

LÁMFALUSSY SÁNDOR

Gondolatok az európai értékpapírpiacok szabályozásáról

A tanulmány annak az úgynevezett bölcsek bizottságának a jelentésén alapul, amely a szerző vezetésével tekintette át az Európai Unió felkérésére az értékpapír-kereskedelem szabályozását s e szabályozás továbbfejlesztésének kívánatos irányait. A szerző először a bizottság feladatkörét és munkamódszerét mutatja be, majd a jelenlegi jogalkotási és szabályozási eljárások hiányosságait tárja az olvasó elé. Ezután a jelenlegi rendszer gyengeségeinek okait kutatja, végül bepillantást enged a bizottság reformjavaslataiba.*

Az európai értékpapírpiacok szabályozásának vizsgálatával megbízott bölcsek bizottsága, amelyet az Európai Unió gazdaság- és pénzügyminisztereinek tanácsa (az ECOFIN) hívott életre 2000 júliusában, s amelynek vezetésére engem kértek fel, 2001. február 15-én hozta nyilvánosságra végleges jelentését. Március 23-án az Európai Tanács stockholmi értekezlete javaslataink 90-95 százalékát elfogadta, világos alapelvek sorozatát fektetve le a reformra vonatkozóan, és úgy határozott, hogy az új szabályozórendszernek az év végéig működésbe kell lépnie.¹

A fő problémák

A legfontosabb probléma egyszerűen megfogalmazva az, hogy a jelenlegi szabályozórendszer nem működik, túlságosan lassú és merev, gyakran nem egyértelmű, és nem tesz különbséget az alapelvek és a részletek között. További gondok: a szükséges mértékű konzultációk hiánya, a nem kielégítő átláthatóság, a közösségi szabályok egyenetlen átvétele és ötletszerű alkalmazása a tagállamok részéről.

Az EU pénzügyi piacának fejlődését seregnyi tényező akadályozza:

- sok területen hiányzik az egyértelmű, közösségi szintű szabályozás;
- a szabályozórendszer nem kielégítően működik;
- a létező szabályok alkalmazása következtelen;
- a tranzakciók, valamint az elszámolórendszerek száma igen nagy;
- fejletlenek a tőkefedezeti nyugdíjrendszerek.

A piaci integrációt lassító egyéb tényezők közül megemlíthetjük a jog- és adórendszerek eltérését, illetve a politikai, külkereskedelmi és kulturális határok létét.

* A tanulmány annak az előadásnak a szövegén alapul, melyet a szerző a SUERF (Société Universitaire Européenne de Recherches Financières) 2001. évi közgyűlésén mondott el a Bank of Englandben.

¹ A későbbiekben részletesen szólok a fennmaradó 5-10 százalékról.

Az alapvető közösségi szintű szabályozás hiánya komoly hátrányt okoz. Ez vezetett a *Pénzügyi szolgáltatások akcióterve* (Financial Services Action Plan) létrehozásához, amelynek legkésőbb 2005-ig meg kell valósulnia. A legfőbb fennálló hiányosságok a következők:

- a pénzügyi szolgáltatásokra vonatkozó szabályok egészét átfogó, általánosan elfogadott alapelvek hiánya;
- a kölcsönös elismerés elvének kudarca a gyakorlati alkalmazás során;
- a tőzsdék jegyzési követelményeire vonatkozó idejüket múlt szabályok;
- az üzletviteli szabályok érvényességi köre és alkalmazása körüli bizonytalanságok;
- az alternatív kereskedési rendszerekre vonatkozó szabályok hiánya;
- az elektronikus kereskedelemre, illetve a pénzügyi szolgáltatásokra vonatkozó irányelvek közti ellentmondások;
- a piaci visszaélésekre vonatkozó átfogó szabályozás hiánya;
- nincsenek a fedezetekre vonatkozó nemzetközi szabályok;
- közös számviteli standardok hiánya;
- idejétmúlt befektetési szabályok az értékpapír-befektetési társaságokra (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities – UCITS*) és nyugdíjalapokra vonatkozóan;
- általánosan elfogadott vállalatfelvásárlási szabályok hiánya stb.

A bizottság mandátuma és munkamódszere

A bölcsék bizottságának fő feladata az értékpapírpiacon vonatkozó jelenlegi európai jogalkotási és szabályozási folyamatok hiányosságainak feltárása, illetve az ezeket orvosló javaslatok megfogalmazása volt.

Természetesen a tények gyűjtésével, elemzésével és értékelésével kellett kezdenünk a munkát. Hamar meggyőződünk arról, hogy a valóban integrált, likvid, átlátható és hatékony uniós értékpapírpiacon kiépítése jelentős előnyökkel járna.

A mikroszinten jelentkező előnyök: a tőke hatékonyabb allokációja és a megnövekedett likviditás, ami minden vállalatot és különösen a kis- és középvállalkozásokat kedvezően érintene; alacsonyabb tőke költségek, magasabb nettó hozamok a fogyasztók számára és a határokon átnyúló fizetések olcsóbb rendszere. Makroszinten a hatékonyabb tőkepiac növeli a tőke és a munka termelékenységét, és így hozzájárul a gyorsabb növekedéshez, valamint a foglalkoztatási helyzet javulásához.

A hatékonyabb piacok tehát hozzájárulnának mind a munka, mind a tőke hatékonyságának növeléséhez, elősegítve a gyorsabb növekedést és új munkahelyek létrehozását. Bár ez a hozzájárulás jelentős lehet, tisztában vagyunk azzal, hogy az európai gazdaság növekedése és a munkaerő-piaci helyzet javulása sok más tényezőtől is függ. Ennek ellenére az a véleményünk, hogy az egységes piaci program befejezése jelentős előnyököt fog hozni, és hogy a jól működő európai tőkepiac az egységes piaci program szerves része. Meggyőződésünk, hogy a *Pénzügyi szolgáltatások akciótervének* megvalósítását nem lehet befejezni 2004-re olyan reformok megvalósítása nélkül, mint amelyeket jelentésünkben javasolunk. A tőkepiaci szabályozás reformja része az egységes piac pénzügyi szolgáltatásokra való kiterjesztésének.

Az áruk és sok szolgáltatás piacával ellentétben, a pénzügyi áramlások és szolgáltatások egységes piaca még igen távol áll a megvalósulástól, bár néhány területen történt bizonyos előrelépés. Az sem volt kétséges, hogy a pénzügyi integráció elégtelen szintjéért jórészt az európai jogalkotási folyamat feltárt gyengéi vagy éppen kudarcai a felelősök. Ez teszi szükségessé e hibák orvoslását.

Ugyanakkor nyilvánvalóan nem volt feladatunk javaslatot tenni arra, hogy mit kell vagy mit nem szabad közösségi jogalkotás szintjén szabályozni, vagy hogy mi legyen egyes irányelvek vagy rendeletek tartalma. Másrészt munkánk során nyilvánvalóvá vált számunkra, hogy a *Pénzügyi szolgáltatások akcióterve* rendkívül ambiciózus vállalkozás, és jelentős jogalkotási munkát igényel az elkövetkező években. A folyamat felgyorsításához létfontosságú a prioritások megállapítása. Ezzel a szándékkal készült az általunk ajánlott prioritások listája – munkánk egyfajta (bár korántsem jelentéktelen) mellékterméke.

A *Pénzügyi szolgáltatások akciótervének* 2003-ig érvényre juttatandó prioritásai a következők:

- egységes kibocsátói tájékoztató;
- korszerűsített tőzsdei bejegyzés;
- a székhely szerinti ellenőrzés minden nagybefektető (*wholesale members*) számára és a szakmai befektető fogalmának pontos meghatározása;
- modernizált befektetési szabályok az értékpapír-befektetési társaságok és a nyugdíj-alapok számára;
- nemzetközi számviteli standardok átvétele;
- egységes „útlelvi” az elismert tőzsdék számára.

A bölcsek bizottsága szerint kiemelt figyelmet kell szentelni a következő paramétereknek:

- a szabályozó és felügyeleti struktúrák konvergenciája;
- az elszámolások és fizetések rendszerének magánszektor által irányított átszervezése azért, hogy csökkenjenek ennek az Egyesült Államokhoz viszonyított hatalmas költségei. Ha a magánszektor kudarcot vallana egy hatékony rendszer létrehozásában, hatósági irányítás válik szükségessé. Az elszámolások és fizetések olajozott működése létfontosságú a hatékony értékpapíri piacok és a monetáris politika infrastruktúrájának szempontjából.

– a prudenciális követelmények megfelelő kezelése szükségessé teszi a szorosabb uniós szintű közreműködést a szabályozók, valamint a mikro- és makroszintű felügyeletért felelős intézmények között.

A tények gyűjtése, elemzése és összegzése közben, munkánk kezdeti fázisában is végig szem előtt tartottuk, hogy végleges jelentésünkben javaslatot kell tennünk, miként lehetséges minél gyorsabban javítani a jogszabály-alkotási eljárást és – ezen keresztül – a szabályozóstruktúrákat.

Munkánk igen jelentős részét a konzultációk tették ki, amelyeket a befektetőkkel (a fogyasztókkal), a végfelhasználókkal (az értékpapírok kibocsátóival), a közvetítők széles skálájával, a szabályozókkal (a felügyelet munkatársaival) és a jogalkotási folyamat három főszereplőjével, az Európai Bizottsággal, a Tanáccsal és az európai parlamenti képviselőkkel folytattunk. Ezek a konzultációk egyrészt szervezett meghallgatások keretében zajlottak, másrészt az interneten nyilvánosságra hozott kérdéseinkre érkezett írásos nyilatkozatok formáját öltötték.

A konzultációk első hullámára 2000 szeptemberében és októberében került sor. A novemberben kibocsátott előzetes jelentés ennek alapján készült. Kezdeti szándékom az volt, hogy tényszerű és elemző jellegű ideiglenes jelentést készítsünk, amelyben esetleg bemutatunk volna cselekvési alternatívákat, de az explicit javaslatokat a végleges jelentésre hagytuk volna. Hamarosan rá kellett jönnünk azonban, hogy a jelenlegi rendszer hiányosságai olyan nyilvánvalók, és olyan széles körű konszenzus uralkodik velük kapcsolatban, hogy csak az amúgy is igen szűkre szabott időnket vesztegettük volna újabb és újabb bizonyítékok keresésével. Úgy ítéltük meg, hogy érdemesebb figyelmünket a lehetséges gyógymódokra összpontosítani. Csatlakoztam tehát azon bölcsebb kollégáimhoz, akik kezdettől fogva azt javasolták, álljunk minél hamarabb a nyilvánosság elé

nézeteinkkel, szinte kiprovokálva az érintett felek (a piaci résztvevők, a szabályozók, a kormányok és bizottsági tisztviselők, az európai parlamenti képviselők, a média és általában a közvélemény) reakciót. Ezért vázoltuk fel már az előzetes jelentésben négy szintű reformmegközelítésünket (ami két új bizottság létrehozását is magában foglalta), ami valóban széles körben váltott ki visszhangot.

Ezeket a reakciókat a konzultáció második hullámában, 2000 decemberében és 2001 januárjában összegeztük, és függelék formájában a végső jelentéshez is hozzátartoztunk. Ennek segítségével finomítottuk, módosítottuk és akcióorientáltabbá tettük jelentésünket. Nagyobb hangsúllyal javasoltuk, hogy milyen nagy szükség van konzultációra és átláthatóságra a jogalkotási folyamatban. A gyorsuló innováció és a változó struktúrák korában, ennyire technikai és mégis rengeteg embert, vállalkozást, intézményt és vélt vagy valódi nemzeti érdekeket érintő kérdésekben senki sem tehet felelős javaslatokat anélkül, hogy gondosan meghallgatná mások érveit, és kész lenne valódi párbeszédet folytatni.

A jelenlegi jogalkotási és szabályozási eljárás hibái

A jelenlegi rendszer alapelvei elég egyszerűek – a működése azonban meglehetősen bonyolult. A jogszabályok kezdeményezésének jogával és köteletségével kizárólag az Európai Bizottság van felruházva. Az Európai Bizottság által javasolt irányelv vagy rendelet ezután a Tanács (azaz a tagállamok illetékes miniszterei, jelen esetben tehát az ECOFIN) és az Európai Parlament elé kerül. E két testület együttdöntési eljárás keretében elfogadja, módosítja vagy elveti a javaslatot. A gyakorlati bonyodalmakat az okozza, hogy a három intézmény együttműködése – például egy módosítási eljárás során – bonyolult és nemritkán ellentmondásos szabályok alapján történik. (E szabályok komplex együttesével már külön tudományág, a komitológia foglalkozik.) E szabályok hosszadalmas tárgyalások után, kompromisszumként jöttek létre az EU története során. Tulajdonképpen mindhárom fél elégedetlen velük, és megpróbálja őket a saját szája íze szerint értelmezni. Egy másik probléma az, hogy a jogilag kötelező irányelvek végrehajtása a tagállamok kormányainak feladata, s ezek is hajlamosak a nem egyértelmű részleteket érdekeiknek megfelelően értelmezni. Az interpretációk szintén eltérhetnek amiatt, hogy a tagországok jogrendjei különböznek. Így az, ami a jogszabályok és szabályozórendszerek harmonizációjaként indult, könnyen torkollhat még bonyolultabb és országonként eltérő szabályok létrejöttébe.

A jelenlegi rendszer hibáinak egész sorát azonosítottuk; közülük háromról fogok részletesebben beszélni.

Először is a jogalkotási eljárás *túlságosan lassú*. Egy irányelv Európai Bizottság által történő kidolgozásának kezdete és a tagállamokban való alkalmazás között nemritkán három-négy év is eltelik. Ennek leghíresebb példája az országhatárokon átnyúló vállaltfelvásárlásokról szóló javaslat „horrtörténete”: az Európai Bizottság 1989 óta dolgozik rajta, és még mindig nem fogadták el (nemhogy alkalmazzák). Mégis mindenki egyetért abban, hogy e – fiskális integráció szempontjából – döntő fontosságú terület szabályozását nem bízhatjuk a lényegesen különböző nemzeti jogalkotásokra.

Másodszor: a jogalkotási folyamat *túlságosan merev*, azaz a létező irányelveket (vagy rendeleteket) nem lehet elég gyorsan hozzáigazítani a változó piaci körülményekhez. Minden egyes változtatásnak – bármilyen kicsi és technikai legyen is – végig kell járnia az előbb felvázolt döntéshozatali eljárás minden egyes lépcsőfokát. Pedig mindnyájan tudjuk, hogy a mai globális pénzügyi világ fő jellemzői az egyre gyorsabb változások. Az innováció szinte naponta hoz létre új termékeket és technikákat, a dereguláció és a

verseny hatására semmi sem vehető biztosra a pénzügyek világában. A tény tehát az, hogy az értékpapírpiacon szabályozása területén a döntési és végrehajtási eljárásaink alkalmatlanok arra, hogy lépést tartsanak az innovációkkal és a gyorsan változó piaci gyakorlattal. Ezen eljárásokat meg kell változtatni, hogy tükrözhessek a jelenlegi gyorsan és gyökeresen változó környezetet.

Harmadszor: a jelenlegi rendszer által kitermelt *jogszabályok gyenge* (egyések szerint felhőborítóan gyenge) *minőségűek*. Meghallgatásaink során és az írásos véleményekben számos példát találtunk olyan irányelvekre, amelyek teljesen idegenek a pénzügyi piacon gyakorlati működésétől. Ehhez járul a szövegek legendás kétértelműsége, ami – mint említettem – teret nyit a következtetlen alkalmazásnak. Úgy tűnik, nincsenek összehangolt erőfeszítések e következtelenségek kiküszöbölésére, és az Európai Bizottság maga sem képes a szabályok hatékony betartatására.

E gyengeségeket és hiányosságokat seregnyi további bonyodalom övezi, mint például az, hogy a fizetési és elszámolási rendszerek (*clearing and settlements systems*) fragmentálják a likviditást, növelik a költségeket, és valójában akadályt képeznek az EU pénzügyi piaci fejlődésének. Tegyük még hozzá ehhez a különböző jogrendszereket (például a csődtörvényeket) és adózást, a vállalatirányításban megnyilvánuló eltérő hozzáállást, a pontos szabályozási prioritások hiányát: az eredmény kátfajta hatékonytalanságok egyvelege, ami senkinek sem használ, sem a fogyasztóknak, sem a kis- és középvállalkozásoknak, sem a nagyvállalatoknak, sem pedig a kormányoknak. Bizottságunknak nem volt feladata, hogy ezekkel a további problémákkal foglalkozzék, mégsem hagyhattuk szó nélkül őket. Végső soron tehát a jogalkotási és szabályozási eljárásra összpontosítottuk figyelmünket. Mielőtt azonban felvázolnám javaslataink lényegét, hadd beszéljek arról, milyen okok is állnak a rendszer jelenlegi hibái mögött.

Miért működik ilyen rosszul a jelenlegi rendszer?

Nyilvánvaló, hogy a jelenlegi rendszer igen rosszul működik, és komoly szükség van a reformjára. Ennek több oka van.

1. Az első és talán legfőbb ok az, hogy a jelenlegi rendszer nem tesz különbséget elsődleges és másodlagos jogszabályalkotás között; pontosabban: a törvényhozó által meghatározott alapelvek és a megvalósítás technikai részletei között, amelyeket a végrehajtó hatalom vagy külön hatóságok határoznak meg a törvényhozótól kapott felhatalmazás alapján. Ez a különbségtétel gyakorlatilag minden tagállamban létezik, bár az ezt leíró terminológia különbözik. Belgiumban például a parlament által elfogadott törvény alkalmazásáról egy „*arrêté royal d'exécution*” (kb. „királyi végrehajtási utasítás”) gondoskodik. Minthogy az unió jog ezt a különbségtételt nem ismeri, az Európai Bizottságnak ijesztően hosszú és részletes irányelveket kell elfogadnia, amelyek minden egyes elemét jóvá kell hagynia az Európai Tanácsnak és az Európai Parlamentnek.

A következmények drámaiak. A két törvényhozó testület ugyanis nem tud arra összpontosítani, ami fő feladata lenne, és amire valóban képes: gondos vita után meghatározni az egyes irányelvek és rendeletek politikai alapelveit („lényeges elemeit”). Ezek a fő alapelvek elsüllyednek a részletek és technikai kérdések mocsarában. Másrészt az Európai Bizottság olyan részletekben is kénytelen döntenie, amelyekben nem rendelkezik megfelelő szakértelemmel.

Engedjék meg, hogy egy pillanatra visszatérjek a határokon átnyúló vállalatfelvásárlási irányelv szerencsétlen történetjére. Ez azért akadt el – majdnem tizenkét év után –, mert az Európai Parlament (a német képviselők vezetésével) meg akarja őrizni a fenyegetett vállalat menedzsmentjének a jogát arra, hogy az ellenséges felvásárlási ajánlatot a

részvényeseivel való konzultáció nélkül elutasíthassa. Az a kérdés, hogy a végső döntés a részvényes kezében van-e, nagyon is az alapelveket érinti. Ha ezt a kérdést a többi alapelvvel együtt már a jogalkotási eljárás kezdetén világosan a két jogalkotó testület elé tárják, a konfliktus rögtön az elején és tiszta formában napirendre került volna. Bár így is adódhattak volna nehézségek, a törvényhozóknak már a kezdet kezdetén (nem pedig évtizedes huzavona után) vállalniuk kellett volna a politikai felelősséget azért, hogy elmentendő elvek közül válasszanak. Másként fogalmazva, az alapelvekre való összpontosítás lehetővé tenné a problémák korai felismerését, és a döntések a folyamat elején átláthatóak lennének. Tisztább különbséget kell tehát tennünk elsődleges és másodlagos jogalkotás között, mivel ennek jelenlegi hiánya kiváló termőtalaja a rossz jogszabályoknak, a zűrzavarnak és a lassú jogalkotásnak.

A rendszer merevségének okát is itt kell keresnünk. A változó pénzügyi környezethez való alkalmazkodás a technikai részletek változtatását jelenti – nem pedig az alapelvekét. A jelenlegi rendszerben azonban egyik intézmény sem képes kezelni ezt a feladatot. Az Európai Bizottság túlságosan távol van a piaci gyakorlattól ahhoz, hogy észrevegye a változtatási igényeket, és ha még sikerülne is neki időben megtenni a megfelelő javaslatokat, a két törvényhozó szerv alkalmatlan arra, hogy elbírálja ezek megfelelőségét.

2. A második ok a rendszer „fönről lefelé” történő megközelítése. A kezdeményezés az Európai Bizottságtól indul ki, ha az – európai távlatokban gondolkodva – úgy érzi, hogy szükség van jogszabályok alkotására, és erre megvan az alkotmányos alap. A javaslatot utána megvitatják a kormányok képviselői (pénzügyminisztériumi tisztviselők) és az euroképviselők (főleg az Európai Parlament gazdasági és pénzügyi bizottságának aktív tagjai).

Kétségtelen, hogy e három intézmény képviselőinek teljes súllyal szerepelniük kell, ha alapelvekről van szó, amint ezt kifejtettem. Ez joguk és kötelességük. De ezen a szinten is bőségesen kellene meríteniük azokból az ajánlásokból, amelyek „alulról”: a szabályozóktól vagy a piaci résztvevőktől, tehát a piaci valósághoz közel álló szereplőktől érkeznek. Egy jogalkotási eljárás elindítása adatokat igényel: az uniós szinten való szabályozás előnyeiről és hátrányairól, a jogszabályok fő elemeiről és a vezérlő elvekről. Az Európai Bizottság javaslatáról szóló vitában pedig mindkét jogalkotó szervnek meg kellene hallgatnia minden érdekelt fél véleményét. Ez a konzultációs eljárás ezért fontos, mert minimalizálná a komoly hibák elkövetésének veszélyét, és figyelmeztetné a jogalkotókat döntéseik várható következményeire. Ez persze nem jelenti azt, hogy a törvényhozónak minden egyes véleményhez alkalmazkodnia kellene; ez sokszor nem is lehetséges a vélemények ellentétes tartalma miatt. Azt viszont jelenti, hogy a jogalkotóknak meg kell ismerniük a szakemberek véleményét. Ebből fakadóan előnyös lenne a nyilvános konzultáció konkrét mechanizmusainak kidolgozása.

A másodlagos jogszabályalkotás területén még nyilvánvalóbbak a „fölről lefelé” történő megközelítés hiányosságai. A technikai részletek megvalósítása, a változó piaci körülményekhez való, jól időzített hozzáillesztésük olyan szervezetet igényel, amelyben a hozzáértőknek joguk van a kezdeményezésre. Ezzel a „fönről lefelé” megközelítés lassan átalakulna „alulról fölfelé”.

A meghallgatások és írásos válaszok alapján azt a következtetést vonhattuk le, hogy az eddigi konzultációs gyakorlat nem megfelelő. Legtöbb esetben a piaci résztvevők csak a javaslatot nyilvánosságra hozatala után hallathatták hangjukat. A konzultációk pedig igen ritkán váltak valódi, interaktív párbeszéddé.

3. A jelenlegi jogalkotás meglehetősen homályos. Ez nem vonatkozik az Európai Parlamentre, amely dicséretet érdemel teljes átláthatóságáért. Vonatkozik viszont az Európai Bizottság szerepére, de még inkább az Európai Tanács tevékenységére. Az átláthatóság hiányának két sajnálatos következménye van:

Ha van is konzultáció, az nem vezet optimális eredményre: az érdekelt szereplők nem tudnak használható képet kialakítani a vitatott kérdésekről, mivel nincsenek tisztában azzal, hol tart a vita a tagállamokban, az Európai Bizottságon belül és az Európai Tanács és az Európai Bizottság között. Nem képesek megvédeni jogosnak vélt érdekeiket, mert nem tudják, ki melyik elképzelést támogatja. A konzultáció és az átláthatóság tehát elválaszthatatlan követelmények. A valódi konzultáció átláthatóságot igényel, és átláthatóság nem létezik konzultáció nélkül.

Másrészt az átláthatóság hiánya rontja a jogalkotási eljárás minőségét. Olyan színpadok mögötti kompromisszumokra batorít, ahol a döntéshozatali eljárás résztvevői engedményeket tesznek annak reményében, hogy egy másik, az értékpapírpiac szabályozásától teljesen független területen a másik fél tesz majd engedményt. A politika (vagy egyszerűen az ember) természetét ismerve, az ilyen alkuk sohasem lesznek teljesen kiküszöbölhetőek, de mégis érdemes legalább csökkenteni a számukat. Az átláthatóság segítheti ennek a célnak az elérését.

A szabályozási reformjavaslat fő elemei

A bölcsek bizottsága szerint minden pénzügyi szolgáltatásokkal és értékpapírokkal kapcsolatos jogalkotást átfogó elvek fogalmi keretére kell alapozni. A legfontosabbak a következők lehetnének:

- az európai értékpapírpiacokba vetett bizalom megőrzése;
- a prudenciális ellenőrzés magas szintjének fenntartása;
- a prudenciális ellenőrzést makro- és mikroszinten végző felügyelők munkájának támogatása a gazdasági stabilitás biztosításáért;
- a fogyasztóvédelem megfelelő – a vállalt kockázattal arányos – szintjeinek biztosítása;
- a szubszidiaritás szerződésbe foglalt elveinek tisztelete;
- a verseny serkentése és a versenyszabályok tiszteletben tartásának biztosítása;
- a szabályozás hatékonyságának és innovációt batorító voltának biztosítása;
- az értékpapírpiacok európai és szélesebb nemzetközi dimenzióinak figyelembevétele.

Javaslatunk lényege az uniós értékpapírpiacok szabályozásának négy szintű megközelítése körül összpontosul.

Az *első szinten* lévő jogalkotásnak az alapelvekre, az egyes irányelvek és rendeletek lényegi elemeire kell koncentrálnia. A Tanács és az Európai Parlament az Európai Bizottság javaslatát követően megegyezik minden téma legfőbb politikai alapelveiről, és – ami a legfontosabb – megegyezik a második szinten meghatározandó végrehajtási intézkedések tartalmáról és hatóköréről. Az első szintű keretelvek és a második szintű végrehajtási intézkedések közti határt minden esetben külön kell meghúzni a gyakorlatban.

Hadd hangsúlyozzam még egyszer, mennyire fontosnak tartom a nyílt, átlátható és rendszeres konzultációt még az első szintű javaslat megtétele előtt.

A *második szintet* a nemzeti értékpapír-piaci szabályozók, az Európai Bizottság és az Európai Értékpapír Bizottság aktívan működő hálózata alkotja, amely azonosítja, megvitatja és meghatározza a keret jellegű irányelvek és rendeletek megvalósításának részleteit. (A keret jellegű irányelvekről és rendeletekről az első szinten született döntés, együttdöntési eljárás keretében.)

Ez két új bizottság felállítását teszi szükségessé:

- Az Európai Értékpapír Bizottság (*EU Securities Committee, ESC*) fő feladata, hogy az EK-szerződés 202. cikkelye alapján szabályozó bizottságként működjön, ahol az Európai Bizottság javaslatáról rögzített – rövid – határidőn belül szavaznak. Az ESC-be a tagállamok jelölnének tagokat, az elnöki funkciót az Európai Bizottság képviselője látná el.

– Az Európai Értékpapír-szabályozási Bizottság (*EU Securities Regulators Committee, ESRC*) a második szinten az Európai Bizottság tanácsadó bizottságaként működne; tagjai a tagállamok illetékes szerveinek vezetői.

Az ESC feladata:

– szabályozási bizottságként (*regulatory committee*) működnek, amely három hónapon belül szavaz az Európai Bizottság javaslatáról;

– az Európai Bizottság tanácsadó testülete az első szintű jogalkotásban;

– tanácsot adna az Európai Bizottságnak az ESRC-nek biztosítandó, a fentiekben második szintűnek nevezett jogkörök esetében.

Az ESRC-t a tagországok szabályozói alkotják. Az ESRC konzultációi négy alapelvet követnek:

– konzultáció a koncepció kibocsátása alapján (három hónap);

– konzultáció a piacokkal és a végfelhasználókkal a javaslatlatterv alapján;

– meghallgatások, kerekasztal-megbeszélések, internetes viták;

– a beérkezett vélemények csatolása az ESRC végleges ajánlásaihoz.

A második szint munkamódszere a következőképpen foglalható össze: az első szinten hozott döntés alapján az Európai Bizottság felkéri az ESRC-t, hogy meghatározott időkezeleten belül dolgozza ki a megvalósítás részleteit. A piaci szereplőkkel folytatott konzultáció után az ESRC továbbítja tanácsait az Európai Bizottságnak, amely megfontolja azokat, majd továbbítja javaslatát az ESC-hez, amely végül szavaz a javaslatról.

Szeretnék három fontos pontot hangsúlyozni a jelentésünkből:

– az Európai Parlamentet az eljárás során folyamatosan tájékoztatni kell az intézményközi megállapodásoknak megfelelően;

– az ESRC konzultációinak nyitottnak, átláthatónak és interaktívnak kell lenniük;

– mind az ESC-nek, mind az ESRC-nek magas beosztású köztisztviselőkből álló bizottságnak kell lennie.

Az intézmények közötti egyensúly fenntartása és az Európai Parlament bevonása céljából javasoltuk a következőket:

– az Európai Parlament teljes körű informálása;

– megfelelő idő biztosítása ahhoz, hogy az Európai Parlament véleményezze a javaslatot, mielőtt az ESC szavaz róla;

– annak biztosítása, hogy az Európai Bizottság a legmesszebbmenően figyelembe vegye a döntéshozatal során a javaslat ellen hozott esetleges európai parlamenti határozatokat;

– megfelelő szerep garantálása az Európai Parlament számára.

A *harmadik szint* az első és második szinten hozott közösségi jogszabályok tagállamok által történő átvétele és alkalmazása. Ezen a szinten az ESRC új szerepet kap: nem mint az Európai Bizottság tanácsadója tevékenykedik; új szerepe a következetes átvétel és alkalmazás biztosítása. Attól, hogy a második szinten az ESRC kulcsszerepet játszik az irányelvek tartalmának meghatározásában, valószínűleg még nagyon hosszú utat kell megtennie ahhoz, hogy hatékony segítője legyen az átvételi eljárás koordinálásának.

A harmadik szinten tehát a cél: napról napra javítani az átvételt és az alkalmazást. Az ESRC nagyobb függetlenséget élvez, ezért itt egyhangú döntések szükségesek. Az ESRC szerepe a következő:

– konzisztens útmutatások készítése az adminisztratív szabályozásokhoz;

– közös értelmező ajánlások és standardok kibocsátása;

– a szabályozási gyakorlatok összehasonlítása és bírálata;

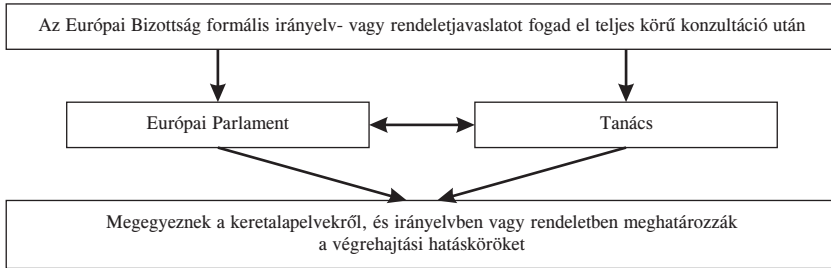
– ellenőrzések végzése.

Az ESRC működőképességének nélkülözhetetlen feltétele, hogy a nemzeti szabályozó hatóságok által megbízott személyek megfelelő szakmai tudással rendelkezzenek, és ké-

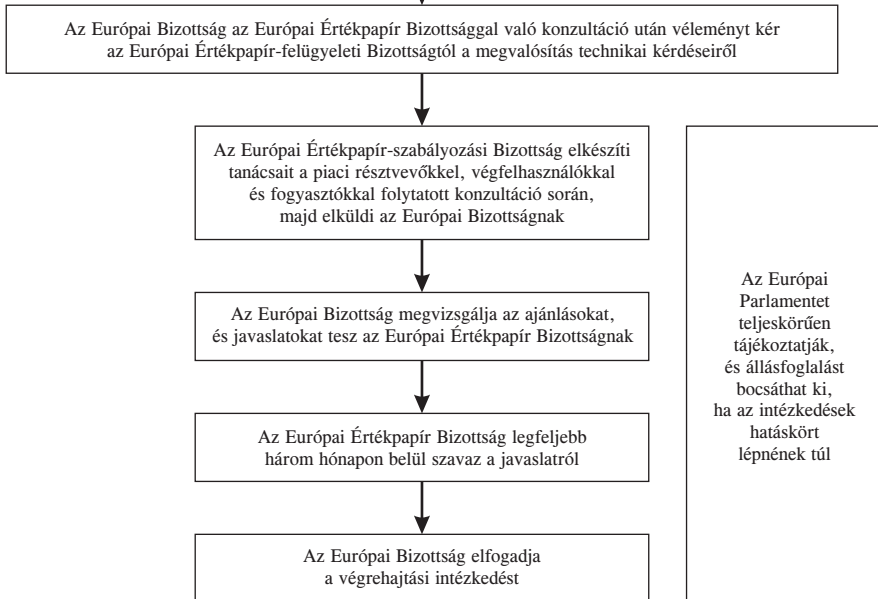
1. ábra

Az Európai Bizottság által javasolt négy szintű megközelítés

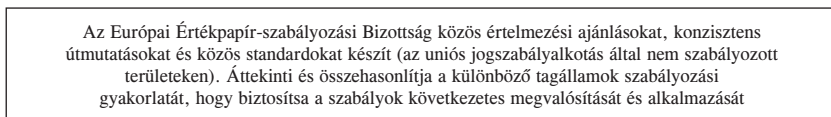
ELSŐ SZINT



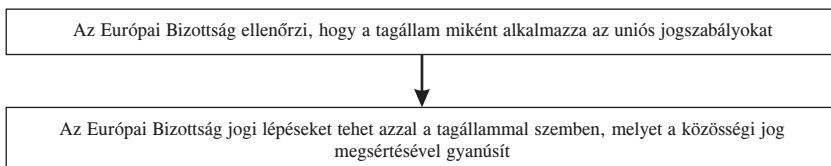
MÁSODIK SZINT



HARMADIK SZINT



NEGYEDIK SZINT



pesek legyenek elérni az önmaguk által kitűzött célokat. Hosszabb távon nagyobb fokú közeledésre van szükség a tagállamok szabályozási struktúrái között – azon egyszerű oknál fogva, hogy e struktúrák eltérései nehézkessé teszik az ESRC-n belüli együttműködést. Jelenleg több lényeges különbség áll fenn: a szabályozott területeket, a szabályozók autonómiájának fokát illetően, és nem utolsósorban abban a módban, ahogyan a piaci résztvevőket bevonják a szabályozási eljárásba.

A *negyedik szint* a végrehajtás szintje. Javaslatunk a közösségi szabályok betartatásának erősítése volt. Itt minden szereplőre feladatok hárulnak, a legnagyobb mégis az Európai Bizottság felelőssége, melynek törvénybe foglalt kötelezettsége a szerződések őreként fellépni.

E négyesintű megközelítést ábrázolja a jelentésből vett *1. ábra*.

Kérdések és ellenvetések

Jelentésünk a nyilvánosságra hozatala után általában pozitív fogadtatásban részesült. Ennek ellenére számos kétely és ellenvetés is felmerült vele kapcsolatban. Hadd próbáljak meg a legfontosabbak közül háromra válaszolni.

1. A javasolt keret túlságosan összetett – különösen az Európai Bizottság, az ESC és az ESRC közötti együttműködést illetően.

A tervünk komplexitása bizonyos értelemben inkább látszólagos, mint valódi. Végleges jelentésünk írásakor válaszolnunk kellett az ECOFIN azon kérésére, hogy „tisztázzuk és finomítsuk” az ideiglenes jelentésünkben felvázolt szabályozási keretet, és tegyünk „konkrét operatív javaslatokat”. Bármely rendszer leírása bonyolultnak tűnhet még akkor is, ha a működés meglehetősen egyszerű. Egy bicikli használatáról szóló utasítás ijesztően bonyolultnak tűnhet, mégis egy öt éves gyerek is tud biciklizni.

Ugyanakkor nem tagadom, hogy az általunk javasolt reform – bizonyos szempontból – nem egyszerű. Ennek megvannak a maga okai. Itt ugyanis nem *gentlemen's agreement*-eket irányító, nagyvonalúan meghatározott elvekről, hanem törvényhozási eljárásról van szó. Minden ilyen eljárást gondosan és pontosan le kell írni, és el kell helyezni a már létező jogszabályi környezetben. Végül, itt uniós törvényhozásról van szó, az Európai Unió pedig – akár tetszik, akár nem – igen összetett szervezet.

2. Miért nem javasolta a jelentés egy egységes uniós értékpapír-felügyelet felállítását?

A bizottság a jelenlegi körülmények között két okból nem javasolta ezt. Egyrészt előbb be kell tölni az uniós pénzügyi jogalkotásban található réseket, és csak ez után lehet működőképes egy egységes felügyelet. Ez ugyanis alkalmas lehet az alapelvek értelmezésére és a megvalósítás technikai részleteinek meghatározására a második szinten, de nem lehet rábízni az első szintű alapelvek meghatározását.

Másrészt az egységes uniós felügyelet felállítása új szerződést igényelne (mint ahogyan az Európai Központi Bank felállítása sem volt lehetséges a maastrichti szerződés nélkül). Egy új szerződés megtárgyalása, elkészítése, ratifikálása éveket venne igénybe, a jelenlegi helyzet reformja viszont sürgősen szükséges. E nélkül a *Pénzügyi szervezetek akciótervének* megvalósítását nem lehetne befejezni 2004-ig. Nem maradt más lehetőségünk, mint a jelenlegi szerződés keretein belül maradó reformjavaslatot tenni.

Felvetődhet, hogy mindemellett felvázolhattuk volna egy lehetséges egységes felügyelet felépítését. Ez összhangban lett volna jelentésünk utolsó mondatával, mely szerint „ha a teljes fölülvizsgálat 2004-ben (vagy korábban) azt állapítaná meg, hogy e megközelítésnek semmi esélye sincs a sikerre, megfontolandó lehet egy szerződésmódosítás végrehajtása, amely magában foglalhatná egy egységes uniós szabályozóhatóság felállítását a pénzügyi szolgáltatások egészére nézve.” Mégsem vállalkoztunk e testület működésének

felvázolására. Ez ugyanis gondos és igen részletes elemzést igényelt volna, amire egyszerűen nem volt időnk. Másrészt e téma megvitatása, bármilyen óvatosan fogalmaztunk volna is, könnyen félrevihette volna a jelentés konstruktív szellemben történő megvitatását.

3. Miért működne jól a javasolt szabályozási rendszer, ha a siker ugyanazon szereplők – az Európai Bizottság, a Tanács és az Európai Parlament – viselkedésétől függ, amelyek a jelenlegi rendszer hibáiért felelősek?

Nyilvánvaló, hogy pusztán az intézményi struktúrák megváltoztatása nem garantálja a jó működést. Végső soron az számít, hogy a szabályozók és a törvényhozók mit tesznek, nem pedig az, hogy milyen hatóságok keretében dolgoznak. A fenti kérdés tehát jogos. Éppen ezért ragaszkodtunk a következőkhöz a jelentésünkben:

- világos mandátumot kell adni a második szinten tevékenykedő két kulcsfontosságú bizottságnak (az ESC-nek és az ESRC-nek);

- biztosítani kell az átláthatóságot, és világos határidőket kell szabni a döntéshozó szervek számára;

- az egész jogalkotási folyamat során konzultálni kell a piaci szereplőkkel és a fogyasztókkal;

- erős ellenőrzést és jelentési kötelezettséget kell kialakítani a Tanács, az Európai Bizottság, a Parlament és általában a nyilvánosság vonatkozásában.

A jelentés kibocsátása óta bekövetkezett fejlemények

2001. március 23-i állásfoglalásában az Európai Tanács elfogadta javaslatunk főbb pontjait, köztük a „2004-ben lefolytatandó teljes körű és nyilvános vizsgálatot”, és azt tűzte ki célul, hogy az új szabályozási struktúra legkésőbb 2002 elejére működőképes legyen.

Egy ponton azonban az állásfoglalás nem követte a javaslatunkat. Azt indítványoztuk ugyanis, hogy az Európai Értékpapír Bizottság (ESC) minősített többséggel szavazzon az Európai Bizottságtól érkező javaslatokról, s a szavazatok úgy legyenek súlyozva, ahogy azt a szerződés a Tanács számára előírja. Ez igencsak valószínűtlenné tette volna, hogy egy, az Európai Bizottságtól kiinduló és az ESRC-től kapott ajánlásokon alapuló javaslatot az ESC elutasítson. Európai parlamenti képviselőkkel folytatott beszélgetéseimben úgy érveltem, hogy ennek elfogadása a kormányok kompromisszumkészségét jelezné, amennyiben képek engedményekre a javasolt rendszer működőképessége érdekében.

Stockholmban azonban az Európai Bizottság felhívította a javaslatunkat a szavazás rendjét illetően, mégpedig főként a német kormány nyomására. A határozatban a Tanács a következőket fogadta el: „az Európai Bizottság – annak érdekében, hogy kiegyensúlyozott megoldást találjon az értékpapíri piacok területén azon végrehajtási intézkedések vonatkozásában, melyek a viták során különösen érzékenynek mutatkoznak – elkötelezte magát arra, hogy nem fog szembehelyezkedni azokkal a túlsúlyban lévő (*predominant*) véleményekkel, melyek a Tanácsban felmerülhetnek ezen intézkedések helyességét illetően.” Mit jelent azonban a „túlsúlyban lévő vélemény”? Nyilván kevesebbet, mint a minősített többség, hiszen ekkor semmi értelme nem lenne a fenti elköteleződésnek. Akkor tehát egyszerű többséget jelent? Esetleg egy vagy több jelentős ország véleményét? És hogyan fognak értesülni a befektetők, a kibocsátók és a piaci szereplők ezekről a véleményekről?

Ez a változtatás nem teremtett jó alapot egy másik kérdés megoldáshoz sem: a Parlament ugyanis vétőjogot vagy hatálytalanítási jogkört igényelt a második szintű döntéseket illetően. Jogi szakértők meggyőzték minket arról, hogy egy formális vétőjog összeegyeztethetetlen lenne a jelenlegi intézményi rendszerrel. Ugyanakkor meggyőződésem, hogy ha bizottságunk javaslatait sikerül megvalósítani, akkor a Parlament erős hatást

gyakorolhat a második szintű döntéshozatali eljárásra. Ehhez elsősorban a következőket kell biztosítani:

- teljes átláthatóságot;
- elegendő időt arra, hogy a Parlament ellenőrizhesse, vajon a döntések az általa jóváhagyott kereteken belül maradnak-e.

- Ha a Parlament úgy érzi, hogy az Európai Bizottság túllépte a végrehajtási hatáskörét, hozhasson egy erre vonatkozó határozatot. Ezután az Európai Bizottságnak felül kellene vizsgálnia álláspontját, messzemenően figyelembe véve a Parlament álláspontját.

Ebben az esetben a Parlament – *de facto*, bár nem *de jure* – olyan jogosítványokkal rendelkezne, amelyek nagyon közel állnának a hatályon kívül helyezés jogához. Ugyanis ne felejtjük el, hogy a második szintű döntések körét eseti alapon kell meghatározni. Ha tehát a Parlament elégedetlen lenne az Európai Bizottság reakciójával, annak következményei lennének a legközelebbi hatáskör-kijelölés során.

Ismerve az értékpapír-piaci szabályozás fontosságát, azt kívánom (és abban bízom), hogy a javasolt rendszer valóban esélyt kapjon a működésre a következő két évben, ami létfontosságú a *Pénzügyi szolgáltatások akciótervének* megvalósításához. Ehhez az szükséges, hogy a Parlament hatékonyan végezze a második szintű megvalósítási hatáskörök delegálását, a kormányok pedig tartózkodjanak a „túlsúlyban lévő” vagy „uralkodó” véleményekkel kapcsolatban kiharcolt engedmény kihasználásától. A 2004-ben végzendő „teljes és nyílt felülvizsgálat” magában foglalja az európai uniós képviselők új rendszerrel kapcsolatos mindenféle kételyeinek nyitott megközelítését, és legfőképpen a két-szintű jogszabályalkotás formális bevezetését.

Záró megjegyzések

Mint már megjegyeztem, a törvényhozási és szabályozási megközelítésünket széles körű érdeklődés fogadta a pénzügyi világon kívül is azok körében, akik az Európai Unió intézményrendszerének jelenlegi működését nem tartják kielégítőnek. Nem tisztem amellett érvelni, hogy megközelítésünket az uniós jogalkotás és szabályozás más területeire is kiterjesszék – mivel az általunk javasolt megközelítés nem az EU általános működtetéséről előre elképzelt elvek gyakorlatba ültetéseként keletkezett, hanem abból a megfigyelésből, hogy a pénzügyi szolgáltatások egy sajátos területén a jelenlegi rendszer igen rosszul működött. Mégis, a hiányosságok annyira szembetűnők voltak e területen, és az észlelt hibák (az elsődleges és a másodlagos jogalkotás közti különbségtétel hiánya, főntől lefelé történő megközelítés, az átláthatóság és a konzultáció hiánya) annyira nyilvánvalóak, hogy hasonló gyengeségek minden bizonnyal széles körben előfordulhatnak. Hogy ez így van-e, újabb hasonló vizsgálatoknak kell eldöntenie. Az Európai Unió működésének átfogó reformjáról szóló vitában nagy szükség van az empirikus bizonyítékokra.

Ez annál is inkább így van, mivel a három intézményi pólus – az Európai Bizottság, a Tanács és a Parlament – közti hatalommegosztás állandóan változik. Ez, ismerville az európai integrációs folyamat jellemzőit, részben érthető és valószínűleg elkerülhetetlen. De 2004-hez közeledve, ezek a bizonytalanságok kezdenek olyan szintet elérni, ahol már valóban károsak a jogalkotási és szabályozási kezdeményezésekre nézve. A hatalmi egyensúly változásának lehetősége, sőt valószínűsége ugyanis védekező reakciókat vált ki mindhárom intézmény részéről. Akármilyen egyezség szülessék ma, az mintaként szolgálhat a mélyrehatóbb változásokhoz 2004-ben.

Természetesen nem reménykedhetünk abban, hogy teljesen megszüntetjük ezeket a védekező reakciókat, de a hátrányos következményeiket talán csökkenthetjük azzal, ha több tényszerű bizonyítékot vezetünk be az Európai Unió működéséről szóló fontos vitába. És végül megint csak hangsúlyozom az aktív konzultáció fontosságát minden szinten.