



Bruksela, dnia 27.9.2021 r.  
C(2021) 6815 final

**ROZPORZĄDZENIE DELEGOWANE KOMISJI (UE) .../...**

**z dnia 27.9.2021 r.**

**zmieniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 236/2012  
w odniesieniu do dostosowania stosownego progu do celów zgłaszania znacznych pozycji  
krótkich netto z tytułu akcji**

(Tekst mający znaczenie dla EOG)

## UZASADNIENIE

### 1. KONTEKST AKTU DELEGOWANEGO

#### 1.1. Kontekst ogólny

Rozporządzenie w sprawie krótkiej sprzedaży<sup>1</sup> tworzy zbiór zharmonizowanych przepisów, które (i) zwiększają przejrzystość znacznych pozycji krótkich netto posiadanych przez inwestorów; (ii) ograniczają ryzyko związane z niepokrytą krótką sprzedażą i swapami ryzyka kredytowego; (iii) przyznają krajowym organom regulacyjnym i Europejskiemu Urzędowi Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) uprawnienia interwencyjne w wyjątkowych okolicznościach (np. w celu tymczasowego ograniczenia lub zakazania krótkiej sprzedaży).

Niniejsze rozporządzenie delegowane ma na celu zapewnienie właściwym organom większej przejrzystości w odniesieniu do znacznych pozycji krótkich netto w akcjach. Pozycje krótkie netto muszą być zgłaszane odpowiednim właściwym organom, aby umożliwić im monitorowanie i, w razie potrzeby, badanie krótkiej sprzedaży, która może stwarzać ryzyko systemowe, stanowić nadużycie lub powodować zakłócenia na rynku (pozycja krótka netto w akcjach danej spółki na poziomie 0,2 % jej wyemitowanego kapitału podstawowego i każdy kolejny wzrost tej pozycji o 0,1 %). Rozporządzenie w sprawie krótkiej sprzedaży zapewnia ESMA możliwość zastosowania środków nadzwyczajnych, takich jak tymczasowe obniżenie tego progu.

Ponadto, aby zaradzić sytuacji, w której zmiany na rynkach finansowych mogłyby doprowadzić do tego, że stosowny próg powodujący obowiązek zgłoszenia nie byłby już adekwatny, w rozporządzeniu w sprawie krótkiej sprzedaży wprowadzono mechanizm umożliwiający (i) ESMA wydanie skierowanej do Komisji opinii w sprawie dostosowania stosownego progu powodującego obowiązek zgłoszenia oraz (ii) przyjęcie przez Komisję aktów delegowanych w celu zmiany tego progu.

Niniejszy akt delegowany ma na celu zmianę stosownego progu powodującego obowiązek zgłoszenia właściwym organom znacznych pozycji krótkich netto w akcjach. Próg ten został pierwotnie ustalony na poziomie 0,2 % wyemitowanego kapitału podstawowego danej spółki (przy czym obowiązek zgłoszenia powstaje także po przekroczeniu wspomnianego progu o każde kolejne 0,1 %), z uwzględnieniem prac przeprowadzonych przez Komitet Europejskich Organów Nadzoru nad Rynkiem Papierów Wartościowych (CESR) w 2010 r.<sup>2</sup> z myślą o określeniu takich progów powodujących obowiązek zgłoszenia, które mogłyby generować istotne informacje dla właściwych organów i uczestników rynku, a jednocześnie nie powodowałyby nadmiernych obciążeń związanych z przestrzeganiem przepisów dla inwestorów. Próg powodujący obowiązek zgłoszenia poddano następnie przeglądowi w 2013 r.<sup>3</sup> – zbyt wcześnie jednak, aby można było zgromadzić istotne dane, ponieważ rozporządzenie w sprawie krótkiej sprzedaży zaczęło być stosowane dopiero w dniu 1 listopada 2012 r.

---

<sup>1</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 236/2012 z dnia 14 marca 2012 r. w sprawie krótkiej sprzedaży i wybranych aspektów dotyczących swapów ryzyka kredytowego (Dz.U. L 86 z 24.3.2012, s. 1).

<sup>2</sup> Model CESR dotyczący ogólnoeuropejskiego systemu ujawniania informacji na temat krótkiej sprzedaży (CESR/10-088). Dokument dostępny pod adresem: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/10\\_088.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/10_088.pdf)

<sup>3</sup> Opinia techniczna ESMA w sprawie oceny rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 236/2012 w sprawie krótkiej sprzedaży i wybranych aspektów dotyczących swapów ryzyka kredytowego (ESMA/2013/614). Dokument dostępny pod adresem: [2013-614 final report on ssr evaluation.pdf \(europa.eu\)](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2013/614_final_report_on_ssr_evaluation.pdf)

W dniu 21 grudnia 2017 r. ESMA przekazał Komisji opinię techniczną dotyczącą niektórych elementów rozporządzenia w sprawie krótkiej sprzedaży<sup>4</sup>, obejmującą analizę skuteczności progów powodującego obowiązek zgłoszenia, która wydaje się nadal aktualna. Podczas konsultacji publicznych przeprowadzonych przez ESMA informacje zwrotne przekazała jedynie ograniczona liczba zainteresowanych stron.

W lutym 2020 r. po wybuchu pandemii COVID-19 wystąpiła znaczna presja na sprzedaż i nietypowa zmienność cen akcji, co doprowadziło do spirali spadku cen dotyczącej emitentów ze wszystkich sektorów na rynkach finansowych. Na przestrzeni 2020 r., pomimo częściowego powrotu cen akcji do wcześniejszych poziomów w EOG, skutki pandemii COVID-19 nadal miały wpływ na gospodarkę realną, a ogólne perspektywy ożywienia gospodarczego były nadal niepewne. W dniu 16 marca 2020 r. ESMA skorzystał ze swoich uprawnień interwencyjnych przysługujących mu w wyjątkowych okolicznościach na podstawie art. 28 rozporządzenia w sprawie krótkiej sprzedaży i wydał decyzję<sup>5</sup> o obniżeniu – na okres trzech miesięcy – progów powodującego obowiązek zgłoszenia pozycji krótkich netto w akcjach dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym – z 0,2 % do 0,1 %. ESMA przedłużył następnie obowiązywanie tej decyzji w czerwcu, wrześniu i grudniu 2020 r.

W swojej decyzji ESMA uznał, że uczestnicy rynku, którzy prowadzą krótką sprzedaż i akumulują znaczne pozycje krótkie netto, mogą zwiększyć znaczną presję na sprzedaż i spotęgować nietypową zmienność cen akcji. W związku z tym ESMA podjął decyzję o obniżeniu progów powodującego obowiązek zgłoszenia pozycji krótkich netto właściwym organom w celu zintensyfikowania monitorowania zagregowanych pozycji krótkich netto w akcjach dopuszczonych do obrotu na rynkach regulowanych oraz zwiększenia zdolności ESMA i właściwych organów do szybkiego reagowania w przypadku konieczności podjęcia bardziej stanowczych działań. Ogólnie rzecz biorąc, właściwe organy terminowo przekazywały ESMA informacje o pozycjach krótkich netto zgłaszanych z zastosowaniem nowego progu i nie zasygnalizowały żadnych szczególnych problemów związanych z przestrzeganiem przez uczestników rynku nowego progu.

Gdy ostatni tymczasowy środek wprowadzony przez ESMA w celu obniżenia progów powodującego obowiązek zgłoszenia wygasł w dniu 19 marca 2021 r., ESMA uznał, że warunki zastosowania środków nadzwyczajnych określone w art. 28 rozporządzenia w sprawie krótkiej sprzedaży nie mają już zastosowania na tej podstawie prawnej. Rozwój sytuacji po wybuchu pandemii COVID-19 oraz pełniejszy ogląd wolumenów pozycji krótkich netto uzyskany przez właściwe organy przekonały jednak ESMA, że próg powodujący obowiązek zgłoszenia należy ustalić na poziomie 0,1 % na stałe.

W dniu 13 maja 2021 r. ESMA wydał – zgodnie z art. 5 ust. 3 rozporządzenia w sprawie krótkiej sprzedaży – skierowaną do Komisji opinię<sup>6</sup> w sprawie trwałego dostosowania progów powodującego obowiązek zgłoszenia i ustalenia go na poziomie 0,1 % (przy czym obowiązek zgłoszenia powstawałby także po przekroczeniu wspomnianego progu o każde kolejne 0,1 %). W opinii tej ESMA zawarł kompleksową analizę empiryczną dotyczącą istotności zgłaszania pozycji krótkich netto wynoszących od 0,1 % do 0,2 %, porównując te dane

<sup>4</sup> Opinia techniczna ESMA w sprawie oceny rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 236/2012 w sprawie krótkiej sprzedaży i wybranych aspektów dotyczących swapów ryzyka kredytowego (ESMA 70-145-386). Dokument dostępny pod adresem: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/technical\\_advice\\_on\\_the\\_evaluation\\_of\\_certain\\_aspects\\_of\\_the\\_ssr.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/technical_advice_on_the_evaluation_of_certain_aspects_of_the_ssr.pdf)

<sup>5</sup> ESMA 70-155-9546. Dokument dostępny pod adresem: [esma70-155-9546\\_esma\\_decision\\_article\\_28\\_ssr\\_reporting\\_threshold.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-155-9546_esma_decision_article_28_ssr_reporting_threshold.pdf) (europa.eu)

<sup>6</sup> ESMA 70-156-4262. Dokument dostępny pod adresem: [esma70-156-4262\\_opinion\\_for\\_the\\_adjustment\\_of\\_the\\_threshold\\_set\\_out\\_in\\_article\\_52\\_of\\_ssr\\_0.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-4262_opinion_for_the_adjustment_of_the_threshold_set_out_in_article_52_of_ssr_0.pdf) (europa.eu)

z danymi zgromadzonymi, gdy obowiązywał próg w wysokości 0,2 %, i przedstawił swoje wnioski Komisji. Poniżej podsumowano niektóre kluczowe ustalenia zawarte w opinii ESMA:

- liczba pozycji krótkich netto zgłoszonych przez różnych posiadaczy w podziale na ISIN, zawierających się w zakresie od 0,1 % do 0,2 % wyemitowanego kapitału podstawowego, odpowiadała średnio około 40 % ogółu pozycji krótkich netto w okresie od marca do czerwca 2020 r., co stanowi bardzo istotną część ogółu pozycji krótkich netto otwartych w Unii i ma kluczowe znaczenie w kontekście nadzoru rynku oraz może stanowić wczesny wskaźnik pogarszających się warunków rynkowych;
- pozycje krótkie netto zawierające się w zakresie od 0,1 % do 0,2 % wyemitowanego kapitału podstawowego stanowią duży odsetek pozycji krótkich netto pod względem liczby zgłoszeń w ujęciu bezwzględnym (między 39 % a 44 % w tym okresie) i pod względem wartości rynkowej pozycji (między 23 % a 33 % w tym okresie);
- pomimo ogólnego ożywienia gospodarczego w wielu jurysdykcjach skala ożywienia – podobnie jak w przypadku głównych europejskich indeksów giełdowych – nie dorównuje ożywieniu na rynkach finansowych innych dużych gospodarek;
- chociaż wskaźniki sektorowe dotyczące banków i ubezpieczycieli częściowo uległy poprawie (w porównaniu z lutym 2020 r.), zmienność implikowana oraz swapy ryzyka kredytowego – pomimo tendencji spadkowej – pozostają bardzo wrażliwe na zmiany sytuacji rynkowej;
- zgłaszanie pozycji krótkich netto przy progu wynoszącym 0,1 % zapewniło organom regulacyjnym dokładniejsze informacje na temat akumulacji pozycji krótkich netto na poziomie indywidualnym i sektorowym oraz na poziomie rynku. ESMA był również w stanie wskazać i przeanalizować skutki ogólnounijne;
- zgłaszanie pozycji przy progu wynoszącym 0,1 % pozwala ocenić skutki zakazów krótkiej sprzedaży (np. przesunięcia kapitału między jurysdykcjami, sektorami lub akcjami o różnym poziomie płynności), co mogłoby pomóc właściwym organom w kalibracji przyszłych środków;
- rosnąca aktywność klientów detalicznych może zwiększyć prawdopodobieństwo wystąpienia przypadków nagłego wzrostu kursu akcji wymuszającego zamknięcie pozycji krótkich (ang. *short squeeze*), które właściwe organy mogą lepiej zidentyfikować na wczesnym etapie ze względu na bardziej szczegółową sprawozdawczość przy progu wynoszącym 0,1 %;
- należy oczekiwać, że obniżenie na stałe progu do 0,1 % będzie przebiegać bez powodowania zakłóceń, a koszty krańcowe związane z wprowadzeniem tego progu przez uczestników rynku powinny być znikome z następujących powodów:
  - (i) uczestnicy rynku prowadzący krótką sprzedaż wprowadzili już w latach 2020 i 2021 systemy monitorowania pozycji, których wartość przekracza 0,1 % wyemitowanego kapitału podstawowego spółki, w której akcjach zajęli pozycją krótką (niski poziom niezgodności);
  - (ii) niższy próg dotyczy wyłącznie zgłoszeń kierowanych do właściwych organów, a nie podawania informacji do wiadomości ogółu uczestników rynku, w związku z czym nie powinien mieć wpływu na strategie osób posiadających pozycje krótkie netto.

Ustalenia ESMA potwierdzają opinię Komisji na temat ostatnich wydarzeń na rynkach finansowych zaobserwowanych przez Komisję, takich jak niestabilność spowodowana globalną epidemią COVID-19, która sprawiła, że organy regulacyjne i ESMA częściej uciekają się do środków nadzwyczajnych dotyczących krótkiej sprzedaży, a także rosnące ryzyko występowania *short squeeze* ze szkodą dla inwestorów detalicznych, co uwypukliło znaczenie stałego gromadzenia dodatkowych informacji na temat znacznych pozycji krótkich netto w akcjach jako narzędzia o kluczowym znaczeniu do celów nadzoru rynku. Ponadto Komisja uważa, że należy unikać niepewności w odniesieniu do regulacyjnego obowiązku sprawozdawczego, a przepisy i obowiązki w tym zakresie powinny być stabilne. Najlepszym sposobem osiągnięcia stabilności i pewności planowania byłoby trwałe obniżenie progu powodującego obowiązek zgłoszenia do 0,1 %. Podejście to jest o wiele bardziej przejrzyste niż ustalanie progu w drodze środka tymczasowego, co rodzi niepewność, gdy zbliża się potencjalna data wygaśnięcia tego środka.

#### 1.2. Cel rozporządzenia delegowanego

Celem niniejszego rozporządzenia delegowanego jest dostosowanie stosownego progu powodującego obowiązek zgłoszenia właściwym organom znacznych pozycji krótkich netto w akcjach, który to próg określono w art. 5 ust. 2 rozporządzenia w sprawie krótkiej sprzedaży, z 0,2 % do 0,1 % (przy czym obowiązek zgłoszenia powstawałby także po przekroczeniu wspomnianego progu o każde kolejne 0,1 %).

#### 1.3. Podstawa prawna

Niniejsze rozporządzenie delegowane opiera się na uprawnieniu określonym w art. 5 ust. 4 rozporządzenia w sprawie krótkiej sprzedaży i uwzględnia opinię wydaną przez ESMA zgodnie z art. 5 ust. 3 tego rozporządzenia.

## 2. KONSULTACJE PRZEPROWADZONE PRZED PRZYJĘCIEM AKTU

ESMA nie przeprowadził konsultacji w sprawie swojej opinii, ponieważ uznał, że organizacja konsultacji publicznych i przeprowadzenie pełnej analizy kosztów i korzyści byłyby nieproporcjonalne ze względu na szczególnie pilny charakter sprawy. ESMA uznał, że skutki kryzysu związanego z COVID-19, niepewne perspektywy gospodarcze i oderwanie realnej gospodarki od rynków finansowych wymagały szybkich działań z myślą o dostosowaniu progu powodującego obowiązek zgłoszenia, aby zapewnić właściwym organom odpowiednio szczegółowy ogląd sytuacji do celów nadzoru rynku.

Projekt rozporządzenia delegowanego opublikowano na portalu poświęconym lepszemu stanowieniu prawa, na którym był dostępny przez cztery tygodnie (w dniach 15 lipca – 12 sierpnia 2021 r.), aby dać zainteresowanym stronom możliwość zgłoszenia uwag, oraz przedłożono w dniu 19 lipca 2021 r. grupie ekspertów Europejskiego Komitetu Papierów Wartościowych (EGESC) do konsultacji zgodnie z zasadami określonymi w Porozumieniu międzyinstytucjonalnym w sprawie lepszego stanowienia prawa. Otrzymane uwagi uważnie przeanalizowano, zanim przystąpiono do przyjęcia rozporządzenia delegowanego.

## 3. ASPEKTY PRAWNE AKTU DELEGOWANEGO

Uprawnienie do przyjmowania aktów delegowanych przewidziano w art. 42 rozporządzenia w sprawie krótkiej sprzedaży.

W art. 1 niniejszego rozporządzenia delegowanego zmieniono art. 5 ust. 2 rozporządzenia w sprawie krótkiej sprzedaży poprzez ustalenie progu powodującego obowiązek zgłoszenia właściwym organom znacznych pozycji krótkich netto w akcjach na poziomie 0,1 %

wyemitowanego kapitału podstawowego danej spółki, przy czym obowiązek zgłaszania powstaje także po przekroczeniu wspomnianego progu o każde kolejne 0,1 %.

## ROZPORZĄDZENIE DELEGOWANE KOMISJI (UE) .../...

z dnia 27.9.2021 r.

### **zmieniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 236/2012 w odniesieniu do dostosowania stosownego progu do celów zgłaszania znacznych pozycji krótkich netto z tytułu akcji**

(Tekst mający znaczenie dla EOG)

KOMISJA EUROPEJSKA,

uwzględniając Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej,

uwzględniając rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 236/2012 z dnia 14 marca 2012 r. w sprawie krótkiej sprzedaży i wybranych aspektów dotyczących swapów ryzyka kredytowego<sup>7</sup>, w szczególności jego art. 5, ust. 4,

a także mając na uwadze, co następuje:

- (1) W rozporządzeniu (UE) nr 236/2012 ustanowiono obowiązek zgłaszania właściwym organom znacznych pozycji krótkich netto w wyemitowanym kapitale podstawowym spółki, której akcje dopuszczono do obrotu w unijnym systemie obrotu, w przypadku gdy dana pozycja osiąga stosowny próg powodujący obowiązek zgłoszenia lub spada poniżej tego progu. Komisja powinna monitorować, czy taki stosowny próg powodujący obowiązek zgłoszenia pozostaje adekwatny w świetle rozwoju sytuacji na rynkach finansowych, oraz oceniać, czy próg ten należy zmienić zgodnie z art. 5 ust. 4 tego rozporządzenia.
- (2) Na początku 2020 r. znaczna presja na sprzedaż i nietypowa zmienność cen akcji, które wystąpiły w wyniku wybuchu pandemii COVID-19, doprowadziły do spirali spadku cen dotyczącej emitentów ze wszystkich sektorów na rynkach finansowych. Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) skorzystał ze swoich uprawnień interwencyjnych przysługujących mu w wyjątkowych okolicznościach i tymczasowo obniżył stosowny próg powodujący obowiązek zgłoszenia znacznych pozycji krótkich netto z tytułu akcji, aby usprawnić monitorowanie takich pozycji zarówno przez ESMA, jak i organy regulacyjne, ustalić, czy właściwe byłyby bardziej stanowcze działania, oraz zapewnić sobie możliwość szybkiego reagowania.
- (3) Ponieważ niższego stosownego progu powodującego obowiązek zgłoszenia znacznych pozycji krótkich netto z tytułu akcji, który obowiązywał przez dwanaście kolejnych miesięcy, nie można już było przedłużyć jako środka nadzwyczajnego ze względu na częściową poprawę warunków rynkowych, należy ocenić wpływ takiego środka i ustalić, czy należy go na stałe utrzymać poprzez zastąpienie dotychczasowego progu. W tym względzie Komisja bierze pod uwagę opinię<sup>8</sup> wydaną przez ESMA w dniu 13 maja 2021 r.

<sup>7</sup> Dz.U. L 86 z 24.3.2012, s. 1.

<sup>8</sup> ESMA 70-156-4262.

- (4) Ostatnie wydarzenia na rynkach finansowych zaobserwowane przez Komisję, takie jak niestabilność spowodowana globalną epidemią COVID-19, która sprawiła, że organy regulacyjne i ESMA częściej uciekały się do środków nadzwyczajnych dotyczących krótkiej sprzedaży, a także rosące ryzyko występowania przypadków nagłego wzrostu kursu akcji wymuszającego zamknięcie pozycji krótkich (ang. *short squeeze*) ze szkodą dla inwestorów detalicznych, uwypuklają znaczenie stałego gromadzenia dodatkowych informacji na temat znacznych pozycji krótkich netto z tytułu akcji jako narzędzia o kluczowym znaczeniu do celów nadzoru rynku. W tym względzie w opinii ESMA stwierdzono, że niższy stosowny próg powodujący obowiązek zgłoszenia spowodował istotną poprawę przejrzystości i monitorowania znacznych pozycji krótkich netto z tytułu akcji na poziomie indywidualnym, sektorowym i na poziomie rynku, co doprowadziło do zwiększenia skuteczności działań organów regulacyjnych. ESMA uznał również, że koszty krańcowe wprowadzenia tego zmienionego progu przez uczestników rynku powinny być znikome, zważywszy, że stosują już oni taki próg od wielu miesięcy. Ponadto Komisja uważa, że należy unikać niepewności w odniesieniu do regulacyjnego obowiązku sprawozdawczego, a przepisy i obowiązki w tym zakresie powinny być stabilne. Na tej podstawie i biorąc pod uwagę zalecenia zawarte w opinii ESMA, z którymi Komisja się zgadza, należy zmienić obecny stosowny próg powodujący obowiązek zgłoszenia i ustalić go na stałe na poziomie 0,1 %.
- (5) Należy zatem odpowiednio zmienić rozporządzenie (UE) nr 236/2012,

PRZYJMUJE NINIEJSZE ROZPORZĄDZENIE:

#### *Artykuł 1*

Art. 5 ust. 2 rozporządzenia (UE) nr 236/2012 otrzymuje brzmienie:

- „2. Stosowny próg powodujący obowiązek zgłoszenia określony jest procentowo i wynosi 0,1 % wyemitowanego kapitału podstawowego danej spółki oraz każde 0,1 % powyżej tej pierwszej wartości.”.

#### *Artykuł 2*

Niniejsze rozporządzenie wchodzi w życie dwudziestego dnia po jego opublikowaniu w *Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej*.

Niniejsze rozporządzenie wiąże w całości i jest bezpośrednio stosowane we wszystkich państwach członkowskich.

Sporządzono w Brukseli dnia 27.9.2021 r.

*W imieniu Komisji*  
*Przewodnicząca*  
*Ursula VON DER LEYEN*