



PARLAMENTUL EUROPEAN

2009 - 2014

Document de ședință

A7-0326/2010

16.11.2010

RAPORT

referitor la reglementarea tranzacțiilor cu instrumente financiare – platformele de tranzacționare anonimă „dark pools” etc.
(2010/2075(INI))

Comisia pentru afaceri economice și monetare

Raportoare: Kay Swinburne

CUPRINS

	Pagina
PROPUNERE DE REZOLUȚIE A PARLAMENTULUI EUROPEAN.....	3
EXPUNERE DE MOTIVE.....	12
REZULTATUL VOTULUI FINAL ÎN COMISIE	17

PROPUNERE DE REZOLUȚIE A PARLAMENTULUI EUROPEAN

referitoare la reglementarea tranzacțiilor cu instrumente financiare - platformele de tranzacționare anonimă „dark pools” etc.
(2010/2075(INI))

Parlamentul European,

- având în vedere Directiva 2004/39/CE privind piețele instrumentelor financiare (Directiva PIF)¹,
- având în vedere Directiva 2003/6/CE privind utilizările abuzive ale informațiilor confidențiale și manipulările pieței (abuzul de piață)²,
- având în vedere declarațiile G20 din 2 aprilie 2009 la Londra, 25 septembrie 2009 la Pittsburgh și 26-27 iunie 2010 la Toronto,
- având în vedere avizul tehnic al CESR (Comitetul autorităților europene de reglementare a piețelor valorilor mobiliare) în contextul revizuirii Directivei PIF - Piețele de capital (Ref.: CESR/10-394),
- având în vedere avizul tehnic al CESR către Comisia Europeană în contextul revizuirii Directivei PIF- Raportarea tranzacțiilor (Ref.: CESR/10-292),
- având în vedere avizul tehnic al CESR către Comisia Europeană în contextul revizuirii Directivei PIF - Protecția investitorilor și intermediarii (Ref.: CESR/10-417),
- având în vedere cererea de contribuții lansată de CESR privind problematica microstructurilor pe piețele europene de capital (Ref.: CESR/10-142),
- având în vedere raportul adresat în februarie 2010 ministrului francez al economiei, industriei și ocupării forței de muncă privind revizuirea Directivei,
- având în vedere raportul de consultare al IOSCO (Organizația internațională a comisiilor de valori mobiliare) privind „Politicele de acces electronic direct”, publicat în februarie 2009,
- având în vedere recomandările formulate în noiembrie 2004 de către CPSS (Comitetul pentru sisteme de plăți și decontare) și IOSCO pentru contrapartidele centrale,
- având în vedere poziția adoptată de către Comisia de valori mobiliare și burse din SUA privind structura piețelor de capital (nr. 34 - 61358; Document nr. S7-02-10),
- având în vedere avizul tehnic al CESR către Comisia Europeană în contextul revizuirii Directivei PIF, precum și răspunsurile la cererea Comisiei Europene de informații suplimentare (Ref: CESR/10-802, Ref: CESR/10-799, Ref: CESR/10-808, Ref: CESR/10-

¹ JO L 145, 30.4.2004, p. 1.

² JO L 96, 12.4.2003, p. 16.

- având în vedere articolul 48 din Regulamentul său de procedură,
 - având în vedere raportul Comisiei pentru afaceri economice și monetare (A7-0326/2010),
- A. întrucât G20 a stabilit faptul că nicio instituție financiară, niciun produs financiar și niciun teritoriu nu ar trebui să rămână în afara domeniului de aplicare al unor norme de reglementare inteligente și a unei supravegheri eficiente și a convenit că toate contractele derivate extrabursiere standardizate ar trebui să fie tranzacționate la bursă sau, după caz, pe platforme electronice de tranzacționare;
- B. întrucât lipsa de transparență și, prin urmare, opacitatea modelelor de risc din cadrul sistemului financiar a reprezentat un factor agravant al crizei financiare, care a facilitat răspândirea unei neîncrederi generale și, prin urmare, a contribuit la reducerea drastică a fluxurilor de lichidități;
- C. întrucât protecția consumatorului, transparența, în special în ceea ce privește procesul de formare a prețurilor, piețele eficiente și lichide, precum și egalitatea condițiilor de concurență au fost principalele obiective vizate în momentul adoptării Directivei privind piețele instrumentelor financiare, obiective care încă nu au fost realizate și trebuie, prin urmare, să rămână o prioritate; întrucât, ca urmare a crizei financiare, limitarea riscurilor sistemice ar trebui să fie, de asemenea, un obiectiv prioritar al revizuirii Directivei PIF;
- D. întrucât modificările la Directiva PIF ar trebui să țină seama în continuare de importanța sa în reglementarea fluxurilor de capital în economia reală și, prin urmare, de potențialul impact asupra locurilor de muncă, investițiilor și pensiilor;
- E. întrucât până la 40% din volumul de tranzacționare se realizează în continuare ca operațiuni extrabursiere; întrucât participanții la piață ar trebui să fie încurajați să tranzacționeze mai mult în locuri de tranzacționare organizate;
- F. întrucât includerea în Directiva PIF a derogărilor de la cerințele de transparență înainte de tranzacționare și înființarea sistemelor multilaterale de tranzacționare (MTF) și a platformelor de tranzacționare anonimă (dark pools) a avut scopul de a facilita trecerea spre piețe mai bine reglementate și spre locuri de tranzacționare mai transparente;
- G. întrucât Directiva PIF definește tranzacțiile extrabursiere ca fiind ocazionale, fără caracter regulat, efectuate cu contrapartide en gros și făcând parte dintr-o relație comercială care se caracterizează ea însăși prin tranzacții ce depășesc valoarea standard a pieței, tranzacțiile fiind efectuate în afara sistemelor utilizate în mod obișnuit de întreprinderea respectivă pentru a-și desfășura activitatea de internalizator sistematic;
- H. întrucât, în ciuda prevederilor din Directiva PIF privind derogările care permit tranzacționarea anonimă pe piețele organizate, înființarea sistemelor multilaterale de tranzacționare (MTF) și a internalizatorilor sistematici (SI), precum și definirea tranzacțiilor extrabursiere ca fiind ocazionale și fără caracter regulat, tranzacționările

extrabursiere care nu se realizează prin internalizatori sistematici continuă să reprezinte o mare parte a capitalului tranzacționat, adică 38% din toate tranzacțiile raportate, conform CESR/10-394, iar această proporție nu s-a redus de la punerea în aplicare a Directivei PIF; întrucât ar trebui să se garanteze aplicarea mai strictă și mai eficientă a unor norme și derogări prevăzute în Directiva PIF,

- I. întrucât fragmentarea pieței de capital a afectat în mod nedorit lichiditatea și eficiența piețelor din cauza scăderii transparenței antrenate de creșterea volumului tranzacționărilor anonime și a rețelelor de crossing, efectul multiplicării locurilor de tranzacționare, atât în spațiul bursier, cât și în cel extrabursier, precum și tehnologizarea din ce în ce mai mare a operațiunilor au cauzat reducerea valorii medii a tranzacțiilor, de la 22 226 euro în 2006 la 9 923 euro în 2009, majorându-se astfel costul total al tranzacțiilor pentru anumiți utilizatori;
- J. întrucât scăderea valorii tranzacțiilor a condus la o reducere a capacității actorilor de pe piață de a executa imediat ordine mari pe o piață dată, iar dorința de a împiedica impactul pe piață al ordinelor mari a încurajat dezvoltarea tranzacțiilor pe platformele de tranzacționare anonime (dark pools); întrucât mai puțin de 10% din toate tranzacțiile cu acțiuni din Spațiul Economic European efectuate pe piețe organizate beneficiază de o derogare de la obligațiile de transparență înainte de tranzacționare stabilite prin Directiva privind piețele instrumentelor financiare (CESR/10-394) și întrucât aceste derogări stabilite prin directivă permit tranzacționarea pe platforme anonime pe o piață organizată drept o alternativă mai transparentă și mai bine reglementată la tranzacționarea anonimă din spațiul extrabursier, dar întrucât lipsa unei reglementări suficiente a tranzacțiilor extrabursiere, inclusiv a rețelelor de brokeri care desfășoară operațiuni de crossing, oferă platformelor extrabursiere un avantaj competitiv și încurajează foarte mult tranzacționarea anonimă, fapt care periclitează transparența pieței în general; întrucât, în prezent în jur de jumătate din tranzacții nu se supun cerințelor de transparență înainte de tranzacționare, dar jumătate din tranzacțiile extrabursiere sunt sub valoarea standard a pieței și, prin urmare, nu impun nevoia de protecție împotriva impactului asupra pieței;
- K. întrucât rețelele de brokeri care operează în sistem crossing (BCN) ar trebui să fie supuse unei analize detaliate a modelelor lor operaționale, pentru a garanta că, atunci când furnizează servicii care înseamnă că funcționează în principal ca piețe reglementate (RM), sisteme multilaterale de tranzacționare (MTF) sau internalizatori sistematici (SI), aceste rețele sunt reglementate ca atare;
- L. întrucât avantajele concurenței sub formă de infrastructuri comerciale mai competitive și inovatoare nu au fost dovedite, deoarece costurile totale ale tranzacționărilor nu s-au redus, lipsa de transparență a fost din ce în ce mai mare, dar, în același timp, este clar faptul că nu se garantează corespunzător calitate și integritate tuturor actorilor pe o piață mai fragmentată;
- M. întrucât tranzacțiile automate de mare frecvență (*high frequency trading*- HFT) pretind că aprovizionează piețele financiare cu lichidități, ar fi util să se stabilească dacă riscurile legate de sistemele de transmitere a ordinelor pe cale electronică și volumul mare de acțiuni la tranzacționare rezultate din anumite strategii privind tranzacțiile automate de mare frecvență HFT, estimate la 70% în SUA, având în vedere în special concluziile

Comisiei de valori mobiliare și burse privind „crahul fulger” care s-a produs în Statele Unite la 6 mai 2010, când furnizorii de lichidități din tranzacțiile HFT s-au retras de pe piață;

- N. întrucât strategiile HFT reprezintă un fenomen relativ nou în Europa și în prezent se estimează că acestea reprezintă până la 35% din volumul de pe piață;
- O. întrucât ar trebui să existe o mai mare transparență în urma raportării cu privire la activitățile de tranzacționare înainte și după desfășurarea acestora, pentru toate categoriile de active, pentru a permite o mai bună anticipare a apariției problemelor și a amplitudinii acestora, precum și pentru a facilita o formare a prețurilor eficientă și pentru a încuraja încrederea dintre actorii de pe piață;
- P. întrucât în deciziile G20 din 24 și 25 septembrie de la Pittsburgh s-a menționat că „toate contractele derivate extrabursiere ar trebui tranzacționate la burse sau pe platforme electronice de tranzacționare”;
- Q. întrucât divergențele dintre statele membre privind punerea în aplicare a Directivei PIF au condus la o aplicare incompletă a cadrului acesteia;

Platforme de tranzacționare reglementate de Directiva privind piețele instrumentelor financiare

1. recunoaște că infrastructurile de piață au fost rezistente în toată perioada de criză și solicită Comisiei să consolideze totuși infrastructurile pieței în toate sistemele de tranzacționare și în toate sistemele de compensare, pentru ca acestea să poată face față viitoarelor riscuri printr-o mai mare transparență, soliditate și o supraveghere prudențială a tuturor tranzacțiilor agregate;
2. salută propunerea Comisiei de regulament privind instrumentele financiare derivate extrabursiere, contrapartidele centrale și registrele centrale de tranzacții drept o condiție prealabilă necesară pentru creșterea transparenței și siguranței pe piețele instrumentelor financiare și consideră că acesta este primul pas pentru a muta o parte semnificativă a tranzacționărilor extrabursiere în sistemele de tranzacționare aflate sub incidența Directivei PIF;
3. propune ca, în vederea unui tratament echitabil, sistemele multilaterale de tranzacționare (MTF) să fie supuse aceluiași nivel de supraveghere și, în consecință, să fie reglementate într-o formă comparabilă, concurența dintre sistemele multilaterale de tranzacționare (MTF) și piețele reglementate (RM) ar trebui să aibă loc în condiții de concurență egale, subliniind rolul important al sistemelor multilaterale de tranzacționare (MTF) pentru accesul pe piață;
4. solicită ESMA (Autoritatea europeană pentru valori mobiliare și piețe) să analizeze modul de funcționare și scopul internalizatorilor sistematici (SI) și modul în care ar putea fi propuse îmbunătățiri ale formei de reglementare a acestei categorii de platforme, pentru a garanta că aceste sisteme sunt folosite pentru executarea ordinelor pe bază bilaterală cu contrapartidele financiare;

5. solicită ca întreprinderile de investiții care furnizează un serviciu de gestiune a portofoliului și care acționează în această calitate să beneficieze de cea mai bună execuție prin companiile de investiții la care plasează ordine, chiar dacă administratorul de portofoliu este clasat, conform directivei privind piețele instrumentelor financiare, drept o contrapartidă eligibilă;
6. solicită ESMA să analizeze dacă cea mai bună execuție pentru fiecare ordin în parte trebuie să facă obiectul unei mai bune reglementări privind disponibilitatea datelor, atât post-tranzacționare, cât și în ceea ce privește calitatea execuției și tehnologia de pe piață, precum sistemele de transmitere a ordinelor și conexiunile dintre sistemele de tranzacționare;
7. solicită aplicarea cu rigurozitate a dispozițiilor Directivei PIF pentru a se asigura faptul că BCN care desfășoară activități echivalente cu RM, MTF sau SI sunt reglementate ca atare; pentru a facilita punerea în aplicare a acestor dispoziții, insistă ca toate rețelele BCN să aibă obligația de a comunica autorităților competente toate informațiile necesare, inclusiv:
 - a) descrierea sistemului, a proprietarului și a clienților;
 - b) modalitățile exacte de acces la sistem;
 - c) ordine simultane în sistem;
 - d) metodele de tranzacționare și marja de acțiune a brokerilor;
 - e) normele ce guvernează raportarea imediat după tranzacționare.
8. solicită să fie analizate tranzacțiile extrabursiere de capital și solicită să fie propuse îmbunătățiri ale formei de reglementare a tranzacțiilor extrabursiere, astfel încât să se asigure că utilizarea RM și MTF în executarea ordinelor pe bază multilaterală și a internalizatorilor sistematic (SI) în executarea ordinelor pe bază bilaterală se realizează în măsură din ce în ce mai mare și că ponderea capitalului tranzacționat în spațiul extrabursier scade în mod substanțial;
9. solicită Comisiei să analizeze efectele stabilirii unui volum minim de ordine pentru tranzacțiile pentru toate platformele anonime și dacă acest volum ar putea fi riguros aplicat pentru a asigura un flux de schimburi satisfăcătoare pentru platformele care operează în transparență, pentru determinarea prețurilor;

Derogare de la normele de transparență înainte de tranzacționare

10. solicită Comisiei să revizuiască derogările existente de la principiul transparenței înainte de tranzacționare stabilite prin Directiva PIF, în vederea:
 - (a) analizării posibilității de stabilire a unui prag minim adecvat pentru derogarea de la principiul prețului de referință pentru a încuraja recursul la platformele transparente;
 - (b) extinderii derogării de la principiul prețului de referință la tranzacțiile ce se află în actualul cadru de pe piața de referință;
 - (c) introducerii unui volum maxim de tranzacții care s-ar putea prevala de derogările de la obligațiile de transparență înainte de tranzacționare pentru a garanta o formare eficientă a prețurilor;
 - (d) acordării posibilității ESMA de a adapta și restricționa derogările de la obligațiile

de transparență înainte de tranzacționare, luând în considerare impactul tranzacționării anonime asupra eficienței piețelor.

11. solicită o aplicare uniformă în toate statele membre a derogărilor de la normele de transparență înainte de tranzacționare, astfel încât să reducă diferențele de punere în aplicare ce ar putea crea incertitudine, arbitraj de reglementare și distorsiuni ale concurenței; estimează că normele tehnice definite de către ESMA ar putea să fie un bun mijloc de a atinge acest scop, în acord cu ideea de a supune serviciile financiare unui regulament unic;

Sistem central de raportare

12. salută faptul că participanții la piață au anunțat recent că vor separa datele înainte și după tranzacționare și solicită depunerea de eforturi în continuare pentru stabilirea unor standarde comune privind datele, precum și pentru îmbunătățirea disponibilității datelor;
13. invită Comisia să stabilească un grup de lucru care să îndepărteze dificultățile care împiedică consolidarea datelor privind piața în Europa, în special calitatea slabă a datelor raportate privind toate tranzacțiile;
14. solicită ESMA să stabilească norme și modalități comune de notificare aplicabile comunicării tuturor datelor după tranzacționare, atât în cadrul sistemelor de tranzacționare, cât și al celor extrabursiere, pentru a ajuta la consolidarea datelor;
15. solicită ca toate centrele de notificare să fie obligate să separe datele înainte de tranzacționare de datele după tranzacționare, astfel încât toți actorii de pe piață să poată avea acces la informații la prețuri rezonabile din punct de vedere comercial și comparabile; în plus, invită Comisia să aibă în vedere introducerea conceptului de dispoziții de publicare aprobate („Approved Publication Arrangements”) cu scopul de a introduce standarde de calitate pentru publicarea tranzacțiilor și de a reduce numărul locurilor în care pot fi raportate tranzacțiile, dar și utilizarea paginilor de internet, care constituie un obstacol în calea consolidării;
16. solicită să fie redus termenul limită aplicabil notificărilor amânate, pentru ca datele referitoare la tranzacții să fie comunicate autorităților de reglementare în termen de 24 de ore de la momentul în care au avut loc; în ceea ce privește publicarea tranzacțiilor, consideră că, în condiții obișnuite, întârzierile ce depășesc un minut nu ar trebui să fie admise;
17. consideră că este esențial să fie analizate defalcarea și modelele operaționale ale tranzacțiilor extrabursiere și solicită, prin urmare, introducerea de identificatori speciali în ceea ce privește transparența înainte și după tranzacționare pentru operațiunile extrabursiere pentru a înțelege în mai mare măsură caracteristicile acestor operațiuni extrabursiere și pentru a evalua ce tipuri de tranzacții pot fi realizate în mod legitim pe piața extrabursieră având în vedere caracteristicile specifice ale acestora;

Aspecte micro-structurale

18. insistă asupra faptului că, după „crahul fulger”, toate platformele de tranzacționare trebuie să fie capabile să demonstreze autorităților naționale de supraveghere că instalațiile lor tehnice și sistemele lor de supraveghere pot suporta o avalanșă de ordine ca cea produsă la 6 mai, pentru a se asigura că acestea pot face față cu ușurință activităților asociate cu HFT și tranzacționarea algoritmică în circumstanțe extreme și pentru a demonstra că își pot reconstitui registrele de ordine până la sfârșitul zilei, astfel încât cauzele activității neobișnuite de piață să poată fi determinate și orice potențial abuz de piață să fie identificat;
19. solicită ESMA să analizeze costurile și avantajele tranzacțiilor algoritmice și automate de mare frecvență (HFT) pe piețe și impactul acestora asupra altor participanți, în special investitorii instituționali, pentru a stabili dacă fluxul de piață semnificativ declanșat automat aduce în mod real lichidități pe piață și cum influențează acesta mecanismul de determinare a prețurilor, precum și pentru a se determina dacă HFT este susceptibilă să permită manipularea prețurilor pieței conducând la condiții inegale de concurență pentru participanții la piață și pentru a se evalua impactul acestor operațiuni asupra stabilității pieței în general;
20. solicită ca practicile de „layering” (manipularea registrului de ordine) sau „quote stuffing” (multiplicarea numărului de cotații) să fie definite în mod explicit ca abuzuri de piață;
21. solicită să se analizeze dacă este oportună reglementarea întreprinderilor ce realizează strategii HFT pentru a garanta că acestea dispun de mecanisme și de norme de control fiabile ce implică revizuirea regulată a algoritmilor pe care acestea le utilizează, că sunt capabile să asigure monitorizarea intraday și informarea în timp real cu privire la pozițiile deschise și la efectul de levier și că sunt în măsură să dovedească faptul că ele au pus în aplicare proceduri solide de gestiune pentru a face față evenimentelor excepționale;
22. solicită examinarea provocărilor legate de HFT în ceea ce privește monitorizarea piețelor; recunoaște că autoritățile de reglementare trebuie să dispună de mijloacele adecvate pentru a detecta și monitoriza eventualele comportamente abuzive; din această perspectivă, solicită ca autorităților competente să le fie notificate toate ordinele primite de piețele reglementate și de sistemele multilaterale de tranzacționare, precum și operațiunile executate pe aceste platforme;
23. solicită ca toate platformele de tranzacționare care permit localizarea serverelor într-un punct comun, fie direct sau prin intermediul unor furnizori terți de date, să se asigure că toți clienții respectivi se bucură de egalitate de acces și, atunci când este posibil, în aceleași condiții de timp de latență a infrastructurilor pentru a fi respectat principiul nediscriminării prevăzut în Directiva privind piețele instrumentelor financiare;
24. solicită autorităților de reglementare să monitorizeze și să reglementeze dispozitivele de acces sponsorizate și solicită Comisiei să prevadă măsuri suplimentare, inclusiv în ceea ce privește în următoarele aspecte:
 - (a) să interzică în mod expres accesul sponsorizat necontrolat societăților care nu aparțin aceluiași grup ca și sponsorul;
 - b) să îi oblige pe agenții de bursă să stabilească, să actualizeze și să administreze un sistem de control de gestionare a riscurilor, înainte și după tranzacționare, precum și

proceduri de supraveghere pentru a gestiona riscurile financiare, de reglementare și altele privind accesul pe piață.

25. fără a aduce atingere aplicării necesare a garanțiilor, solicită ESMA să analizeze în continuare dacă accesul sponsorizat depășește limita accesului nediscriminatoriu;
26. invită Comisia să adopte principiile elaborate de către Comitetul tehnic al IOSCO privind accesul electronic direct, incluzând accesul sponsorizat, principii care vor defini criteriile înainte de a stabili selecția clienților care vor beneficia de accesul sponsorizat și relațiile contractuale între platformă, participant și client și vor sublinia responsabilitățile acestora privind modalitățile de utilizare cu controalele și filtrele necesare;
27. consideră că este important, în vederea respectării principiului conform căruia toți investitorii ar trebui să fie tratați în același mod, să se interzică în mod clar practica ordinelor „instantanee” (*flash orders*);
28. solicită ca ESMA să realizeze un studiu privind structurile de comisioane pentru a garanta că comisioanele firmelor de investiții, comisioanele de execuție, comisioanele auxiliare și stimulentele financiare aferente sunt transparente, nediscriminatorii și compatibile cu o formare fiabilă a prețurilor și că sunt concepute și aplicate astfel încât să nu încurajeze tranzacțiile în scopuri improprii și să se evalueze dacă utilizatorii care plasează ordine ar trebui să plătească o taxă minimă, indiferent dacă ordinele sunt executate sau nu, întrucât acestea trebuie să fie gestionate de infrastructura pieței;
29. sugerează ESMA modelul de taxe „maker/ taker” (furnizor de lichidități/investitor) pentru a se putea aprecia eventuala necesitate de a supune orice beneficiar al structurii de taxe „maker”, mai avantajoase, obligațiilor formale și supravegherii;
30. solicită ESMA ca, prin acte de punere în aplicare, să definească și să asigure supravegherea unor mecanisme solide care să poată întrerupe cotațiile în funcție de volatilitate și alte scurt-circuite care apar simultan în toate sistemele din UE, astfel încât să poată fi prevenit un „crah fulger” de tipul celui cunoscut în SUA;

Domeniul de aplicare

31. solicită ca niciun actor de pe o piață nereglementată să nu poată avea acces sponsorizat direct sau necontrolat la sistemele de tranzacționare oficiale și ca marii participanți care încheie tranzacții pe cont propriu să fie înregistrați la autoritatea de reglementare și, prin urmare, activitățile lor de tranzacționare să facă obiectul unei supravegheri și al unui control adecvat în vederea asigurării stabilității;
32. solicită ca tranzacțiile realizate pe cont propriu folosind strategii de tranzacționare algoritmică de către entități nereglementate să fie efectuate exclusiv printr-o contraparte financiară reglementată;
33. solicită extinderea domeniului de aplicare al regimului de transparență prevăzut în Directiva privind piețele instrumentelor financiare la toate instrumentele asimilabile acțiunilor, inclusiv certificate de depozit reprezentând valori mobiliare (DR), fonduri tranzacționate la bursă (ETF), fonduri tranzacționate pentru materii prime (EDC) și

certificate;

34. solicită Comisiei și ESMA să studieze posibilitatea introducerii unei solicitări de transparență înainte și după tranzacționare privind instrumentele financiare, altele decât acțiunile, inclusiv pe piețele pe care se tranzacționează obligațiuni de stat și obligațiuni corporative și derivate eligibile pentru contrapărțile centrale, care să fie pusă în aplicare într-un mod care distinge între categoriile de active, atunci când este cazul, dar care în același timp se combină cu măsuri care conduc la o mai bună standardizare a produselor derivate extrabursiere pentru a permite o mai mare aplicare a transparenței;
35. ținând seama de problemele întâmpinate în legătură cu calitatea datelor și cu consolidarea datelor de după tranzacționare în raport cu acțiunile europene, Comisia ar trebui să se asigure că datele post-tranzacționare aferente altor produse decât acțiunile sunt puse la dispoziție într-o formă care facilitează consolidarea;
36. susține intenția Comisiei de a aplica instrumentelor derivate o gamă mai largă de dispoziții ale Directivei privind piețele instrumentelor financiare, având în vedere faptul că aceste produse se deplasează spre sistemele oficiale de tranzacționare și sunt supuse într-o măsură din ce în ce mai mare normelor de standardizare și compensare centralizată;
37. solicită Comisiei să prezinte o propunere pentru a se asigura că toate contractele cu instrumente derivate extrabursiere care pot fi standardizate sunt tranzacționate la bursă sau pe platforme electronice de tranzacționare, atunci când este cazul, astfel încât prețul acestor contracte să se formeze în mod transparent, echitabil și eficient, fără conflicte de interese;
38. solicită o revizuire a normelor IOSCO privind casele de compensație, sistemele de reglementare a valorilor mobiliare și sistemele de plată cu importanță sistemică, astfel încât transparența piețelor să poată fi îmbunătățită în și mai mare măsură;
39. consideră că, în ceea ce privește diferitele piețe fizice și financiare de materii prime, autoritățile de reglementare trebuie să aibă acces la aceleași date pentru a putea identifica tendințele și interacțiunile și solicită Comisiei să coordoneze eforturile, atât la nivelul UE, cât și la nivel mondial.
40. încredințează Președintelui sarcina de a transmite prezenta rezoluție Consiliului, Comisiei și Băncii Centrale Europene.

EXPUNERE DE MOTIVE

Piețele europene de capital au traversat o perioadă de schimbări fără precedent sub efectul modificării mediului de reglementare, după punerea în aplicare a Directivei privind piețele instrumentelor financiare (PIF) și din cauza evoluțiilor tehnologice care au avut loc în același timp. În plus, intrarea în vigoare a Directivei PIF a coincis cu o perioadă de volatilitate cauzată de factorii externi legați de criza financiară. În consecință, chiar dacă în toate locurile de tranzacționare au fost disponibile date de piață fiabile, datele cantitative nu reflectă doar impactul reglementării.

În ultimii cinci ani, poziția de monopol a burselor de valori primare a înregistrat modificări. Mai puțin de 60% din tranzacțiile cu valori ce intră în componența indicelui UK FTSE 100 sunt efectuate la Bursa din Londra (LSE), în timp ce 30% din valorile CAC40 sunt astăzi negociate la Paris, în afara Euronext, iar 25% din tranzacțiile DAX 30 sunt efectuate la Frankfurt, în afara *Deutsche Börse*. Toți actorii par a admite faptul că abolirea exclusivității de care se bucurau bursele de valori primare pentru tranzacționarea de acțiuni a permis o mai mare concurență între platformele de tranzacționare.

Acest principal obiectiv al Directivei privind piețele instrumentelor financiare de a promova concurența între locurile de tranzacționare pentru serviciile de executare a lărgit evantaiul opțiunilor oferite investitorilor, a redus costurile pentru tranzacții și a contribuit la o mai mare eficiență a procesului de formare a prețurilor. Există în prezent 136 de sisteme multilaterale de tranzacționare care operează în UE și care constituie, împreună cu bursele primare, locuri de tranzacționare organizate. Aceste locuri organizate înregistrează aproximativ 60% din volumul de tranzacții, restul fiind realizat de brokeri-dealeri, desemnați prin termenul generic de piață extrabursieră. Operațiunile bilaterale în care clientul transmite un ordin brokerului care găsește un alt client nu mai sunt realizate pe cale orală, ci, în principal, pe cale electronică. Deși, prin definiție, nu există transparentă înainte de tranzacționare pentru operațiunile extrabursiere, aceste operațiuni trebuie totuși comunicate potrivit dispozițiilor DPIF.

Totuși, fragmentarea pieței a condus la o transparentă mediocră după tranzacționare ca rezultat al faptului că operațiunile sunt diseminate în mai multe locuri de tranzacționare, dar și, în special, din cauza calității datelor după tranzacționare. Este nevoie de un cadru de reglementare mai eficace pentru informațiile consolidate post-tranzacționare, care să supună procesul de lichidare unor coduri tehnice noi care să reflecte mai bine un mediu în care traderii pot să intervină în locuri de tranzacționare multiple. Autoritățile de reglementare trebuie să fie în măsură să reconstituie în orice moment registrul de tranzacții pentru a înțelege dinamica pieței și implicarea participanților. Reglementare pare a fi necesar pentru a îndepărta obstacolele restante în calea consolidării datelor de după tranzacționare, astfel încât să se instituie un sistem european de informare permanentă, gestionat de operatori privați.

Costurile de achiziție a datelor sunt net mai mici în Statele Unite decât în Uniunea Europeană, putând fi de chiar 50\$ pe lună pentru toate platformele, în timp ce în Uniunea Europeană pot atinge 500\$. Această stare de fapt se explică în principal prin regruparea datelor de dinainte și

de după tranzacționările efectuate în locurile de tranzacționare, de unde rezultă necesitatea de a separa sursele de date și de a determina astfel scăderea semnificativă a costurilor. Inconsistența calității datelor privind tranzacțiile și absența unor norme comune de raportare a datelor agravează și mai mult situația, dar este posibil ca aceasta să se amelioreze prin elaborarea unor standarde și formate comune de raportare pentru comunicarea datelor după tranzacționare.

Deși DPIF prevede, de asemenea, un termen acceptabil pentru notificarea după tranzacționare și, dată fiind utilizarea crescândă a noilor tehnologii, pare util pentru formarea prețurilor să se reducă acest termen, astfel încât notificarea niciunei tranzacții să nu poată fi admisă după mai mult de 24 de ore de la efectuarea acesteia, iar în cazul majorității tranzacțiilor efectuate pe cale electronică, întârzierile mai mari de 1 minut ar trebui să fie considerate inacceptabile.

Pe lângă criză, multe alte schimbări s-au produs pe piață de la intrarea în vigoare a DPIF, precum apariția noilor tehnologii și a practicii de acum curente a operațiunilor electronice bazate pe algoritmi, inclusiv tranzacționarea de mare frecvență (*high-frequency trading* - HFT). În această nouă eră tehnologică, în care cerințele în materie de transparență sunt tot mai mari, este interesant de observat faptul că volumul de tranzacții efectuate în afara piețelor reglementate nu a scăzut ca procentaj din volumul total de tranzacții o dată cu creșterea numărului de locuri de tranzacționare. Totuși, piața s-a adaptat la utilizarea platformelor de tranzacționare anonimă pentru tranzacționarea ordinelor cu valoare mare (BCN) și la uzul derogărilor prevăzute în DPIF pentru astfel de operațiuni, atunci când acestea sunt efectuate în locuri de tranzacționare organizate (operațiuni „obscure”).

Aproximativ 10% din totalul tranzacțiilor cu acțiuni de societăți din SEE pe piețele organizate fac obiectul derogărilor de la cerințele de transparență înainte de tranzacționare prevăzute în DPIF și pot deci să fie considerate ca fiind „obscure”. Trebuie totuși să se găsească un echilibru între nevoia de transparență înainte de tranzacționare pentru a ajuta la formarea prețurilor și situațiile în care derogările sunt justificate pentru a împiedica mișcări nedorite ale pieței și pentru a contribui la o bună funcționare a acesteia. Dat fiind faptul că valoarea medie a tranzacțiilor a scăzut de la 22 266 EUR în 2006 la 9 923 EUR în 2009 și că numai 0,9% din tranzacții sunt efectuate acum prin derogare de la „prețul de referință”, este necesar să se revizuiască diferitele derogări. Trebuie, de asemenea, să se vegheze la aplicarea mai uniformă a derogărilor de la cerințele de dinainte de tranzacționare în statele membre pentru a se limita diferențele de implementare; standardele tehnice ar putea fi un mijloc bun pentru atingerea acestui scop.

Realizarea de operațiuni pe piețele nereglementate prin intermediul rețelelor de interconectare de brokeri-dealeri a existat înaintea DPIF, dar acestea au devenit acum în mare parte platforme electronice pentru clienți. sunt percepute ca fiind o completare utilă a locurilor de tranzacționare, în special pentru ordinele emise de investitori și, ca urmare, ar trebui să fie recunoscute ca o categorie în cadrul DPIF și să facă obiectul unei supravegheri reglementare pentru a le monitoriza activitățile.

Comitetul autorităților europene de reglementare a piețelor valorilor mobiliare efectuează în prezent o colectare de date pentru a evalua corect volumul operațiunilor efectuate „în obscuritate” și a stabili dacă există o limită dincolo de care volumul operațiunilor realizate fără a dispune de informații privind prețurile înainte de tranzacționare începe să influențeze

însuși procesul de formare a prețurilor. Piața SUA pentru reglementarea diferitelor platforme de tranzacționare este mai avansată decât în Uniunea Europeană și trebuie să studiem dacă putem învăța de la SUA privind transparența după tranzacționare în cazul platformelor de tranzacționare anonimă, în special dacă luăm în considerare estimările Agenției de Supraveghere Financiară a Regatului Unit al Marii Britanii (FSA) conform cărora mai puțin de 1% din tranzacționările de acțiuni sunt efectuate „în obscuritate” prin contracte pe piețele nereglementate, în timp ce platformele de tranzacționare anonimă în SUA reprezintă aproximativ 10% din volumul de tranzacționări.

De la intrarea în vigoare a DPIX, furnizorii de infrastructuri de piață au devenit din ce în ce mai mult platforme tehnologice puternic dependente de sistemele informatice, concurând pentru a furniza cele mai rapide, eficiente și solide sisteme de tranzacționare. În afară de schimbările normative, impactul noii tehnologii și apariția unor noi participanți pe piață au dus la creșterea vitezei de efectuare a tranzacțiilor, dezvoltarea tranzacționării de înaltă frecvență și sporirea accesului direct la piață al clienților membrilor platformelor de tranzacționare, conducând deci la piețe mai rapide și mai dinamice.

Scăderea constantă al volumului mediu de tranzacții este cauzată de faptul că noii actori de pe piață privilegiază execuția imediată a ordinelor și nu transmiterea ordinelor de valoare mare. Buna funcționare a unei piețe presupune prezența unor societăți dispuse să furnizeze lichidități și să își facă publice prețurile. , specialiștii și formatorii pe piață au îndeplinit această funcție fixând cotațiile la cumpărare și la vânzare și remunerându-se din ceea ce rămâne ca diferență între cele două. Sub efectul evoluției pieței, modul de furnizare al lichidităților s-a schimbat. În mod deosebit, odată cu apariția noilor tehnologii, societățile de tranzacționare pe bază de algoritmi furnizează în prezent lichidități pe piețe, înscriind în registrele de ordine electronice ordinele de cumpărare și de vânzare și determinând un preț public. Formatorii de piață, de regulă, nu păstrează pentru mult timp instrumentele de investiții, astfel încât strategiile de tranzacționare de înaltă frecvență au ajuns să aibă această funcție acum. Ar fi bine să se studieze mai atent obligațiile și responsabilitățile pe care ar trebui să le aibă acești formatori de piață informali. Din moment ce beneficiază de o structură de prețuri favorabilă, aceștia ar trebui să fie obligați să furnizeze la cerere un preț de piață.

Tranzacționarea de înaltă frecvență nu este o strategie de tranzacționare propriu-zisă, dar se poate aplica unei întregi game de strategii de tranzacționare care au în comun o rotație rapidă a portofoliului; multe dintre acestea pot procesa până la 33 000 de tranzacții pe secundă, cu comunicări dus-întors care se realizează în mai puțin de o microsecundă. Toate acestea sunt supuse cerinței de rapiditate și deci sunt sensibile la timpul de latență, necesitând un sistem de obținere a datelor pe piață și motoare de căutare a corespondențelor și de cotare de mare capacitate. Se disting în general două categorii: crearea unei piețe electronice și arbitrajul statistic. Se estimează că volumul tranzacțiilor efectuate de către operatorii de tranzacționare de înaltă frecvență ar depăși 35%, fiind în creștere. Acest procentaj ajunge la 70% din volumul de tranzacții efectuate pe piețele SUA unde aceste strategii de tranzacționare de înaltă frecvență sunt mai puțin costisitoare. Se estimează faptul că în UE, costurile de compensare și de lichidare reprezintă o barieră în calea unei mai mari extinderi a acestui tip de tranzacționare și, de aceea, orice reducere a costurilor ar avea probabil efecte suplimentare asupra dinamicii pieței.

Există puține date disponibile referitoare la impactul pe care aceste strategii de tranzacționare

de înaltă frecvență îl au asupra pieței și mai ales dacă efectul agregat al tehnologiilor utilizate ar putea avea efecte asupra solidității pieței înseși. de înaltă frecvență pare să fi condus la creșterea lichidităților și la reducerea marjelor pentru investitori; totuși, este nevoie să se facă o analiză aprofundată pentru a se determina dacă calitatea acestor lichidități este într-adevăr utilă, deoarece, deseori, volumele disponibile sunt adesea reduse și apar semne de întrebare privind profunzimea reală pe care o afișează registrele de ordine. Este important, de asemenea, să se stabilească dacă dezvoltarea tranzacționării de înaltă frecvență a avut un impact negativ asupra formării prețurilor.

S-a observat că mulți dintre acești operatori de tranzacționare de înaltă frecvență operează ca structuri de tranzacționare private, altfel spus ca entități nereglementate care nu sunt obligate să respecte normele DPIF. Dat fiind că, în climatul politic actual, se tinde către o reglementare adecvată a tuturor participanților pe piață de o anumită talie, propunem ca aceste această directivă să se aplice și acestor societăți și ca extinderea normelor de notificare prevăzute în DPIF să se refere și la aceste entități, aceasta fiind o chestiune urgentă. În special, este necesar să se superviseze sistemele și gestiunea riscurilor în cadrul acestor firme, așa cum s-a arătat prin „crahul fulger” („*Flash crash*”) suferit de SUA în 6 mai. Se accentuează necesitatea ca platformele să fie supuse unor teste de rezistență la stres potrivite pentru a stabili dacă acestea sunt capabile să facă față „algoritmilor scăpați de sub control” (*runaway algorithm*). Trebuie să se acorde prioritate colectării datelor privind activitățile tuturor actorilor de pe piațe pentru ca autoritățile de reglementare să poată reconstitui, dacă este necesar, registrele de ordine pentru a monitoriza siguranța și eficiența acestor piețe. Având în vedere volumul tranzacțiilor, se pare că acestea pot produce un risc sistemic care trebuie să fie studiat la nivelul întregii UE.

Folosirea localizării în imediata apropiere devine un fenomen banal, dat fiind că plasarea serverelor clienților în apropierea serverelor de tranzacționare permite unei firme de tranzacționare să primească mai repede date de piață de la locul de tranzacționare și să plaseze ordine pe piață, reducând astfel timpul de latență și permițând firmei să facă tranzacții mai frecvent. Acest lucru se poate obține și prin serviciile de hosting de proximitate furnizate de terți. Deși este mai costisitoare, opțiunea localizării în imediata apropiere nu pare a fi discriminatorie în prezent și chiar dacă toți utilizatorii ar trebui să fie tratați în mod egal în ceea ce privește distanța de la servere și stabilirea prețurilor, obligația de a furniza informații privind modul în care sunt fixate prețurile pare a fi necesară.

Accesul sponsorizat permite traderilor care nu sunt participanți oficiali pe piață să plaseze ordinele lor prin intermediul unui sistem de sponsori, cum ar fi un broker-dealer sau un membru compensator general (general clearing member - GCM). Platformele UE care autorizează în prezent accesul sponsorizat, și anume Chi-X, BATS Europe, LSE și NYSE Euronext, au instituit, sub controlul autorității lor de reglementare, norme ce îi obligă pe membri să folosească filtre și controale înaintea transmiterii ordinelor. Cu toate acestea, accesul sponsorizat nefiltrat (*naked sponsored access*) permite clientului unui intermediar să se conecteze direct la platformă fără nicio altă formă de supraveghere, iar această practică produce riscuri inacceptabile pentru membrul la piață și sistemul său de compensare și pentru funcționarea adecvată a pieței și ar trebui să rămână interzis în UE. Se propune să fie instituite controale de risc înaintea de tranzacționare și sisteme de monitorizare după tranzacționare pentru accesul sponsorizat la platforme, în special pentru cei ce tranzacționează prin „societăți de compensare” ai căror clienți sponsorizați pot opera pe piețe utilizând un efect de levier semnificativ, existând posibilitatea de a cauza riscuri sistemice dată fiind eventuala

amplitudine a pozițiilor intraday din numeroase strategii .

În concluzie, se pare că unul dintre efectele marcante ale concurenței produse de introducerea DPIF este fragmentarea acestor piețe, ceea ce a favorizat și creșterea explozivă a strategiilor de tranzacționare de înaltă frecvență. Autoritățile de reglementare trebuie să recunoască faptul că acest progres tehnologic trebuie să facă obiectul unei legislații adecvate pentru a se evita lacunele normative care ar putea să conducă la riscuri sistemice pentru funcționarea generală a piețelor.

REZULTATUL VOTULUI FINAL ÎN COMISIE

Data adoptării	9.11.2010
Rezultatul votului final	+: 43 -: 0 0: 2
Membri titulari prezenți la votul final	Burkhard Balz, Godfrey Bloom, Sharon Bowles, Pascal Canfin, Nikolaos Chountis, George Sabin Cutaș, 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
Membri supleanți prezenți la votul final	Thijs Berman, Herbert Dorfmann, Sari Essayah, Robert Goebbels, Sophia in 't Veld, Syed Kamall, Arturs Krišjānis Kariņš, Thomas Mann, Sirpa Pietikäinen, Bernhard Rapkay
Membri supleanți (articolul 187 alineatul (2)) prezenți la votul final	Knut Fleckenstein