



KOMISJA
EUROPEJSKA

Bruksela, dnia 19.10.2017 r.
COM(2017) 604 final

SPRAWOZDANIE KOMISJI DLA PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY

**na podstawie art. 29 ust. 3 rozporządzenia (UE) 2015/2365 z dnia 25 listopada 2015 r.
w sprawie przejrzystości transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych
i ponownego wykorzystania oraz zmiany rozporządzenia (UE) nr 648/2012**

SPRAWOZDANIE KOMISJI DLA PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY

**na podstawie art. 29 ust. 3 rozporządzenia (UE) 2015/2365 z dnia 25 listopada 2015 r.
w sprawie przejrzystości transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych
i ponownego wykorzystania oraz zmiany rozporządzenia (UE) nr 648/2012**

1. WPROWADZENIE

Rozporządzenie (UE) 2015/2365 w sprawie przejrzystości transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych i ponownego wykorzystania („rozporządzenie w sprawie transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych”) ma na celu lepsze zrozumienie skutków działalności parabankowej (działalności kredytowej instytucji niebędących bankami) i ograniczenie ryzyka, jakie stwarzają transakcje finansowane z użyciem papierów wartościowych.

Transakcje finansowane z użyciem papierów wartościowych są zabezpieczonymi transakcjami finansowania lub zabezpieczonymi transakcjami udzielania pożyczki, co oznacza tymczasową wymianę aktywów, przy czym jedna część transakcji służy jako gwarancja (zabezpieczenie). Umowy z udzielonym przyrzeczeniem odkupu (umowy repo) stanowią najważniejszą kategorię transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych w zakresie pozostających kwot należnych i obrotu. Zasadniczo stoi za nimi potrzeba pożyczenia środków pieniężnych. Z punktu widzenia pożyczkobiorcy transakcja polega na sprzedaży papierów wartościowych za środki pieniężne, przy czym jednocześnie zostaje z góry uzgodniony odkup papierów wartościowych po uprzednio ustalonej cenie. Sprzedane papiery wartościowe służą jako zabezpieczenie dla kupującego (podmiotu udzielającego środków pieniężnych) w transakcji repo. Transakcje udzielania pożyczek papierów wartościowych, druga co do wielkości kategoria transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych, wynikają głównie z popytu rynkowego na konkretne papiery wartościowe, np. do celów krótkiej sprzedaży lub rozrachunku. W przypadku tego rodzaju transakcji jeden kontrahent udziela pożyczki papierów wartościowych za opłatą z zabezpieczeniem w postaci środków pieniężnych lub innych papierów wartościowych złożonych przez innego kontrahenta.

Transakcje finansowane z użyciem papierów wartościowych umożliwiają uczestnikom rynku będącym i niebędącym bankami dostęp do krótkoterminowego zabezpieczonego finansowania/udzielania zabezpieczonych pożyczek krótkoterminowych, tym samym tworząc możliwości inwestycji i finansowania o niskim ryzyku. Transakcje finansowane z użyciem papierów wartościowych są zatem integralną częścią obecnego środowiska finansowego. Dobrze funkcjonujące rynki transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych mają decydujące znaczenie dla przepływu środków pieniężnych i papierów wartościowych między uczestnikami rynku, tj. między instytucjami finansowymi i niefinansowymi. Wspomagają one również opracowywanie informacji na temat przyszłych cen rynkowych na podstawie rynków terminowych oraz płynność rynku wtórnego w odniesieniu do różnego rodzaju papierów wartościowych, a także ułatwiają wdrażanie strategii w zakresie zarządzania

ryzykiem i zarządzania zabezpieczeniem¹. Co więcej, w szczególności rynki odkupu odgrywają integralną rolę w operacjach z zakresu polityki pieniężnej prowadzonych przez europejskie banki centralne. Transakcje finansowane z użyciem papierów wartościowych mogą jednak umożliwić narastanie dźwigni finansowej i procykliczności, co miało miejsce w czasie kryzysu finansowego w latach 2007–2008. Transakcje finansowane z użyciem papierów wartościowych umacniają również powiązania między różnymi rodzajami uczestników rynku, w związku z czym mogą prowadzić do wzrostu ryzyka wystąpienia finansowego efektu domina.

Na szczeblu światowym za identyfikację tego rodzaju elementów ryzyka oraz za opracowanie zaleceń mających na celu skoordynowane eliminowanie tych elementów na poziomie międzynarodowym odpowiedzialna jest Rada Stabilności Finansowej. W sierpniu 2013 r. Rada Stabilności Finansowej przyjęła ramy polityki² w zakresie eliminowania elementów ryzyka związanych z działalnością parabankową w dziedzinie transakcji udzielania pożyczek papierów wartościowych i transakcji repo. Ramy te, zatwierdzone we wrześniu 2013 r. przez przywódców grupy G-20, obejmują zbiór zaleceń z zakresu polityki. Szereg tych zaleceń ma na celu zwiększenie przejrzystości rynków transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych poprzez składanie częstych i szczegółowych sprawozdań do celów regulacyjnych. Odpowiedzią na te zalecenia na szczeblu UE jest rozporządzenie w sprawie transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych.

W listopadzie 2015 r. Rada Stabilności Finansowej poszerzyła swoje zalecenia z zakresu polityki³ o ramy regulacyjne dotyczące tzw. redukcji wartości transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych rozliczanych niecentralnie. Redukcja wartości jest zniżką stosowaną do wartości zapewnionego zabezpieczenia w celu uwzględnienia ryzyka rynkowego. Redukcja wartości ma na celu zapobieganie stosowaniu nadmiernej dźwigni finansowej oraz ograniczenie ryzyka koncentracji i ryzyka niewykonania zobowiązania.

2. CEL SPRAWOZDANIA I INFORMACJE OD ZAINTERESOWANYCH STRON

Na podstawie art. 29 ust. 3 rozporządzenia w sprawie transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych Komisji jest zobowiązana do sporządzenia sprawozdania „na temat postępów działań międzynarodowych służących ograniczaniu ryzyk związanych z transakcjami finansowanymi z użyciem papierów wartościowych, łącznie z zaleceniami RSF dotyczącymi redukcji wartości w odniesieniu do nierozliczanych centralnie transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych, a także na temat stosowności tych zaleceń dla rynków unijnych”.

Aby osadzić zalecenia Rady Stabilności Finansowej w kontekście i wypełnić zobowiązanie Komisji podkreślone w jej komunikacie w sprawie zaproszenia do zgłaszania uwag⁴,

¹ Rada Stabilności Finansowej, *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking*, 29 sierpnia 2013 r., http://www.fsb.org/2013/08/r_130829c/

² Tamże.

³ Rada Stabilności Finansowej, *Transforming Shadow Banking into Resilient Market-based Finance*, 12 listopada 2015 r., <http://www.fsb.org/2015/11/regulatory-framework-for-haircuts-on-non-centrally-cleared-securities-financing-transactions-2/>

⁴ COM(2016) 855 final.

w niniejszym sprawozdaniu przedstawiono również krótką ocenę europejskich rynków transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych.

Zgodnie z wymogami określonymi w rozporządzeniu w sprawie transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) we współpracy z Europejskim Urzędem Nadzoru Bankowego (EUNB) i Europejską Radą ds. Ryzyka Systemowego (ERRS) przedstawił sprawozdanie⁵, w którym oceniono:

- czy stosowanie transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych prowadzi do narastania znaczącej dźwigni finansowej, którego nie objęto istniejącymi regulacjami;
- dostępne możliwości zaradzenia takiemu narastaniu w stosownych przypadkach;
- czy wymagane są dalsze środki służące zmniejszeniu procykliczności tej dźwigni finansowej.

Co więcej, podczas sporządzania niniejszego sprawozdania uwzględniono szereg innych dokumentów dotyczących polityki oraz opinii, w szczególności wspomniane powyżej dokumenty Rady Stabilności Finansowej oraz sprawozdania ERRS⁶⁷ i Banku Rozrachunków Międzynarodowych (BIS)⁸.

3. RYNKI TRANSAKCJI FINANSOWANYCH Z UŻYCIEM PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

3.1. FUNKCJONOWANIE EUROPEJSKICH RYNKÓW TRANSAKCJI FINANSOWANYCH Z UŻYCIEM PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

Rynki transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych odgrywają zasadniczą rolę w dzisiejszym systemie finansowym, wspomagając uczestników rynku pod względem ich potrzeb w zakresie zabezpieczonego finansowania i zabezpieczenia. Transakcje repo są szczególnie ważne dla funkcjonowania rynków międzybankowych, stanowiąc alternatywę dla niezabezpieczonego międzybankowego udzielania kredytów i niezabezpieczonych międzybankowych lokat terminowych na pokrycie kosztów rezerw i zarządzanie zapotrzebowaniem na płynność.

Znaczenie ograniczania ryzyka kontrahenta wzrosło od czasu kryzysu finansowego, prowadząc do zwiększonego popytu na zabezpieczenie ze strony uczestników rynku. Z tego względu nastąpiło gwałtowne przejście od rynków pożyczek niezabezpieczonych do rynków pożyczek zabezpieczonych. W 2015 r. obrót na rynku pożyczek zabezpieczonych był 10-krotnie wyższy niż obrót na rynku pożyczek niezabezpieczonych w porównaniu z 2008 r.,

⁵ ESMA, *Report on securities financing transactions and leverage in the EU*, 4 października 2016 r., <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-reports-shadow-banking-leverage-and-pro-cyclicality>

⁶ ERRS, *Opinion to ESMA on securities financing and leverage*, 4 października 2016 r., https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/20161004_esrbopinion.en.pdf?

⁷ ERRS, *The macroprudential use of margins and haircuts*, 16 lutego 2017 r., https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/170216_macroprudential_use_of_margins_and_haircuts.en.pdf?8115a0e7c89b631df250abdcf9ad008a

⁸ BIS, *CGFS Papers No 59 Repo market functioning*, 12 kwietnia 2017 r., <https://www.bis.org/publ/cgfs59.pdf>

w którym czynnik ten wynosił jeszcze 1,6⁹. Pod względem wielkości rynku pozostające kwoty należne na europejskich rynkach odkupu wynosiły 5,6 bln EUR, co odpowiada z grubsza 13 % łącznych aktywów banków UE lub 25 % zaległych obligacji i notowanych udziałów denominowanych w euro¹⁰.

Transakcje repo nie tylko ułatwiają uzyskanie zabezpieczonego finansowania. Inwestorzy instytucjonalni i kontrahenci niefinansowi korzystają z rynków odkupu, aby przechowywać środki pieniężne i mieć zysk w postaci odsetek. Ponadto uczestnicy rynku będący i niebędący bankami często poszukują możliwości uzyskania papierów wartościowych, których mogą użyć jako zabezpieczenia transakcji finansowych niezwiązanego z pożyczaniem środków pieniężnych. Można to osiągnąć dzięki transakcjom z otrzymanym przyrzeczeniem odkupu, które oznaczają rzeczywistą sprzedaż i odsprzedaż aktywów finansowych, lub dzięki transakcjom udzielania pożyczek papierów wartościowych, które stanowią kolejną istotną kategorię transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych. Transakcje finansowane z użyciem papierów wartościowych od dawna stosuje się jako źródło papierów wartościowych, np. w celu dokonania krótkiej sprzedaży. Zwiększone zabezpieczenie transakcji na instrumentach pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, w tym przejście do rozliczania za pośrednictwem kontrahenta centralnego (CCP), spowodowało ściślejsze powiązanie kontraktów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym z dostępnością zabezpieczenia. Uczestnicy rynku biorący udział w transakcjach na instrumentach pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym będą często dokonywać transakcji repo na papierach wartościowych w celu uzyskania środków pieniężnych potrzebnych do spełnienia wymogów dotyczących depozytu zabezpieczającego, natomiast CCP mogą wykorzystać transakcje z otrzymanym przyrzeczeniem odkupu, aby przechowywać zabezpieczenie gotówkowe, co skutkuje dodatkowym obustronnym popytem na rynku odkupu.

Od niedawna na rynku odkupu obserwuje się istotne zmiany. Według zainteresowanych stron popyt na papiery wartościowe wykorzystywane jako zabezpieczenie znacząco rósł, natomiast podaż wysokiej jakości zabezpieczenia spadała, przynajmniej w pewnych okresach. Wyraźnie wskazują na to wyższe pozostające kwoty należne w przypadku transakcji z otrzymanym przyrzeczeniem odkupu niż w przypadku zwykłych transakcji repo, a w szczególności wyższe premie za szczególne zabezpieczenie¹¹.

Kryzys zadłużeniowy mógł mieć wpływ na podaż aktywów ze względu na pogorszenie jakości kredytowej niektórych obligacji państwowych, których uczestnicy rynku nie uważają już za wysokiej jakości zabezpieczenie. Uczestnicy rynku uważają również prowadzony przez ESBC program zakupu aktywów, w szczególności obligacji państwowych, za program przyczyniający się do niedoboru wysokiej jakości zabezpieczenia oraz do niskiego kosztu finansowania w EUR w porównaniu z finansowaniem w USD. Wspomniany koszt może mieć

⁹ Ankieta EBC dotycząca rynku pieniężnego

https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/money_market/html/index.en.html

¹⁰ Ankieta stowarzyszenia ICMA dotycząca rynku pieniężnego

<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Market-Info/Repo-Market-Surveys/No.-32-December-2016/RepoSurvey-140217.pdf>

¹¹ Tamże.

pośredni wpływ na popyt na papiery wartościowe, ponieważ w ten sposób wymiana USD na EUR jest opłacalna, a zyski inwestuje się w aktywa denominowane w EUR. Znaczenie ma także pozycja rynkowa w konkretnym momencie: wzrost w zakresie pozycji krótkich powoduje również większy popyt na papiery wartościowe.

Ponadto zainteresowane strony twierdzą, że oprócz polityki makroekonomicznej, na działalność na rynkach zabezpieczeń wpływ może mieć także regulacja. Oprócz wymogów rozliczania centralnego, które doprowadziły do ogólnego wzrostu popytu na zabezpieczenie, uczestnicy rynku często wymieniają pakiet Bazylea III jako czynnik przekształcający i nadający nowy kształt strukturze rynków odkupu. Uważa się, że wskaźnik dźwigni, wymogi kapitałowe z tytułu ryzyka, wskaźnik pokrycia wypływów netto i wskaźnik stabilnego finansowania netto mają skumulowany wpływ na płynność na rynkach odkupu. Każdy z wymienionych elementów uważa się za ograniczający działalność na rynku odkupu lub za zwiększający koszt tej działalności.

Ostatnio pojawiły się oznaki napięcia na rynkach odkupu, zwłaszcza w okresie zbliżania się terminów składania sprawozdań zgodnie z wymogami regulacyjnymi: pod koniec 2016 r. i w bardziej ograniczonym zakresie pod koniec każdego kwartału niektóre instytucje finansowe tymczasowo ograniczyły działalność na rynkach odkupu lub wycofały się z niej. W niektórych przypadkach braki w podaży wysokiej jakości zabezpieczenia były tak wyraźne, że chociaż uczestnicy rynku spodziewali się ich, to w konkretnych okresach doprowadziły one do gwałtownych wzrostów premii od niewystarczającego zabezpieczenia. Trudno jest ustalić, czy miało to wpływ na szerzej rozumiane ceny rynkowe obligacji i płynność – do tej pory wydaje się, że wpływ ten był bardzo ograniczony i krótkotrwały.

3.2. DŹWIGNIA FINANSOWA I WARIANTY PRZECIWDZIAŁANIA JEJ NARASTANIU

Dzięki ułatwieniu wzrostu akcji kredytowej transakcje finansowane z użyciem papierów wartościowych tworzą dźwignię finansową¹² inną niż system bankowy objęty regulacją ostrożnościową. Co więcej, reinwestycja zabezpieczenia gotówkowego i ponowne wykorzystanie zabezpieczenia niegotówkowego potencjalnie umożliwia uczestnikom rynku rekursywne stosowanie dźwigni finansowej w odniesieniu do ich pozycji¹³. W niektórych sytuacjach może to doprowadzić do narastania nadmiernej dźwigni finansowej, co z kolei może stanowić ryzyko dla stabilności finansowej, w szczególności ze względu na ewentualne skutki w odniesieniu do procykliczności: zasadniczo wykorzystanie dźwigni finansowej przyczynia się do wzrostu bilansu podczas faz szybkiego wzrostu gospodarczego, a w okresie recesji gospodarczej presji na eliminowanie dźwigni finansowej¹⁴.

Trudno jest ocenić, w jaki sposób transakcje finansowane z użyciem papierów wartościowych przyczyniają się do narastania dźwigni finansowej, ponieważ brakuje szczegółowych danych (np. liczby transakcji z obowiązkiem uzupełnienia zabezpieczenia kredytowego, danych na temat reinwestycji i ponownego wykorzystania zabezpieczenia), a cele dokonywanych transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych potencjalnie mogą być różne.

¹² Dźwignia finansowa dotyczy wykorzystania środków pożyczonych w celu zakupu aktywów.

¹³ ERRS (2016), s. 5.

¹⁴ ESMA (2016), s. 48.

Wprowadzony rozporządzeniem w sprawie transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych obowiązek sprawozdawczy na szczeblu transakcji umożliwi organom generowanie tych danych w przyszłości, a także lepszą analizę konsekwencji transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych pod względem tworzenia dźwigni finansowej.

Jeżeli chodzi o zapobieganie narastaniu dźwigni finansowej, przede wszystkim należy zwrócić uwagę na fakt, że istnieją różne mierniki dźwigni finansowej. Przykładowo różnice między dźwignią finansową brutto a netto są istotne dla zrozumienia konsekwencji wykorzystywania dźwigni finansowej dla stabilności finansowej. Obecnie trwają w tej dziedzinie prace nad opracowaniem spójnych mierników dźwigni finansowej w jurysdykcjach i sektorach¹⁵.

Szereg elementów w unijnych ramach regulacyjnych dotyczących usług finansowych ma na celu ograniczenie dźwigni finansowej i procykliczności. Ma to zastosowanie szczególnie w sektorze bankowości, w którym obowiązuje pakiet Bazylea III¹⁶, nawet jeżeli niektóre środki w ramach tego pakietu wprowadzono niedawno i nie są one jeszcze w pełni wdrożone. Niektóre środki i wymogi mające na celu ograniczenie dźwigni finansowej mają także zastosowanie do zakładów ubezpieczeń, kontrahentów centralnych (CCP) i funduszy inwestycyjnych. W chwili obecnej nie istnieją ogólnounijne instrumenty mające ograniczać narastanie dźwigni finansowej we wszystkich sektorach finansowych.

Oprócz wyżej wymienionych środków sektorowych, w szczególnym kontekście transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych odpowiednimi narzędziami ograniczającymi narastanie dźwigni finansowej mogą być depozyty zabezpieczające i redukcje wartości, a zwłaszcza rekursywne wykorzystanie dźwigni finansowej. Rada Stabilności Finansowej opublikowała zalecenia w odniesieniu do redukcji wartości zabezpieczenia, które bardziej szczegółowo omówiono poniżej (zob. 4.6).

Chociaż ustalenie poziomu redukcji wartości może spowodować ograniczenie narastanie dźwigni finansowej, sama praktyka może potencjalnie wywołać skutki procykliczne. W okresach ożywienia uczestnicy rynku mogą obniżyć poziom redukcji wartości, ponieważ spodziewają się niższego poziomu ryzyka upłynnienia zabezpieczenia. W okresach recesji uczestnicy rynku mogą być skłonni do zwiększenia redukcji wartości, aby uwzględnić wyższą oczekiwaną zmienność upłynnienia zabezpieczenia¹⁷. Na obecnym etapie nie ma jednak

¹⁵ ESMA (2016), s. 49.

¹⁶ W dokumencie ESMA (2016), s. 25, wymieniono szereg instrumentów wdrożonych w ramach pakietu Bazylea III za pośrednictwem dyrektywy w sprawie wymogów kapitałowych (dyrektywa 2013/36/UE – CRD IV) i rozporządzenia (rozporządzenie (UE) nr 575/2013 – CRR). Środki te obejmują wyższe wymogi w zakresie pokrycia strat i wysokiej jakości kapitału; bardziej restrykcyjne wymogi kapitałowe w odniesieniu do ekspozycji na ryzyko kredytowe kontrahenta z tytułu instrumentów pochodnych i transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych; wprowadzenie wskaźnika dźwigni, wskaźnika pokrycia wpływów netto i wskaźnika stabilnego finansowania netto; oraz lepsze zarządzanie ryzykiem oraz lepsze struktury zarządzania i kompensat.

¹⁷ ERRS (2016), s. 10.

jednoznacznych dowodów na to, w jaki sposób i w jakim stopniu tego rodzaju zmiany redukcji wartości wpływają na ceny aktywów, dźwignię finansową i cykle finansowe¹⁸.

4. MIĘDZYNARODOWE WYSIŁKI NA RZECZ OGRANICZENIA RYZYKA TRANSAKCJI FINANSOWANYCH Z UŻYCIEM PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

4.1. KONTEKST

W sierpniu 2013 r.¹⁹ i w listopadzie 2015 r.²⁰ Rada Stabilności Finansowej opublikowała sprawozdania, w których określono zalecenia dotyczące ograniczenia zagrożeń dla stabilności finansowej w odniesieniu do transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych. Zalecenia te zasadniczo mają na celu:

- zwiększenie przejrzystości rynków finansowania z użyciem papierów wartościowych poprzez składanie częstych i szczegółowych sprawozdań do celów regulacyjnych oraz ujawnianie;
- wprowadzenie standardów regulacyjnych dotyczących reinwestycji zabezpieczenia gotówkowego;
- wprowadzenie zasad dotyczących rehypotekacji aktywów klienta;
- wprowadzenie standardów regulacyjnych dotyczących wyceny zabezpieczeń / zarządzania zabezpieczeniami; oraz
- wprowadzenie standardów jakościowych w odniesieniu do metod obliczania redukcji wartości zabezpieczenia oraz wdrożenie numerycznych dolnych pułapów redukcji wartości.

W kolejnych sekcjach opisano pokrótce zalecenia i oceniono stan ich wdrożenia zarówno na szczeblu unijnym, jak i na szczeblu międzynarodowym. W stosowanych przypadkach zasugerowano możliwe dalsze działania.

4.2. PRZEJRZYSTOŚĆ RYNKÓW TRANSAKCJI FINANSOWANYCH Z UŻYCIEM PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH (ZALECENIA RADY STABILNOŚCI FINANSOWEJ NR 1–5)

Organy powinny mieć możliwość gromadzenia wyczerpujących i aktualnych informacji dotyczących ekspozycji z tytułu transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych między instytucjami finansowymi, w tym informacji dotyczących składu i zmian zabezpieczenia bazowego. W tym celu należy z odpowiednią częstotliwością gromadzić dane o wysokim stopniu szczegółowości dotyczące poziomu i pozycji transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych. Spójność procesu gromadzenia danych wynikająca z określenia i zastosowania standardów powinna umożliwić regionalną i światową agregację zgromadzonych danych. Ponadto ze względu na fakt, że fundusze inwestycyjne wykorzystują transakcje finansowane z użyciem papierów wartościowych na szeroką skalę, od zarządzających tymi funduszami należy wymagać, aby w formie sprawozdań przekazywali

¹⁸ ERRS (2017), s. 35.

¹⁹ Rada Stabilności Finansowej (2013).

²⁰ Rada Stabilności Finansowej (2015).

swoim inwestorom odpowiednie informacje dotyczące działalności w zakresie transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych.

W przyjętym w listopadzie 2015 r. rozporządzeniu w sprawie transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych odniesiono się do tych zaleceń. Zawarto w nim trzy główne elementy:

- wymogi w odniesieniu do kontrahentów transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych w zakresie zgłaszania wszystkich transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych do centralnych repozytoriów transakcji;
- wymogi w odniesieniu do funduszy inwestycyjnych w zakresie ujawniania inwestorom wykorzystania transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych w swoich regularnych sprawozdaniach oraz dokumentach udostępnianych przed zawarciem umowy;
- minimalne warunki przejrzystości w zakresie ponownego wykorzystania zabezpieczenia otrzymanego w ramach transakcji finansowanej z użyciem papierów wartościowych, takie jak ujawnienie wynikającego z tego wykorzystania ryzyka i konsekwencji oraz wcześniejszej zgody kontrahenta zapewniającego zabezpieczenie (co stanowi odniesienie do zalecenia Rady Stabilności Finansowej nr 7 w sprawie rehypotekacji, zob. 4.4).

W rozporządzeniu w sprawie transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych w pełni odniesiono się do zaleceń Rady Stabilności Finansowej dotyczących przejrzystości. Dane dotyczące pozycji i poziomu transakcji, które należy zgłaszać na podstawie rozporządzenia w sprawie transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych, również są zgodne z wymogami Rady Stabilności Finansowej. Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA), który jest odpowiedzialny za opracowywanie standardów technicznych na potrzeby wdrażania rozporządzenia w sprawie transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych, uwzględnił prace Rady Stabilności Finansowej i włączył elementy wymaganych danych do proponowanych ram sprawozdawczości. Komisja i ESMA nadal ściśle współpracują z Radą Stabilności Finansowej, a prace Rady Stabilności Finansowej są brane pod uwagę przy obecnej finalizacji środków wykonawczych do rozporządzenia w sprawie transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych. Oczekuje się, że faktyczna sprawozdawczość rozpocznie się od 2019 r. Komisja oceni skuteczność rozporządzenia w sprawie transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych dwa lata po rozpoczęciu sprawozdawczości.

4.3. REINWESTYCJA ZABEZPIECZENIA GOTÓWKOWEGO (ZALECENIE RADY STABILNOŚCI FINANSOWEJ NR 6)

Organy odpowiedzialne za instytucje niebędące bankami dokonujące transakcji udzielania pożyczek papierów wartościowych (pożyczkodawcy główni i podmioty pożyczające) powinny w swoich jurysdykcjach wdrożyć systemy regulacyjne spełniające minimalne standardy Rady Stabilności Finansowej w zakresie reinwestycji zabezpieczenia gotówkowego, aby ograniczyć ryzyko utraty płynności wynikające z tego rodzaju działalności. Minimalne standardy obejmują zasady i środki wysokiej rangi ograniczające

ryzyko utraty płynności, ryzyko transformacji terminów zapadalności, a także ryzyko koncentracji i ryzyko kredytowe.

W sierpniu 2014 r. ESMA przyjął wytyczne w sprawie kwestii związanych z funduszami inwestycyjnymi typu ETF i innymi przedsiębiorstwami zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (*Guidelines on ETFs and other UCITS issues*)²¹, w których przedstawiono zasady w zakresie reinwestycji zabezpieczenia gotówkowego przez zarządzających aktywami przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS), którzy biorą udział w transakcjach udzielania pożyczek papierów wartościowych. Zasady te odnoszą się do płynności, wyceny, dywersyfikacji, kwalifikowalności, korelacji i innych kryteriów reinwestowania zabezpieczenia gotówkowego. Chociaż wspomniane wytyczne nie są obowiązkowe, właściwe organy i uczestnicy rynku finansowego muszą dołożyć wszelkich starań, aby zastosować się do tych wytycznych i zaleceń lub wyjaśnić, z jakiego powodu nie zamierzają się do nich zastosować.

Ponadto w unijnym rozporządzeniu w sprawie funduszy rynku pieniężnego²² wyraźnie zabroniono takim funduszom zawierać w umowy dotyczące udzielania pożyczek papierów wartościowych.

4.4. REHYPOTEKACJA²³ AKTYWÓW KLIENTA (ZALECENIA RADY STABILNOŚCI FINANSOWEJ NR 7 I 8)

Rada Stabilności Finansowej przedstawiła szereg zaleceń w odniesieniu do rehypotekacji aktywów klienta. Po pierwsze, pośrednicy finansowi powinni zapewnić klientom ujawnianie wystarczających informacji w odniesieniu do rehypotekacji ich aktywów, tak aby klienci zrozumieli ich ekspozycję w przypadku niewypłacalności pośrednika. Po drugie, pośrednik może dokonać rehypotekacji aktywów klienta w celu finansowania pozycji długich klienta oraz pokrywania jego pozycji krótkich, ale aktywa nie powinny podlegać rehypotekacji do celów finansowania działalności, którą pośrednik prowadzi na własny rachunek. Po trzecie, pozwolenie na działalność związaną z rehypotekacją aktywów klienta powinni uzyskać wyłącznie podmioty podlegające odpowiedniej regulacji w zakresie ryzyka utraty płynności.

Jeżeli chodzi o ujawnianie informacji klientom, art. 15 rozporządzenia w sprawie transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych stanowi, że prawo do ponownego wykorzystania zabezpieczenia podlega warunkowi poinformowania przekazującego zabezpieczenie o ryzykach i konsekwencjach, jakie mogą się wiązać z wyrażeniem zgody na prawo korzystania z zabezpieczenia. Co więcej, prawo do ponownego wykorzystania zabezpieczenia podlega uzyskaniu wcześniejszej wyraźnej zgody od przekazującego zabezpieczenie.

W odniesieniu do wykorzystania aktywów klienta na działalność prowadzoną na własny rachunek w MiFID I²⁴ przewidziano, że firmy inwestycyjne i instytucje kredytowe muszą

²¹ https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma-2014-0011-01-00_en_0.pdf

²² Rozporządzenie (UE) 2017/1131 z dnia 14 czerwca 2017 r.

²³ W terminologii Rady Stabilności Finansowej „ponowne wykorzystanie” określono jako każde wykorzystanie papierów wartościowych dokonane w ramach jednej transakcji w celu zabezpieczenia innej transakcji. „Rehypotekację” ściślej określono jako ponowne wykorzystanie aktywów klienta.

zabezpieczać prawa własności klientów i zapobiegać wykorzystaniu instrumentu klienta w ramach działalności prowadzonej na własny rachunek, z wyjątkiem przypadków, gdy klient wyrazi na to zgodę. Wymogi te zostaną w dalszym stopniu zastrzone w styczniu 2018 r. w ramach MiFID II²⁵, w której to dyrektywie zabrania się dokonywania uzgodnień dotyczących zabezpieczeń polegających na przeniesieniu tytułu z klientami detalicznymi oraz nakłada się warunki w zakresie dokonywania uzgodnień dotyczących zabezpieczeń polegających na przeniesieniu tytułu z klientami profesjonalnymi, w szczególności podkreślając występujące ryzyko oraz skutki dla instrumentów finansowych i funduszy klienta. Ponadto w odniesieniu do UCITS w wytycznych ESMA w sprawie kwestii związanych z funduszami inwestycyjnymi typu ETF i innymi przedsiębiorstwami zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe oraz rozporządzeniu w sprawie funduszy rynku pieniężnego określono, że uzyskanego zabezpieczenia niegotówkowego nie należy sprzedawać, reinwestować ani zastawiać.

Instytucje finansowe (tj. firmy inwestycyjne i instytucje kredytowe), które mogą dokonywać rehypotekacji aktywów klienta na wyżej opisanych warunkach, w każdym wypadku podlegają regulacjom dotyczącym ryzyka utraty płynności na podstawie unijnych ram wymogów kapitałowych.

4.5. WYCENA ZABEZPIECZEŃ I ZARZĄDZANIE NIMI (ZALECENIE RADY STABILNOŚCI FINANSOWEJ NR 9)

Kontrahenci transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych, którzy otrzymują zabezpieczenie, powinni przyjmować wyłącznie taki rodzaj zabezpieczenia, który – w przypadku niewypłacalności kontrahenta – są w stanie utrzymać przez pewien okres bez naruszania przepisów bądź regulacji, odpowiednio wycenić i zarządzać powiązaniem ryzykiem. Powinni oni również dysponować planami awaryjnymi na wypadek niewypłacalności ich największych kontrahentów rynkowych, w tym w okresach napięć na rynku.

Zabezpieczenia i pożyczone papiery wartościowe należy co najmniej raz dziennie wyceniać według wartości rynkowej i co najmniej raz dziennie odbierać zmienny depozyt zabezpieczający, jeżeli kwoty przekraczają minimalny akceptowalny próg.

Minimalne standardy regulacyjne w zakresie wyceny zabezpieczeń i zarządzania nimi wprowadzono w odniesieniu do UCITS i funduszy rynku pieniężnego, niektórych instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych oraz zakładów ubezpieczeń i instytucji pracowniczych programów emerytalnych.

W przypadku UCITS zasady dotyczące zarządzania zabezpieczeniem określono w wytycznych ESMA w sprawie kwestii związanych z funduszami inwestycyjnymi typu ETF i innymi przedsiębiorstwami zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe. Otrzymane zabezpieczenie powinno mieć wysoki stopień płynności i być przedmiotem obrotu na rynkach regulowanych lub na wielostronnych platformach obrotu z przejrzystą wyceną,

²⁴ Dyrektywa 2004/39/WE z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych.

²⁵ Dyrektywa 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r.

aby mogły zostać szybko sprzedane. Należy je wyceniać co najmniej raz dziennie i nie należy przyjmować aktywów o wysokiej zmienności cen, chyba że zastosuje się do nich odpowiednio konserwatywne redukcje wartości. Dodatkowo w rozporządzeniu w sprawie funduszy rynku pieniężnego przewidziano bardziej restrykcyjne przepisy w zakresie zarządzania zabezpieczeniem, w szczególności ze względu na szczególny charakter funduszy rynku pieniężnego. Komisja jest uprawniona do przyjęcia aktów delegowanych określających wymogi w zakresie ilościowej i jakościowej płynności i jakości kredytowej mających zastosowanie do otrzymanego zabezpieczenia.

W przypadku instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, które korzystają z metody modelu wewnętrznego w celu obliczania minimalnych wymogów kapitałowych w odniesieniu do transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych, w unijnych ramach dotyczących wymogów kapitałowych ustanowiono jednostkę do spraw zarządzania zabezpieczeniami. W MiFID II od firm inwestycyjnych i instytucji kredytowych wymaga się: (i) zapewnienia, aby pożyczkobiorca instrumentów finansowych klienta przekazał odpowiednie zabezpieczenie oraz (ii) monitorowania ciągłej adekwatności zabezpieczenia i podejmowania działań niezbędnych do utrzymania równowagi z wartością instrumentów klienta.

W przypadku zakładów ubezpieczeń i reasekuracji dyrektywą Wyłączalność II²⁶ wprowadzono zasadę „ostrożnego inwestora”, w myśl której zakłady ubezpieczeń inwestują wyłącznie w aktywa i instrumenty, których ryzyka mogą właściwie zidentyfikować, zmierzyć, monitorować i kontrolować. Ubezpieczyciele mogą brać udział w transakcjach finansowanych z użyciem papierów wartościowych, jeżeli zasada „ostrożnego inwestora” jest spełniona. W tym przypadku zabezpieczenie należy wycenić zgodnie z dyrektywą Wyłączalność II i jej aktem delegowanym. W przypadku instytucji pracowniczych programów emerytalnych, w dyrektywie w sprawie działalności instytucji pracowniczych programów emerytalnych oraz nadzoru nad takimi instytucjami (IORP2)²⁷ zamieszczono podobną zasadę „ostrożnego inwestora”. Oprócz tego wprowadzono odpowiedni system zarządzania ryzykiem w celu zrównoważenia swobody inwestowania. Podobnie jak w przypadku zakładów ubezpieczeń, fundusze emerytalne mogą dokonywać transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych, jeżeli spełnią zasadę „ostrożnego inwestora”.

4.6. REDUKCJE WARTOŚCI ZABEZPIECZEŃ (ZALECENIA RADY STABILNOŚCI FINANSOWEJ NR 12–18)

W ramach Rady Stabilności Finansowej w zakresie redukcji wartości zaleca się podejście dwutorowe:

1. standardy jakościowe w odniesieniu do metod, które uczestnicy rynku stosują w celu obliczania redukcji wartości zabezpieczenia; oraz
2. numeryczne dolne pułapy redukcji wartości rozliczanych niecentralnie transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych, w których finansowania za

²⁶ Dyrektywa 2009/138/WE z dnia 25 listopada 2009 r.

²⁷ Dyrektywa (UE) 2016/2341 z dnia 14 grudnia 2016 r.

zabezpieczenie inne niż dług państwowy udziela się podmiotom niebędącym bankami według tabeli przedstawionej poniżej.

Numeryczne dolne pułapy poziomów redukcji wartości transakcji wymiany papierów wartościowych na środki pieniężne

Rezydualny termin zapadalności zabezpieczenia	Poziom redukcji wartości	
	Emitenci korporacyjni i inni	Produkty sekurytyzowane
Dłużne papiery wartościowe z zapadalnością ≤ 1 rok, oraz obligacje o zmiennym oprocentowaniu	0,5 %	1 %
Dłużne papiery wartościowe z zapadalnością > 1 rok, ≤ 5 lat	1,5 %	4 %
Dłużne papiery wartościowe z zapadalnością > 5 lat, ≤ 10 lat	3 %	6 %
Dłużne papiery wartościowe z zapadalnością > 10 lat	4 %	7 %
Akcje objęte indeksem głównym	6 %	
Inne aktywa objęte zakresem ram	10 %	

Źródło: Ramy regulacyjne Rady Stabilności Finansowej w zakresie redukcji wartości transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych rozliczanych niecentralnie.

Zalecenia w zakresie metodyki

Uzupełnienie istniejących regulacji dźwigni finansowej na poziomie podmiotu (w przypadku instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych) stanowią minimalne standardy dotyczące metodyki wykorzystywanej do obliczania redukcji wartości, w szczególności uwzględniające kwestię procykliczności. W szczególności zalecenie to ma szeroki zakres i ma zastosowanie do wszystkich uczestników rynku, którzy otrzymują zabezpieczenie podczas udzielania finansowania z użyciem papierów wartościowych.

Obecnie nie istnieją takie standardy mające zastosowanie do wszystkich uczestników rynku w UE. W wytycznych ESMA w sprawie kwestii związanych z funduszami inwestycyjnymi typu ETF i innymi przedsiębiorstwami zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe zawarto jednak takie standardy dla UCITS. Ściślej mówiąc, UCITS powinny posiadać jasną politykę w zakresie redukcji wartości dla każdej klasy aktywów otrzymanych

jako zabezpieczenie, biorąc przy tym pod uwagę cechy charakterystyczne tych aktywów, takie jak zdolność kredytowa, zmienność i wyniki regularnych testów warunków skrajnych.

Zalecenia w zakresie minimalnych numerycznych dolnych pułapów redukcji wartości

Numeryczne dolne pułapy redukcji wartości mają na celu zapobieganie narastaniu systemowej dźwigni finansowej poza systemem bankowym. Zakres zalecenia dotyczącego numerycznych dolnych pułapów redukcji wartości jest węższy (tj. rozliczane niecentralnie transakcje finansowane z użyciem papierów wartościowych, w których finansowania za zabezpieczenie inne niż dług państwowy udziela się podmiotom niebędącym bankami) niż zakres zalecenia dotyczącego metodyki obliczania redukcji wartości. Zalecenia w zakresie dolnych pułapów redukcji wartości uzupełniają pakiet Bazylea III i mają zastosowanie do banków i podmiotów niebędących bankami, a także transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych realizowanych między podmiotami niebędącymi bankami. Zakres stosowania numerycznych dolnych pułapów redukcji wartości nie obejmuje finansowania z użyciem papierów wartościowych udzielonego bankom i firmom inwestycyjnym podlegającym odpowiednim regulacjom kapitału i płynności na zasadzie skonsolidowanej (transakcje finansowane z użyciem papierów wartościowych realizowane między bankami), ponieważ Rada Stabilności Finansowej uważa, że stosowanie dolnych pułapów redukcji wartości do tych transakcji może powzielić istniejące wymogi. W zaleceniach Rady Stabilności Finansowej przewidziano, że numeryczne dolne pułapy redukcji wartości transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych realizowanych między bankiem a podmiotem niebędącym bankiem należy najpierw umieścić w pakiecie Bazylea III. Następnie organy powinny wdrożyć pakiet, zobowiązując uczestników rynku transakcji do zawierania transakcji powyżej dolnego pułapu redukcji wartości. Pakiet może zostać wdrożony albo w drodze regulacji na poziomie podmiotu (tj. na podstawie pakietu Bazylea III) albo w drodze regulacji rynku, które objęłyby szerszy zakres podmiotów potencjalnie zapewniających finansowanie z użyciem papierów wartościowych podmiotom niebędącym bankami, lub przez łączne zastosowanie tych dwóch metod.

Obecnie w zaleceniach Rady Stabilności Finansowej nie istnieją ogólnounijne wymogi regulacyjne w zakresie numerycznych dolnych pułapów redukcji wartości transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych realizowanych między bankami i podmiotami niebędącymi bankami lub między podmiotem niebędącym bankiem i innym podmiotem niebędącym bankiem.

Dalsze działania w zakresie zaleceń dotyczących redukcji wartości

Zastanawiając się nad potencjalną regulacją w zakresie redukcji wartości, można rozważyć kilka istotnych kwestii.

Po pierwsze, chociaż redukcje wartości mogą pomóc w ograniczaniu dźwigni finansowej, ich wpływ na procykliczność nie jest w pełni jasny (jak omówiono to w sekcji 3.1) i może zależeć od sposobu ich wdrażania (np. statyczne a dynamiczne dolne pułapy redukcji wartości). Lepsze zrozumienie wzajemnej relacji między redukcjami wartości a procyklicznością miałooby pozytywny wpływ na decyzję w sprawie potencjalnych ilościowych lub

jakościowych przepisów dotyczących redukcji wartości. Po drugie, w tym kontekście z rozmów między ESMA a uczestnikami rynku oraz z danych wynika, że redukcje wartości faktycznie zastosowane przez uczestników rynku są z reguły wyższe niż poziom dolnych pułapów redukcji wartości zalecany przez Radę Stabilności Finansowej lub na takim samym poziomie, nawet w obecnym stosunkowo korzystnym otoczeniu rynkowym. Nie jest zatem jasne, w jakim stopniu wdrożenie zaleceń Rady Stabilności Finansowej miałoby wpływ na rynek w praktyce. Po trzecie, transakcje finansowane z użyciem papierów wartościowych objęte zakresem zaleceń Rady Stabilności Finansowej dotyczących numerycznych dolnych pułapów redukcji wartości stanowią ograniczoną część całości rynku²⁸, przy czym korzystne byłoby dokonanie ponownej oceny zakresu możliwych działań na podstawie wyczerpujących danych. Po czwarte, wciąż opóźnia się włączenie numerycznych dolnych pułapów redukcji wartości transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych realizowanych między bankiem a podmiotem niebędącym bankiem do pakietu Bazylea III, które to włączenie Rada Stabilności Finansowej pierwotnie zaleciła na koniec 2015 r. jako warunek wstępny dla organów wprowadzających dolne pułapy redukcji wartości. Ponadto inne istotne jurysdykcje (np. Stany Zjednoczone i Japonia) również są na wczesnym etapie oceny i nie podjęły jeszcze decyzji w sprawie dolnych pułapów redukcji wartości.

Wspomniane wyżej sprawozdanie ESMA popiera to uzasadnienie i zawiera dodatkowe informacje dotyczące kilku omówionych powyżej punktów, w szczególności w odniesieniu do numerycznych dolnych pułapów redukcji wartości²⁹. Podsumowując, dokonanie oceny potencjalnego wprowadzenia standardów jakościowych oraz numerycznych dolnych pułapów redukcji wartości na podstawie dokładniejszych danych na temat transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych, które będą dostępne po wprowadzeniu określonego w rozporządzeniu w sprawie transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych obowiązku wyczerpującej sprawozdawczości (zgodnie z obecnymi planami od 2019 r.), wydaje się być korzystne.

5. WNIOSKI OGÓLNE

W dużej mierze w UE uwzględniono zalecenia Rady Stabilności Finansowej dotyczące transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych poprzez przyjęcie rozporządzenia w sprawie transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych i przepisów szczegółowych w ustawodawstwie i wytycznych dla sektora usług finansowych. W związku z tym wydaje się, że na obecnym etapie nie ma potrzeby podejmowania dalszych działań regulacyjnych.

W odniesieniu do międzysektorowych standardów jakościowych dotyczących obliczania redukcji wartości i wprowadzania numerycznych dolnych pułapów redukcji wartości ocena

²⁸ Według ESMA (2016 r.) szacunki wahają się w granicach 8–35 % unijnego rynku odkupu, a w odniesieniu do unijnego rynku udzielania pożyczek papierów wartościowych wynoszą maksymalnie 25 %. Są to górne pułapy biorąc pod uwagę, że dane liczbowe obejmują transakcje realizowane między bankami.

²⁹ W opinii Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego (ERRS) w sprawie sprawozdania ESMA przyjęto bardziej konserwatywne podejście i zalecono wdrożenie ram Rady Stabilności Finansowej dotyczących dolnych pułapów numerycznych redukcji wartości przed uzyskaniem dalszych danych. W opinii uwzględniono jednak, że zasadniczo rzeczywiście brakuje danych oraz że potrzebna jest dalsza analiza empiryczna i koncepcyjna.

potrzeby podjęcia oraz zakresu potencjalnych działań regulacyjnych w tej dziedzinie powinna opierać się na wyczerpujących i szczegółowych danych dotyczących rynku transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych, które będą dostępne po wprowadzeniu obowiązku sprawozdawczego określonego w rozporządzeniu w sprawie transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych. Ponadto obecna dynamika rynku (opisana w sekcji 3) zwiększa potrzebę zachowania pewnej ostrożności i dysponowania solidnymi dowodami podczas rozważania podjęcia działań regulacyjnych sugerujących wymogi ilościowe. Postępy na szczeblu międzynarodowym są porównywalne do postępów UE (tj. wczesny etap oceny), a żaden inny region nie podjął na tym etapie decyzji w sprawie działań regulacyjnych w zakresie dolnych pułapów redukcji wartości. W stosownych przypadkach wprowadzenie numerycznych dolnych pułapów redukcji wartości w idealnych warunkach powinno mieć miejsce w sposób koordynowany globalnie w celu uniknięcia narażenia na szwank równych warunków działania lub narażenia uczestników rynku znajdujących się w jurysdykcji, która uczyni pierwszy ruch w tej sprawie, na niekorzystne warunki konkurencji.

Komisja nadal będzie szczegółowo monitorować zmiany zachodzące na rynkach transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych i w międzynarodowej przestrzeni regulacyjnej. Komisja dokona ponownej oceny wartości dodanej standardów jakościowych oraz dolnych pułapów redukcji wartości na podstawie sprawozdania, które ESMA przygotuje po udostępnieniu wyczerpujących danych na temat transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych.