



KOMISJA EUROPEJSKA

Bruksela, dnia 20.10.2011  
SEK(2011) 1227 wersja ostateczna

**DOKUMENT ROBOCZY SŁUŻB KOMISJI**

**STRESZCZENIE OCENY SKUTKÓW**

*Dokument towarzyszący*

**Wniosek**

**DYREKTYWA PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY**

**Rynki instrumentów finansowych [wersja przekształcona]**

**oraz**

**Wniosek**

**ROZPORZĄDZENIE PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY**

**Rynki instrumentów finansowych**

{KOM(2011) 656 wersja ostateczna}

{SEK(2011) 1226 wersja ostateczna}

**DOKUMENT ROBOCZY SŁUŻB KOMISJI**

**STRESZCZENIE OCENY SKUTKÓW**

*Dokument towarzyszący*

**Wniosek**

**DYREKTYWA PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY**

**Rynki instrumentów finansowych [wersja przekształcona]**

**oraz**

**Wniosek**

**ROZPORZĄDZENIE PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY**

**Rynki instrumentów finansowych**

## 1. OPIS PROBLEMU

Dyrektywa w sprawie rynków instrumentów finansowych (MiFID) ustanawia ramy regulacyjne dotyczące świadczenia usług inwestycyjnych w zakresie instrumentów finansowych (takich jak usługi maklerskie, doradztwo, obrót, zarządzanie portfelem, gwarantowanie emisji itp.) przez banki i firmy inwestycyjne oraz dotyczące prowadzenia rynków regulowanych przez operatorów rynku, przy odnośnych uprawnieniach i obowiązkach właściwych organów krajowych.

Nadrzędnym celem jest dalsze wzmacnianie integracji, konkurencyjności oraz efektywności rynków finansowych UE. Dyrektywa zniósła możliwość nakładania przez państwa członkowskie wymogu, aby cały obrót instrumentami finansowymi odbywał się na konkretnych giełdach oraz umożliwiła swobodną ogólnoeuropejską konkurencję między tradycyjnymi giełdami i alternatywnymi systemami obrotu. Ponadto dała ona bankom i firmom inwestycyjnym rozszerzony „paszport” umożliwiający świadczenie usług inwestycyjnych na obszarze UE pod warunkiem spełnienia wymogów zarówno organizacyjnych, jak i sprawozdawczych oraz zapewnienia kompleksowej ochrony inwestorów.

Po upływie 3,5 roku dyrektywa przyniosła wzmoczoną konkurencję między systemami obrotu instrumentów finansowych, jak również większy wybór usługodawców i instrumentów finansowych dla inwestorów, przy czym osiągnięcia te zostały spotęgowane dzięki postępowi technologicznemu. Ogólnie rzecz biorąc, zmalały koszty transakcyjne, a zwiększył się stopień integracji. Dostrzeżono jednak pewne problemy.

### 1.1. Brak równych warunków działania dla rynków i uczestników rynków

Wdrożenie MiFID w połączeniu ze skutkami postępu technologicznego diametralnie zmieniło strukturę rynków finansowych w całej Europie, szczególnie w odniesieniu do udziałowych instrumentów finansowych, powodując ewolucję zachowań uczestników rynków w sposób będący odbiciem tych zmian.

Po pierwsze, mimo świadczenia porównywalnych usług dla rynków regulowanych, MTF mogą w praktyce podlegać mniej rygorystycznemu systemowi regulacyjnemu i nadzorczemu. Ponadto pojawiły się nowe systemy obrotu i struktury rynkowe, takie jak maklerskie systemy łączenia popytu z podażą (broker crossing systems) oraz platformy obrotu instrumentami pochodnymi, które prowadzą działalność podobną do MTF lub podmiotów systematycznie internalizujących transakcje, nie podlegając tym samym wymogom regulacyjnym (przejrzystość i ochrona inwestorów).

Ponadto gwałtowne zmiany technologiczne, w szczególności rozwój automatycznych systemów transakcyjnych oraz transakcji wysokiej częstotliwości (HFT), budzą obawy co do ewentualnych nowych zagrożeń dla prawidłowego funkcjonowania rynków, tym bardziej, że nie wszystkie podmioty wykorzystujące transakcje wysokiej częstotliwości podlegają procedurze uzyskania zezwolenia i nadzorowi na mocy MiFID.

Po trzecie, wzrost obrotu udziałowymi instrumentami finansowymi na rynku pozagiełdowym wzbudził obawy niektórych krajowych organów nadzoru co do jakości procesu kształtowania cen na giełdach oraz ich reprezentatywności. Dodatkowo państwa G-20 uzgodniły

przeniesienie obrotu standaryzowanymi instrumentami pochodnymi z rynku pozagiełdowego na giełdy lub, w stosownym przypadku, elektroniczne platformy obrotu.

## **1.2. Trudności MŚP w dostępie do rynków finansowych**

Małe i średnie przedsiębiorstwa zmagają się z większymi trudnościami i kosztami niż więksi emitenci przy pozyskiwaniu kapitału z rynków udziałowych instrumentów finansowych. Trudności te związane są z brakiem widoczności rynków MŚP, brakiem płynności rynkowej dla akcji MŚP oraz wysokimi kosztami pierwszej oferty publicznej.

## **1.3. Brak przejrzystości dla uczestników rynku**

Pojawiły się pewne obawy, że system przejrzystości ustanowiony w MiFID jest niedostateczny dla uczestników rynku, zarówno na rynkach instrumentów udziałowych, jak i nieudziałowych.

W przypadku rynków instrumentów udziałowych rozwój obrotu elektronicznego ułatwił generowanie ukrytej płynności oraz wykorzystywanie anonimowych zleceń stosowanych przez uczestników rynku w celu zminimalizowania kosztów rynkowych. Szersze korzystanie z ukrytych zasobów pieniężnych powoduje jednak problemy regulacyjne, ponieważ w ostatecznym rozrachunku może ono wpłynąć na jakość mechanizmu ujawniania cen na rynkach „jawnych”. Uczestnicy rynku oraz organy nadzoru wyrazili swoje zaniepokojenie opóźnieniami w podawaniu do wiadomości publicznej informacji dotyczących obrotu na rynkach instrumentów udziałowych.

W przypadku rynków instrumentów nieudziałowych w MiFID nie ujęto wymogów w zakresie przejrzystości i są one regulowane jedynie na szczeblu krajowym. Wymogi krajowe nie zawsze są uznawane za dostateczne.

Ponadto istnieje problem jakości, formy i kosztów informacji, jak również trudności w konsolidacji informacji. Jeżeli zagadnienia te nie zostaną w pełni podjęte, mogą one podważyć nadrzędne cele MiFID w zakresie przejrzystości, konkurencji między dostawcami usług finansowych oraz ochrony inwestorów.

## **1.4. Brak przejrzystości dla organów regulacyjnych i niedostateczne uprawnienia nadzorcze w kluczowych obszarach**

Większa obecność inwestorów finansowych na rynkach towarowych, zwłaszcza na niektórych głównych rynkach towarowych instrumentów pochodnych stanowiących punkt odniesienia (np. rynkach ropy i produktów rolnych), mogła doprowadzić do nadmiernych wzrostów cen i wahań. W przypadku instrumentów pochodnych, a szczególnie towarowych instrumentów pochodnych, nie istnieje nadzór nad pozycjami i zarządzaniem nimi, który to nadzór mógłby przeciwdziałać zakłóceniom na rynkach i szkodom dla inwestorów. Brak jasności i spójności ram regulacyjnych dotyczących uprawnień do emisji wywiera niekorzystny wpływ na integralność rynków i ochronę inwestorów na kasowych rynkach wtórnych, na których odbywa się obrót uprawnieniami do emisji.

Istniejące wymogi w zakresie zgłaszania transakcji nie zapewniają właściwym organom pełnego obrazu rynku ze względu na swój zbyt wąski zakres (np. instrumenty finansowe będące przedmiotem obrotu wyłącznie na rynku pozagiełdowym nie są obecnie objęte obowiązkiem zgłaszania) i zbytne zróżnicowanie.

Doświadczenia, zwłaszcza w trakcie kryzysu finansowego, pokazały, że brak jest uprawnień umożliwiających zakazanie lub ograniczenie obrotu produktem, jego dystrybucji lub świadczenia usługi w przypadku niekorzystnych zmian bądź ograniczeń, jak również uprawnień dochodzeniowych lub sankcji.

### **1.5. Niedostateczna ochrona inwestorów**

MiFID zawiera obecnie szereg przepisów powodujących, że inwestorzy nie korzystają z dostatecznego lub właściwego poziomu ochrony. W efekcie może dojść do niewłaściwej sprzedaży produktów finansowych, które nie są odpowiednie dla określonych inwestorów albo inwestorzy mogą dokonać wyborów inwestycyjnych, które nie są dla nich optymalne.

Po pierwsze, w MiFID nie ujęto w sposób równy dostawców usług, a niektóre firmy inwestycyjne i niektóre produkty, na przykład lokaty strukturyzowane, nie zostały ujęte lub zostały ujęte w sposób nie dość jasny.

Po drugie, brak jest pewności co do szeregu usług świadczonych na rzecz inwestorów, na przykład co do zakresu usług polegających tylko na realizacji zlecenia, jakości doradztwa inwestycyjnego czy ram dotyczących zwolnień podatkowych. W tym ostatnim przypadku przepisy MiFID w zakresie ujawniania zachęt od stron trzecich nie zawsze okazywały się dość jasne bądź właściwie sformułowane z punktu widzenia inwestorów.

Po trzecie, przypadki niewłaściwej sprzedaży stworzyły problemy w zakresie świadczenia usług na rzecz klientów niedetalicznych oraz klasyfikacji klientów.

Wreszcie, brak danych na temat jakości realizacji zleceń może naruszyć zdolność firm inwestycyjnych do wyboru najlepszego systemu dla realizacji transakcji na rzecz klienta.

### **1.6. Słabości w niektórych obszarach organizacji, procedur, kontroli ryzyka i oceny uczestników rynku**

Problem ten ma dwa zasadnicze wymiary. Po pierwsze, jest to niedostateczna rola dyrektorów oraz niedostateczne uzgodnienia organizacyjne na potrzeby wprowadzania nowych produktów, działań operacyjnych i usług, a także wady funkcji kontroli wewnętrznej ujawnione w wyniku ostatnich wydarzeń. Po drugie, jest to brak konkretnych wymogów organizacyjnych na potrzeby zarządzania portfelem, gwarantowania emisji oraz plasowania papierów wartościowych, co znalazło swój wyraz w licznych skargach klientów zarejestrowanych w różnych państwach członkowskich.

### **1.7. Przeszkody utrudniające konkurencję w zakresie infrastruktury rozliczeniowej**

Zmiany w zakresie sposobu łączenia się systemów obrotu w UE z dostawcami usług rozliczeniowych ujawniły i wywołały szereg przeszkód utrudniających skuteczną konkurencję transgraniczną. O ile nadal przedmiotem sporów są zalety i względne mocne strony pionowo zintegrowanych platform obrotu i platform rozliczeniowych z jednej strony oraz poziomo zorientowanych izb rozliczeniowych oferujących usługi na rzecz wielu platform obrotu z drugiej strony, przeszkody te utrudniły konkurencję na obszarze całej Unii na poziomie platform obrotu, która otworzyła się dzięki MiFID.

## 2. ANALIZA ZASADY POMOCNICZOŚCI

Większość zagadnień uwzględnionych w przeglądzie jest już dzisiaj objęta wspólnotowym dorobkiem prawnym oraz MiFID. Ponadto rynki finansowe mają charakter transgraniczny, który jest wpisany w ich naturę i coraz bardziej się poszerza. Rynki międzynarodowe wymagają, aby w największym możliwym stopniu istniały na nich międzynarodowe przepisy. Warunki konkurowania firm i operatorów w takim kontekście, bez względu na to, czy dotyczy to zasad przejrzystości przed- i posttransakcyjnej, ochrony inwestorów czy oceny i kontroli ryzyka przez uczestników rynku, muszą być wspólne dla różnych krajów i stanowią one obecnie główny element MiFID. W niektórych obszarach, w których dyrektywa pozwala na to, państwa członkowskie wprowadziły już bardziej rygorystyczne wymogi. Oznacza to jednak, że zajęły się one problemami jedynie we własnych granicach. Nieskoordynowane działania nie przyczyniłyby się do osiągnięcia równych reguł gry i równych poziomów ochrony inwestorów/integralności rynku. Niezbędne są działania na szczeblu europejskim celem aktualizacji i modyfikacji ram regulacyjnych ustanowionych przez MiFID, tak aby uwzględnić zmiany, które zaszły na rynkach finansowych od jej wdrożenia.

Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (EUNGiPW) powinien również odgrywać kluczową rolę we wdrażaniu nowych wniosków ustawodawczych. Jednym z celów stworzenia europejskiego urzędu jest dalsze wzmocnienie funkcjonowania jednolitego rynku dla rynków papierów wartościowych; na szczeblu Unii niezbędne są nowe przepisy, dzięki którym EUNGiPW zyska wszystkie stosowne uprawnienia.

## 3. CELE

W świetle analizy powyższego problemu ogólne cele przeglądu MiFID to: wzmocnienie zaufania inwestorów, zmniejszenie ryzyka zakłóceń na rynku i ryzyka systemowego, zwiększenie efektywności rynków finansowych przy jednoczesnym zmniejszeniu zbędnych kosztów dla uczestników.

Osiągnięcie tych celów ogólnych wymaga realizacji następujących szczegółowych celów polityki:

- (1) zapewnienie równych warunków działania dla uczestników rynku;
- (2) zwiększenie przejrzystości rynku dla uczestników rynku;
- (3) wzmocnienie przejrzystości wobec organów regulacyjnych oraz uprawnień organów regulacyjnych w głównych obszarach oraz zwiększenie koordynacji na szczeblu europejskim;
- (4) zwiększenie ochrony inwestorów;
- (5) wyeliminowanie słabości organizacyjnych oraz nadmiernej skłonności do podejmowania ryzyka lub braku kontroli ze strony firm inwestycyjnych oraz operatorów rynku.

#### 4. WARIANTY STRATEGICZNE

Liczba wariantów strategicznych branż pod uwagę w ramach przeglądu jest bardzo znaczna.

W przypadku pierwszego celu ogólnego warianty obejmują odpowiednie uregulowanie wszystkich struktur rynkowych przy uwzględnieniu potrzeb mniejszych uczestników, takich jak MŚP, jak również nowych technologii obrotu. Obejmuje to różne sposoby wzmocnienia ram regulacyjnych dla istniejących systemów obrotu, wymogi dotyczących uzyskiwania zezwoleń oraz możliwość stworzenia nowej kategorii systemu obrotu, zwanej zorganizowaną platformą obrotu (OTF), co miałoby zastosowanie do tej części obrotu instrumentami udziałowymi, która obecnie odbywa się za pośrednictwem maklerskich systemów łączenia popytu z podażą (broker crossing systems) oraz do obrotu instrumentami pochodnymi w innych formach. Jeżeli chodzi o MŚP, dwa wybrane warianty polegają na wprowadzeniu dostosowanego do potrzeb systemu dla rynków MŚP lub na wspieraniu inicjatywy branżowej zmierzającej do zwiększenia widoczności tych rynków. Jeżeli chodzi o technologię, nacisk położono na lepszą kontrolę użytkowników tych systemów oraz metod wykorzystywanych przez nich w celu uzyskania dostępu do rynków.

Jeżeli chodzi o drugi cel ogólny, warianty polegające na zwiększeniu przejrzystości obrotu obejmują dostosowanie obecnych wymogów do instrumentów udziałowych oraz ustanowienie nowych wymogów w nowych formach dla rynków instrumentów nieudziałowych. Dodatkowo rozważa się kilka wariantów zmierzających do obniżenia kosztu danych rynkowych oraz poprawy dostępu do tych danych za pośrednictwem skonsolidowanego systemu rejestrowania transakcji.

W przypadku trzeciego celu, uprawnienia organów regulacyjnych można wzmocnić poprzez wprowadzenie różnych środków takich jak system udzielania zezwoleń na prowadzenie nowych rodzajów działalności, system zarządzania pozycjami i wzmocnienia ich w ramach różnych planów funkcjonujących w ramach systemu sankcjonowania. Harmonizację warunków dla systemu obejmującego strony trzecie można przeprowadzić za pomocą różnych środków prawnych, a ponadto przedstawiono kilka wariantów rozszerzenia zakresu zgłaszania transakcji i udoskonalenia kanałów wykorzystywanych do zgłaszania informacji. Obszarem szczególnej uwagi są rynki towarowych instrumentów pochodnych w aspekcie ustanowienia odmiennych mechanizmów zapewniających lepszą kontrolę wahań na tych rynkach, a także graczy działających na tych rynkach i ich działalności.

Jeżeli chodzi o czwarty cel, wzmocnienie ochrony inwestorów obejmuje kilka wariantów koncentrujących się na konkretnych obszarach usług takich jako doradztwo inwestycyjne czy produkty złożone, dla których można zastosować bardziej rygorystyczne ramy oraz zwiększone wymogi informacyjne.

Ostatni cel można podjąć w drodze różnych polityk polegających na wzmocnieniu ładu korporacyjnego, bardziej rygorystycznych wymogach dotyczących organizacji konkretnych usług, takich jak zarządzanie portfelem, oraz na większym zharmonizowaniu systemu archiwizacji telefonicznej elektronicznej.

## 5. OCENA WPLYWU PREFEROWANYCH WARIANTÓW

Różne warianty polityki zbadano pod kątem kryteriów skuteczności i efektywności w osiąganiu powiązanych celów. Porównanie wariantów strategicznych prowadzi do następujących wniosków:

Dla pierwszego wniosku ogólnego pierwszym głównym preferowanym wariantem jest stworzenie systemu OTF mającego trzy cele: (i) ustanowienie właściwych ram regulacyjnych dla maklerskich systemów łączenia popytu z podażą działających na rynkach udziałowych papierów wartościowych, (ii) ustanowienie właściwych ram regulacyjnych dla różnych typów systemów obrotu, które nie podlegają obecnie regulacjom dotyczącym systemów obrotu, oraz (iii) zapewnienie ram, które byłyby na tyle dynamiczne, aby objąć przyszłe systemy obrotu i rozwiązania mogące pojawić się w przyszłości. Drugie główne preferowane rozwiązanie to dalsze regulacje dotyczące firm prowadzących obrót zautomatyzowany oraz samych operatorów rynku, szczególnie pod względem właściwego zarządzania ryzykiem i zabezpieczeń operacyjnych. Odrzucono kilka wariantów, które ograniczyłyby działalność w zakresie transakcji wysokiej częstotliwości (HFT), wywierając niekorzystny wpływ na płynność rynku, jak np. narzucenie minimalnego okresu, podczas którego zlecenia musiałyby pozostawać w arkuszu zleceń. Jeżeli chodzi o MŚP, odrzucono inicjatywę branżową jako zbyt kosztowną wobec swoich ograniczonych potencjalnych korzyści.

W przypadku drugiego celu preferowanym wariantem jest połączenie uproszczenia istniejącego systemu zapewniającego przejrzystość na rynkach udziałowych instrumentów finansowych z wprowadzeniem zindywidualizowanego systemu przejrzystości, który zostanie dostosowany do poszczególnych typów nieudziałowych instrumentów finansowych (tzn. rynków obligacji i instrumentów pochodnych). W ten sposób powinna zostać osiągnięta odpowiednia równowaga między przejrzystością a płynnością.

Jeżeli chodzi o uprawnienia organów regulacyjnych oraz spójność praktyki nadzorczej, głównym preferowanym wariantem jest połączenie możliwości zakazania nowych usług i produktów z systemem zarządzania pozycjami. Wzmocni to uprawnienia organów regulacyjnych tak, aby uwzględnić sytuacje zagrożenia w odniesieniu do ochrony inwestorów, stabilności rynku lub ryzyka systemowego. Ponadto zacieśnienie współpracy między organami regulacyjnymi odpowiedzialnymi za rynki surowców naturalnych i produktów finansowych przyczyni się do większego uporządkowania i stabilności rynków towarowych instrumentów pochodnych.

Jeżeli chodzi o przejrzystość wobec organów regulacyjnych, główną preferowaną drogą jest połączenie rozszerzonego zakresu zgłaszania transakcji z udoskonaleniami w zakresie ich zgłaszania dzięki ustanowieniu zatwierdzonych mechanizmów zgłaszania (ARM), co pozwoli organom regulacyjnym na znacznie szersze zakrojone monitorowanie rynków, a to będzie prowadzić do wzmocnienia integralności rynku.

Na rynkach towarowych instrumentów pochodnych nowy system zgłaszania pozycji wraz z przeglądem zwolnień, z których korzystały niektóre podmioty zawierające transakcje towarowe, zwiększy przejrzystość zarówno wobec organów regulacyjnych, jak i społeczeństwa, umożliwiając im lepszą ocenę skutków napływu inwestycji finansowych dla mechanizmu kształtowania cen oraz dla powiązanych z tym wahań cen.

Wreszcie, rozszerzenie stosowania MiFID na wtórny obrót uprawnieniami do emisji na rynku kasowym zapewni odpowiednie uregulowanie i nadzór kasowego rynku emisji dwutlenku



węgla i zapewni spójność ram regulacyjnych dla rynku surowców naturalnych oraz rynku instrumentów pochodnych oraz dla rynku pierwotnego i wtórnego.

Jeżeli chodzi o czwarty cel, wybrane warianty przede wszystkim poszerzą zakres uregulowań w odniesieniu do produktów, usług i usługodawców oraz wzmocnią ochronę inwestorów, zapewniając właściwe uwzględnienie dostawców usług inwestycyjnych (tzn. drobni doradcy inwestycyjni obecnie podlegający wyłączeniu w ramach MiFID będą musieli podlegać analogicznym krajowym przepisom dotyczącym prowadzenia działalności) oraz produktów (tzn. lokat strukturyzowanych). Ponadto zawężony zostałby wykaz produktów złożonych, które mogą podlegać sprzedaży wyłącznie na zasadzie realizacji zlecenia klienta, a wymogi w zakresie przekazywania informacji klientom zostałyby zaostrzone. Odrzucono wariant polegający na całkowitym usunięciu systemu polegającego na wyłącznej realizacji zlecenia klienta jako powodujący nadmierne zakłócenia i zbyt kosztowny dla niektórych kategorii klientów mających dobrą znajomość zagadnień finansowych. Jakość doradztwa inwestycyjnego poprawiłaby się dzięki precyzyjnemu określeniu warunków świadczenia niezależnych usług doradczych. Wreszcie, zakaz zwolnień podatkowych dotyczących niezależnego doradztwa inwestycyjnego i usług w zakresie zarządzania portfelem wyeliminuje nieodłączny konflikt interesów firm świadczących te usługi, umożliwiając podniesienie jakości usług świadczonych na rzecz inwestorów.

W odniesieniu do ostatniego celu, preferowany wariant jest połączeniem wzmocnienia roli dyrektorów w firmach, zwłaszcza w zakresie wewnętrznych funkcji kontrolnych, oraz szczególnych wymogów organizacyjnych w zakresie zarządzania portfelem i gwarantowania emisji, które są głównymi obszarami ochrony inwestorów i integralności rynku, przyczyniając się do istnienia w Europie spójniejszych ram. Wprowadzenie nowej, odrębnej wewnętrznej funkcji obsługi skarg klientów zostało natomiast odrzucone jako zbyt uciążliwe i niedostatecznie elastyczne.

## **6. MONITOROWANIE I OCENA**

Komisja będzie obserwować, w jaki sposób państwa członkowskie stosują zmiany zaproponowane w inicjatywie ustawodawczej w sprawie rynków instrumentów finansowych. Ocena skutków stosowania środka ustawodawczego może nastąpić trzy lata po terminie transpozycji środka ustawodawczego, w kontekście sprawozdania dla Rady i Parlamentu. Może się to odbywać w oparciu o różne sprawozdania zawierające ocenę praktycznych skutków różnych środków regulacyjnych przewidzianych wyżej.