományosan a szakértők és az árjegyzők töltötték be ezt a szerepet azáltal, hogy kétirányú árakat jegyeztek és bevételt termeltek az árfolyam-különbözetből. Ahogy a piac fejlődött, változott a likviditás biztosításának módja. Különösen a technológia megjelenésével mára algoritmikus technológiát alkalmazó kereskedő vállalatok biztosítják a likviditást a piacokon azzal, hogy kétoldalú megbízásokat adnak az elektronikus megbízási nyilvántartásokban és nyilvános árat adnak meg. Az árjegyzők jellemzően semennyi ideig sem tartják a befektetéseket, ezért HFT-stratégiák alakultak ki az e szerepből eredő előnyök kihasználására. További elemzést kellene végezni azokkal a kötelezettségekkel és felelősségi körökkel kapcsolatban, amelyeket ezektől a nem hivatalos árjegyzőktől meg lehet követelni. Ha előnyük származik az árjegyzői árképzési rendszerből, kötelezni kellene őket piaci ár megadására, amennyiben ezt kéri tőlük.

A HFT önmagában nem kereskedési stratégia, hanem több kereskedési stratégiára is alkalmazható, amelyek közös tulajdonsága, hogy mindegyiknek magas a portfólióforgalma; sok közülük akár 33 000 ügyletet is fel tud dolgozni másodpercenként, a mikroszekundumnál is alacsonyabb kereskedési idő (RTT) mellett. Mindegyiknek gyorsnak kell lennie, ezért érzékenyek az adatmozgások sebességére, nagy kapacitású piaci adatbevitelt, ügyletek egymáshoz rendelését és árjegyző szoftvereket igényelnek. Jellemzően két kategóriába tartoznak: elektronikus árjegyzés és statisztikai arbitrázs. Becslések szerint a HFT-kereskedők által lebonyolított kereskedés mennyisége meghaladja a 35%-ot és emelkedőben van. Ugyanez az egyesült államokbeli piacokon, ahol kevésbé költséges a HFT-stratégia működtetése, a forgalom 70%-át teszi ki. Valószínű, hogy a klíring és elszámolás költségei az EU-ban a további növekedés akadályát jelentik, így a költségek minden csökkentése várhatóan további hatással lenne a piac mozgására.

Kévs adat áll rendelkezésre az e HFT-stratégiák által a piacra gyakorolt hatásról, különösen abban a tekintetben, hogy a technológia összesített hatása befolyásolhatja-e magának a piacnak a rugalmasságát. Úgy tűnik, hogy a HFT növelte a likviditást és szűkítette a befektetők árfolyam-különbözetét; további vizsgálatra van szükség azonban annak megállapításához, hogy e likviditás minősége hasznos-e, mert gyakran csak kis mennyiségről van szó és kérdéses a megbízási nyilvántartásokban szereplő adatok érvényessége. Elemzést kell végezni annak meghatározásához is, hogy az árképzést is negatívan érinti-e a HFT

növekedése.

Megfigyelhető, hogy sok HFT-szereplő saját számlás kereskedést folytat és mint ilyen nem szabályozott vállalkozás, ezért nem kell megfelelniük a MiFID szabályainak. Tekintettel arra, hogy politikai szándék mutatkozik a jelentős piaci szereplők megfelelő szabályozására, javasoljuk, hogy a szabályozás vonatkozzon ezekre a cégekre, és a MiFID jelentéstételre vonatkozó szabályokat sürgősen terjesszék ki ezekre a vállalkozásokra. Különösen fontos e cégek rendszereinek és kockázatkezelésének áttekintése, ahogy azt az Egyesült Államokban május 6-án hirtelen bekövetkező összeomlás mutatta. El kell végezni a platformok stressztesztjét annak biztosítására, hogy képesek legyenek az „elszabaduló algoritmusok” kezelésére. Elsőbbséget kell kapnia az összes piaci szereplő tevékenységére vonatkozó adatok összegyűjtésének, annak biztosítása céljából, hogy a szabályozók szükség esetén rekonstruálni tudják a megbízási nyilvántartásokat a biztonságos és hatékony piacok működésének figyelemmel kísérése érdekében. Úgy tűnik, hogy az ügyletek mennyiségük miatt rendszerszintű kockázatot jelenthetnek, amit EU-szerte meg kell vizsgálni.

Az együttes szerverelhelyezés egyre inkább mindennapossá válik, mivel az ügyfélszerverek és a kereskedési szerverek szoros közelségbe helyezése lehetővé teszi a kereskedő számára, hogy csökkentse a kereskedési helyszínekről piaci adatok beszerzéséhez szükséges időt és megbízásokat adjon a piacon, így növelve az adatmozgások sebességét és lehetővé téve a cég számára, hogy növelje a kereskedés gyakoriságát. Ezt el lehet érni harmadik felek közeli tárhelyszolgáltatása révén is. Bár költséges, az együttes szerverelhelyezés lehetősége jelenleg nem tűnik megkülönböztető jellegűnek, és ugyan minden felhasználót egyenlően kell kezelni a szerverektől való távolság és az árképzés tekintetében, szükségesnek tűnik az árak meghatározásának módjáról szóló tájékoztatás nyújtására vonatkozó követelmény bevezetése.

A szponzorált hozzáférés lehetővé teszi azon kereskedők számára, akik nem piaci tagok, hogy megbízásaikat szponzori rendszeren, mint például értékpapír-kereskedőkön/-forgalmazókon vagy általános klíringtagokon (GCM) keresztül továbbítsák. A szponzorált hozzáférést jelenleg lehetővé tevő európai uniós platformok, nevezetesen a Chi-X, a BATS Europe, a Londoni Értéktőzsde és a NYSE Euronext szabályozói felügyelete alatt olyan, szűrőkre és ellenőrzésekre vonatkozó követelményeket vezettek be, amelyeket a tagnak a megbízások továbbítása előtt alkalmaznia kell. A szűrés nélküli („naked”) szponzorált hozzáférés lehetővé teszi a közvetítő ügyfele számára, hogy közvetlenül kapcsolódjon a platformhoz a felügyelet bármely más formája nélkül, és ez a gyakorlat elfogadhatatlan kockázatot jelent a piaci tag és annak elszámolási rendszere számára, valamint a piac megfelelő működése szempontjából, így továbbra is tiltani kell az EU-ban. Javasoljuk, hogy a platformokhoz való szponzorált hozzáféréshez kerüljenek kialakításra megfelelő kereskedés előtti kockázatellenőrzési és kereskedés utáni monitoringrendszerek, különösen azokhoz a hozzáférésekhez, amelyek „elszámolócéget” vesznek igénybe, ahol a szponzorált cégek jelentős tőkeáttétel felhasználásával működhetnek a piacokon, lehetséges rendszerszintű kockázatot jelentve, tekintettel a sok stratégia közötti potenciálisan nagy, napon belüli pozíciókra.

Összegezve úgy tűnik, hogy a MiFID végrehajtása által előidézett verseny egyik jelentős következménye a piac széttöredezése, ami önmagában ösztönözte a HFT-stratégiák robbanásszerű növekedését. A szabályozásnak fel kell ismernie, hogy e technológiai előrelépések miatt a jogalkotás terén megfelelő rendelkezésekre van szükség, hogy azok ne használhassák ki a szabályozás hiányosságait és ne jelentsenek akaratlanul rendszerszintű

kockázatot a piacok működésének egészére.

A BIZOTTSÁGI ZÁRÓSZAVAZÁS EREDMÉNYE

Az elfogadás dátuma	9.11.2010
A zárószavazás eredménye	+: 43 -: 0 0: 2
A zárószavazáson jelen lévő tagok	Burkhard Balz, Godfrey Bloom, Sharon Bowles, Pascal Canfin, Nikolaos Chountis, 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, Rodi Kratsa-Tsagaropoulou, Philippe Lamberts, Werner Langen, Astrid Lulling, Hans-Peter Martin, Arlene McCarthy, Sławomir Witold Nitras, Ivari Padar, Anni Podimata, 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
A zárószavazáson jelen lévő póttag(ok)	Thijs Berman, Herbert Dorfmann, Sari Essayah, Robert Goebbels, Sophia in 't Veld, Syed Kamall, Arturs Krišjānis Kariņš, Thomas Mann, Sirpa Pietikäinen, Bernhard Rapkay
A zárószavazáson jelen lévő póttag(ok) (187. cikk (2) bekezdés)	Knut Fleckenstein