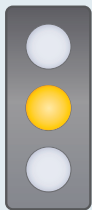


CELE ROZPORZĄDZENIA: Komisja zamierza zwiększyć przejrzystość transakcji zawieranych na rynku finansowym, przenieść obrót instrumentami pochodnymi na zorganizowane platformy obrotu oraz wzmocnić nadzór nad rynkiem i konkurencję na nim.

STRONY ZAANGAŻOWANE: firmy inwestycyjne, instytucje kredytowe, partnerzy centralni (CCP), organy nadzoru oraz systemy obrotu.

**ZA:**

- Zwiększenie przejrzystości obrotu zwiększy efektywność kształtowania cen.
- Nie dyskryminujący dostęp do systemów obrotu oraz CCP zwiększy konkurencję na rynku

PRZECIWIW:

- Zasady państwowej interwencji produktowej sformułowano nieprecyzyjnie.
- Ograniczenie obrotu niektórymi kwalifikowanymi instrumentami pochodnymi wyłącznie do systemów obrotu zawęży zakres swobód przysługujących uczestnikom rynku oraz faworyzuje systemy obrotu bez wyraźnego powodu.

TREŚĆ

Tytuł

Wniosek z 20 października 2011 r. w sprawie **Rozporządzenia** Parlamentu Europejskiego i Rady **w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmiany Rozporządzenia EMIR** w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu, partnerów transakcji i repozytoriów transakcji. Sygnatura **COM(2011) 652**.

Treść

› Kwestie ogólne i cele

- Wraz z zaproponowaną przez Komisję dyrektywą [COM(2011) 656, dalej zwaną „dyrektywą”, Rozporządzenie stworzyć ma ramy prawne regulujące „świadczenie usług inwestycyjnych” (memorandum wyjaśniające, s. 2).
- Istniejąca dyrektywa MiFID (dyrektywa 2004/39/EC) zostanie częściowo zastąpiona omawianym tu rozporządzeniem, a częściowo zmodyfikowana przez wspomnianą w poprzednim punkcie dyrektywę (preambuła pkt 7 oraz art. 98 dyrektywy).
- Celem rozporządzenia jest zwiększenie przejrzystości transakcji zawieranych na rynku finansowym, przeniesienie obrotu instrumentami pochodnymi na zorganizowane systemy oraz wzmocnienie nadzoru i konkurencji (memorandum wyjaśniające, s. 2, 4 i 14)

› Terminologia

- Instrumenty finansowe: do „instrumentów udziałowych” zalicza się: akcje, kwity depozytowe, certyfikaty, fundusze inwestycyjne typu ETF oraz inne podobne instrumenty finansowe (art. 3 (1)). „Instrumenty o charakterze nieudziałowym” to m.in. obligacje, produkty strukturyzowane, prawa do emisji oraz instrumenty pochodne (art. 7 (1)).
- Sformułowanie „systemy obrotu” oznacza rynki regulowane (tradycyjnej wymiany), wielostronne platformy obrotu (MTF) oraz zorganizowane platformy obrotu (OTF (art. 2 (1) nr 25)).
- Partnerzy: „partnerzy centralni (CCP)” to jednostki przeprowadzające transakcje realizowane pomiędzy nabywcą a sprzedawcą (art. 2 (1) Rozporządzenia EMIR). „Kontrahenci finansowi” to przedsiębiorstwa usług finansowych (np. banki i fundusze inwestycyjne). „Kontrahenci niefinansowi” to przedsiębiorstwa z pozostałych sektorów (art. 2 (6) i (7) Rozporządzenia EMIR).
- „Podmioty systematycznie internalizujące transakcje” (SI) to firmy inwestycyjne, które regularnie i w zorganizowanej formie prowadzą na swój własny rachunek dwustronny handel pozagiełdowy (art. 2 (1) nr 3). Zalicza się ich do „kontrahentów finansowych”.

› Zakres rozporządzenia

- Rozporządzenie reguluje działalność firm inwestycyjnych, instytucji kredytowych i systemów obrotu (rynki regulowane, OTF i MTF) (art. 1 (2)).
- Rozporządzenie dotyczy również CCP oraz kontrahentów finansowych i niefinansowych (art. 1 (3) w połączeniu z art. 24-27 i art. 1 (4) w połączeniu z art. 28-30).

› Przejrzystość handlu

Przejrzystość przedtransakcyjna

- Operator systemu obrotu musi „w sposób ciągły”, w normalnych godzinach handlu publikować bieżące ceny kupna i sprzedaży oraz poziom zainteresowania zawarciem transakcji po tych cenach (czyli zdolność rynku do zapewnienia dużej wartości obrotu w cenach rynkowych).
- Do tej pory obowiązek przejrzystości handlu przedtransakcyjnego dotyczył wyłącznie akcji. Teraz ma zostać rozszerzony w taki sposób, by objąć wszystkie wymienione wcześniej instrumenty finansowe – pod warunkiem, że dany instrument jest dopuszczony do obrotu na rynku regulowanym, jest przedmiotem obrotu na platformach MTF lub OTF lub wydano dla niego prospekt emisyjny (informację o instrumencie finansowym, która musi zostać opublikowana, gdy instrument jest emitowany) (art. 3 (1), art. 2 (1)).

Analiza z dnia 16 kwietnia 2012 r.

- Do zasad przejrzystości handlu przedtransakcyjnego muszą się stosować również podmioty systematycznie internalizujące transakcje (SI) - są one zobowiązani do publikowania swoich kwotowań dla wszystkich instrumentów finansowych. Generalnie dotyczą je te same wymogi, co w przypadku systemów obrotu, z tą różnicą, że kwotowania dla instrumentów udziałowych muszą być publikowane do wysokości średniej wartości zamówień („standardowej wielkości rynkowej” (art. 13 rozdz. 1)). W przypadku instrumentów udziałowych obowiązek publikowania istnieje tylko wówczas, gdy rynek jest płynny. Jeśli na rynku brakuje płynności, kwotowania SI muszą być publikowane tylko na żądanie klienta (art. 13, rozdz. 1, 2 i 4). W przypadku instrumentów o charakterze nieudziałowym, SI mają obowiązek publikowania notowań, jeśli SI i ich klienci sobie tego życzą (art. 17 (1)).

Wyjątki od zasady przejrzystości przedtransakcyjnej

- W zależności od modelu rynku lub typu i wielkości transakcji, krajowe organy nadzoru mogą zwolnić operatora systemu obrotu z obowiązku przestrzegania zasad przejrzystości handlu przedtransakcyjnego, szczególnie w przypadku pojawienia się „zleceń o wielkiej skali w porównaniu z normalną wielkością rynku” dla tego rodzaju akcji (art. 4 (1), art. 8 (1) i (2)). Zwolnienie z obowiązku zachowania przejrzystości jest również możliwe w przypadku transakcji instrumentami o charakterze nieudziałowym - zależy od stopnia płynności (art. 8 (1) i (2)). Warunki zwolnienia (czyli typ i wielkość ofert kupna i sprzedaży w odniesieniu do kategorii instrumentów finansowych, płynność) zostaną zdefiniowane przez Komisję w aktach delegowanych (art. 4 (3) lit. b i c).
- Najpóźniej sześć miesięcy przed zwolnieniem z obowiązków w zakresie przejrzystości, krajowe organy nadzoru muszą poinformować o tym fakcie Europejski Urząd Nadzoru Rynków i Papierów Wartościowych (ESMA) i pozostałe organy nadzoru. Jeśli inny organ będzie przeciwny wprowadzeniu zwolnienia, ESMA może rozstrzygnąć spór między stronami w sposób prawnie wiążący (art. 4 (2), art. 8 (3)).

Przejrzystość potransakcyjna

- Operatorzy systemów obrotu muszą publikować ceny, wartości i czas wszystkich transakcji zawartych w ramach ich systemów „w czasie tak bardzo zbliżonym do rzeczywistego, jak to tylko technicznie możliwe” (art. 5 (1), art. 9 (1)).
- Krajowy organ nadzoru może zezwolić operatorowi systemu obrotu na opóźnienie publikacji, w szczególności gdy chodzi o transakcje o wielkiej skali „w porównaniu z normalną wielkością rynkową” (art. 6 (1), art. 10 (1)).
- SI oraz firmy inwestycyjne handlujące poza rynkiem regulowanym okazjonalnie nieregularnie muszą publikować za pośrednictwem „podmiotów publikujących”, zatwierdzonych przez krajowe organy wartość, cenę i czas wszystkich transakcji instrumentami finansowymi (art. 19 (1), art. 20 (1), art. 2 (1) nr 18, art. 66 dyrektywy). Transakcje instrumentami pochodnymi muszą być rejestrowane w repozytoriach transakcji.

Koszty publikacji danych służących przejrzystości

- Operatorzy systemów obrotu mogą domagać się opłat za dostęp do danych transakcyjnych wyłącznie w ciągu 15 minut od zawarcia transakcji. Po tym okresie dane muszą być udostępniane bezpłatnie (art. 11 (1)).
- Komisja w aktach delegowanych ustali wysokość opłat biorąc pod uwagę „właściwe zasady handlowe” (art. 12)

› Obrót instrumentami pochodnymi

- W przyszłości ESMA określi nie tylko to, które instrumenty pochodne będą rozliczane w handlu potransakcyjnym przez partnerów centralnych (CCP) („kwalifikowane instrumenty pochodne” - patrz rozporządzenie EMIR, COM(2010) 484), ale również które z tych instrumentów będą podlegać obrotowi wyłącznie w ramach systemów obrotu (art. 26 (1) lit. a). Obowiązek obrotu wyłącznie w ramach systemów obrotu będzie mógł być nakładany pod warunkiem, że dany instrument pochodny jest dopuszczony do obrotu lub podlega obrotowi w ramach co najmniej jednego systemu obrotu oraz jest wystarczająco płynny (art. 26 (2)). O spełnieniu tego ostatniego kryterium decydować będzie Europejski Urząd Nadzoru Rynków i Papierów Wartościowych (ESMA) ustalając standardy techniczne (art. 26 (3)).

› Wzmocnienie nadzoru

Obowiązek informowania organów nadzoru o transakcjach

- Operator systemu obrotu będzie musiał przechowywać dane dotyczące transakcji zrealizowanych w ramach danego systemu przez co najmniej pięć lat – do wiadomości krajowych organów nadzoru. Ten sam obowiązek spoczywać będzie na firmach inwestycyjnych w odniesieniu do zawieranych przez nie transakcji (art. 22)
- Firmy inwestycyjne muszą „tak szybko, jak to możliwe” i „nie później niż do zamknięcia sesji w kolejnym dniu roboczym” poinformować o transakcjach przeprowadzonych w ramach jednego z systemów obrotu. Informacja musi zawierać m.in. „nazwy i numery kupowanych lub sprzedawanych instrumentów”, ceny transakcji oraz oznaczenia umożliwiające identyfikację firmy inwestycyjnej i jej klientów (art. 23 (1) i (3)).

› Uprawnienia w zakresie ingerencji w obrót: uprawnienia organów nadzoru do interwencji produktowej

- Krajowe organy nadzoru mogą zakazać lub ograniczyć „reklamowanie, dystrybucję i sprzedaż” instrumentów finansowych oraz realizowanie poszczególnych „rodzajów aktywności i praktyk finansowych” (art. 32 (1)).
- jeśli krajowy organ nadzoru nie podejmie odpowiednich działań w celu zapobieżenia zagrożeniu, tymczasowy zakaz lub ograniczenie będzie mógł wprowadzić ESMA. Moc tych decyzji wygasać będzie po sześciu miesiącach, chyba, że ich obowiązywanie zostanie przedłużone (art. 31 (1) i 6, art. 31 (2) lit. c)
- Zakazy lub ograniczenia muszą służyć ochronie inwestorów lub utrzymaniu funkcjonalności i integralności rynków finansowych. Ich wprowadzenie możliwe jest tylko w przypadku, gdy okaże się, że istniejące przepisy europejskie są niewystarczające. Interwencje podejmowane przez krajowe organy nadzoru nie mogą dyskryminować działalności finansowej prowadzonej z innych Państw Członkowskich (art. 32 (2), art. 31 (2)).

› Uprawnienia w zakresie ingerencji w obrót: uprawnienia ESMA w zakresie zarządzania pozycjami inwestycyjnymi

- ESMA może żądać od dowolnych podmiotów informacji na temat „wielkości i celu” pozycji zajętej na rynku instrumentów pochodnych oraz domagać się od tych podmiotów podjęcia kroków w celu redukcji wielkości pozycji lub ekspozycji (art. 35 (1) lit. a i b). Może również ograniczyć możliwość danego podmiotu do zawierania kontraktów dotyczących towarowych instrumentów pochodnych (art. 35 (1) lit. c).
- Powyższe działania mogą być podejmowane tylko w „reakcji na zagrożenie dla właściwego funkcjonowania i integralności rynków finansowych” lub stabilności całego systemu finansowego UE oraz gdy krajowe organy nie podejmą wobec tego zagrożenia wystarczających działań (art. 35 (2)).

Analiza z dnia 16 kwietnia 2012 r.

- Dyrektywa MiFID przyznaje krajowym organom prawo do żądania od osób prywatnych, by ograniczyły wielkość pozycji zajmowanych na rynku instrumentów pochodnych (art. 71 i 72 Dyrektywy).
- › **Zwiększenie konkurencji poprzez poszerzenie dostępu do systemów obrotu i partnerów rozliczeniowych (CCP)**
 - Systemy obrotu oraz CCP muszą zezwalać sobie nawzajem na rozliczanie obrotu instrumentami finansowymi w sposób „niedyskryminujący i przejrzysty”. CCP muszą uzyskać dostęp do danych systemów obrotu, a systemy obrotu muszą rozliczać swe transakcje poprzez CCP (art. 28 (1) i 2, art. 29 (1)).
 - Komisja w drodze aktów delegowanych określi warunki, w których systemy obrotu oraz CCP będą mogły odmówić dostępu do swoich usług oraz warunki, na jakich dostęp ten jest przyznawany (art. 28 (6), art. 29 (6)).
 - Krajowe organy mogą odrzucić wniosek o dostęp [do partnera centralnego – przyp. tłum.], jeśli jego przyjęcie „zagroziłoby sprawności i prawidłowemu funkcjonowaniu rynków” (art. 28 (4), art. 29 (4)).

Zmiany w porównaniu ze stanem obecnym

Do tej pory obowiązek zachowania przez operatorów systemów obrotu i SI transparentności handlu przedtransakcyjnego i potransakcyjnego dotyczył tylko akcji. Nowością jest również wprowadzenie obowiązku przechowywania danych nt. transakcji oraz zaostrzenie wymogów w zakresie informowania organów nadzoru o przebiegu transakcji. W przyszłości niektóre standaryzowane instrumenty pochodne mają być przedmiotem obrotu w ramach zorganizowanych systemów obrotu. Organy nadzoru zostaną upoważnione do ingerowania w przebieg handlu (interwencje produktowe i związane z zarządzaniem pozycjami inwestycyjnymi).

Uwagi Komisji w sprawie zasady pomocniczości

Podmioty świadczące usługi finansowe oraz operatorzy systemów obrotu wymagają objęcia wymogami ujednoczonymi na poziomie UE. W przeciwnym razie powstanie ryzyko obniżenia efektywności, „rozbicia rynków” oraz zakłóceń konkurencji i arbitrażu.

Tło polityczne

W czerwcu 2009 r. Rada EcoFin podjęła inicjatywę usprawnienia nadzoru nad słabiej regulowanymi rynkami, w szczególności platformami obrotu OTC. We wrześniu 2009 r. porozumienie w sprawie konieczności poprawy regulacji rynków towarowych zawarła również grupa G20. Niniejszy wniosek stanowi uzupełnienie Wniosku w sprawie Rozporządzenia dotyczącego instrumentów pochodnych OTC [COM(2010) 484].

Procedura prawna

20 października 2012 r.	Przyjęcie przez Komisję
9 lipca 2012 r.	Obrady Komisji Parlamentu Europejskiego
11 września 2012 r.	Pierwsze wysłuchanie w Parlamencie Europejskim

Podmioty uczestniczące w procesie politycznym

Prowadząca Dyrekcja Generalna:	DG ds. Rynku Wewnętrzznego
Komisje Parlamentu Europejskiego	Komisja ds. Gospodarczych i Monetarnych (prowadząca), sprawozdawca: Markus Ferber (Europejska Partia Ludowa, Niemcy), Komisja Prawna, Komisja ds. Budżetu, Komisja ds. Przemysłu, Badań Naukowych i Energetyki
Sposób decyzji w Radzie Unii Europejskiej	Kwalifikowana większość (aprobata większości Państw Członkowskich oraz 255 z 345 głosów).

Szczegóły legislacyjne

Podstawa prawna	Art. 114 TFEU
Forma kompetencji prawnych	Kompetencje dzielone (art. 4 (2) TFEU)
Procedura legislacyjna	art. 294 TFEU (zwykła procedura legislacyjna)

OCENA

Ocena wpływu na gospodarke

Przejrzystość obrotu: **Rozszerzenie obowiązku zachowania transparentności przed- i potransakcyjnej** na wszystkie instrumenty finansowe generalnie zwiększy spójność rynku, łatwiejsze będzie bowiem wykrycie przez uczestników rynku przypadków manipulacji rynkowych i handlu z wykorzystaniem informacji poufnych. Co więcej, zmiana ta umożliwi uczestnikom rynku łatwiejsze porównywanie platform transakcyjnych i sprawi, że ceny – dzięki ułatwieniu procesów cenotwórczych – będą wierniej odzwierciedlały wartość instrumentów.

Przejrzystość handlu przedtransakcyjnego zmniejszy koszty poszukiwania odpowiednich partnerów handlowych, natomiast przejrzystość handlu potransakcyjnego ułatwi ocenę tego, czy transakcja została przeprowadzona po najlepszej możliwej cenie.

Zwiększenie przejrzystości przed- i potransakcyjnej może jednak w indywidualnych przypadkach zagrozić efektywności rynku. Na przykład ujawnianie kwotowań i wielkości zainteresowania np. na rynkach obligacji o niskiej płynności może zniechęcić niektórych uczestników obrotu do inwestowania na danych rynkach, a przez to pogłębić ich kłopoty z płynnością. Dlatego też decydujące znaczenie ma to, które rodzaje rynków i modele inwestowania zostaną przez krajowe organy uznane za wystarczająco płynne, a które zostaną wyjęte spod obowiązków w zakresie przejrzystości.

Analiza z dnia 16 kwietnia 2012 r.

Decyzja, by spod obowiązków w zakresie przejrzystości przedtransakcyjnej wyjąć transakcje o dużej wartości jest właściwa. Ujawnianie ich szczegółów utrudniłoby inwestorom zamykanie projektów po odpowiednich cenach i zwiększyło koszty transakcyjne.

Informowanie o transakcjach: **zarówno gromadzenie, jak i przekazywanie organom nadzoru informacji o transakcjach** przyczyni się do większej **stabilności i integralności rynków**, ponieważ organom tym łatwiej będzie egzekwować przestrzeganie prawa (na przykład regulacji dot. zakłóceń na nowych rynkach; COM(2011) 654). **Obie te zmiany zwiększą zaufanie** uczestników obrotu do **sposobu funkcjonowania rynków finansowych**. Obowiązki informacyjne oraz przepisy dotyczące przejrzystości potransakcyjnej nie powinny jednak powodować zwielokrotnienia obciążeń administracyjnych.

Obrót instrumentami pochodnymi. W swoim wniosku w sprawie rozporządzenia dotyczącego instrumentów pochodnych OTC (COM(2010) 484) Komisja postawiła już pierwsze ważne kroki w kierunku ograniczenia ryzyka systemowego. Chodzi tu m.in. o obowiązek rozliczania standaryzowanych instrumentów pochodnych oraz przejrzystość transakcji (obowiązek składania informacji do repozytoriów transakcji). Idący nawet nieco dalej **przepis**, zgodnie z którym **niektóre kwalifikowane instrumenty pochodne powinny być przedmiotem obrotu wyłącznie w ramach systemów obrotu** (na rynku regulowanym, MTF i OTF) **jest niesłuszny. Ogranicza swobodę uczestników handlu** przy wyborze partnerów i najlepszego systemu obrotu oraz faworyzuje systemy obrotu, choć **nie zapewniają one żadnej wartości dodanej**. Nie zapewniają one żadnych korzyści szczególnie inwestorom detalicznym, ponieważ instrumentami pochodnymi handlują głównie inwestorzy profesjonalni. Co więcej, powyższe przepisy ograniczają konkurencję pomiędzy różnymi systemami obrotu, choć celem Dyrektywy MiFID było zwiększenie tej konkurencji.

Uprawnienia do ingerowania w przebieg obrotu: Przyznane władzom **uprawnienia do interwencji produktowych** obejmują wiele rodzajów ingerencji w działanie rynku i dlatego **powinny być wykorzystywane wyłącznie w ściśle określonych sytuacjach. Obecny kształt Wniosku nie spełnia tego warunku**. Przyznaje władzom zbyt szeroki zakres uprawnień, co spowoduje niepewność wśród uczestników rynku i zakłóci proces kształtowania cen. Fakt, że wiele organów władzy uzyska uprawnienia do interwencji produktowych niesie ze sobą ryzyko konfliktów o podłożu politycznym. Ujednolicone na poziomie UE zakazy i ograniczenia zlikwidują ryzyko „wycieku” transakcji do innych krajów UE. Dlatego też ESMA powinna odgrywać rolę centralnego ciała decyzyjnego.

Dostęp do systemów obrotu i CCP: Niedyskryminujący **dostęp do systemów obrotu i CCP wzmocni konkurencję** w dziedzinie rozliczania obrotu instrumentami finansowymi, przez co **przyczyni się do zmniejszenia kosztów transakcyjnych**. Ze względu na znaczenie CCP dla systemu finansowego jest jednak istotne, by wymogi dotyczące CCP były egzekwowane w praktyce, tak by kontrolować ryzyko ich niewypłacalności (np. poprzez poręczenia składane przez członków CCP).

Ocena prawna

Kompetencje

Rozporządzenie słusznie oparte jest na art. 114 TFEU (rynek wewnętrzny) – różniące się krajowe regulacje dotyczące rynku finansowego mogłyby utrudnić funkcjonowanie rynku wewnętrznego.

Pomocniczość

Nie budzi wątpliwości.

Proporcjonalność

Ocena zależy od tego, jaki kształt Komisja nada aktowi prawnemu.

Zgodność z prawem UE

Przyznane ESMA uprawnienia w zakresie zarządzania pozycjami na rynku finansowym są, w świetle orzeczenia ECJ (C-9/56) w sprawie Meroni niezgodne z prawem UE. Prawo do podejmowania arbitralnych decyzji nie może być przyznane instytucjom nie wymienionym wyraźnie w unijnych traktatach.

WNIOSKI

Zwiększenie przejrzystości obrotu może przyczynić się do zwiększenia efektywności procesu kształtowania cen, proces cenotwórczy zostanie bowiem uproszczony. W indywidualnych przypadkach jednak zmiana ta może zagrozić efektywności rynku. Obowiązki w zakresie gromadzenia i udostępniania informacji będą sprzyjać spójności i stabilności rynków. Ograniczenie obrotu niektórymi rodzajami instrumentów pochodnych wyłącznie do systemów obrotu zmniejsza zakres swobód przysługujących uczestnikom rynku oraz bez wyraźnego powodu faworyzuje systemy obrotu. Warunki korzystania przez władze z prawa do interwencji produktowych nie są jasno zdefiniowane. Nie dyskryminujący dostęp do systemów obrotu oraz CCP zwiększy konkurencję.

Centrum für Europäische Politik (Centrum Polityki Europejskiej, CEP) jest niemiecką organizacją pozarządową, która na bieżąco monitoruje i analizuje procesy legislacyjne prowadzone na poziomie Unii Europejskiej oraz dzieli się tą wiedzą z politykami, naukowcami, mediami i ogółem społeczeństwa.

Więcej informacji: www.cep.eu

Fundacja FOR jest organizacją pozarządową, która prowadzi działania sprzyjające rozwojowi instytucji demokratycznych oraz wzmocnieniu społeczeństwa obywatelskiego w Polsce.

Więcej informacji: www.for.org.pl