

**Opinia Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego w sprawie wniosku dotyczącego rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniającego rozporządzenie (EMIR) w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, partnerów centralnych i repozytoriów transakcji**

COM(2011) 652 final – 2011/0296 (COD)

(2012/C 143/14)

Sprawozdawca generalny: **Edgardo Maria IOZIA**

Rada, w dniu 25 listopada 2011 r., oraz Parlament Europejski, w dniu 15 listopada 2011 r., postanowiły, zgodnie z art. 114 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej zasięgnąć opinii Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego w sprawie

*wniosku dotyczącego rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniającego rozporządzenie [EMIR] w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, partnerów centralnych i repozytoriów transakcji*

COM(2011) 652 final – 2011/0296 (COD).

Prezydium Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego powierzyło przygotowanie opinii w tej sprawie Sekcji Jednolitego Rynku, Produkcji i Konsumpcji dnia 25 października 2011 r.

Mając na względzie pilny charakter prac, na 478. sesji plenarnej w dniach 22–23 lutego 2012 r. (posiedzenie z 22 lutego 2012 r.) Europejski Komitet Ekonomiczno-Społeczny wyznaczył Edgarda Marię IOZIE na sprawozdawcę generalnego oraz 99 głosami – 5 osób wstrzymało się od głosu – przyjął następującą opinię:

## 1. Wnioski i zalecenia

1.1 EKES przyjmuje z zadowoleniem wniosek Komisji dotyczący rozporządzenia i wyraża nadzieję, że zostanie on wkrótce przyjęty w celu zwiększenia skuteczności ochrony oszczędzających i przyjęcia tych samych, zawartych w nim zasad, w stosunku do wszystkich instrumentów finansowych <sup>(1)</sup>.

1.2 EKES uważa, że celem wniosku dotyczącego rozporządzenia jest:

- zwiększenie przejrzystości operacji i informacji dla organów odpowiedzialnych za dane dotyczące transakcji;
- nadanie obowiązkowego charakteru obrotowi instrumentami pochodnymi w systemach zorganizowanych;
- ułatwienie usuwania barier utrudniających niedyskryminacyjny dostęp do systemów rozliczeń;
- zwiększenie nadzoru w zakresie instrumentów finansowych oraz pozycji w instrumentach pochodnych;
- kontrola świadczenia usług przez firmy z państw trzecich nieposiadające oddziału w UE;
- kontrola i ograniczenie wpływu metod obrotu automatycznego i opartego o algorytmy.

1.3 W omawianym rozporządzeniu zwiększono przejrzystość rynku i przyjęto pewne środki ograniczające jego fragmentację. Jednolite zastosowanie przepisów zapobiega ryzyku arbitrażu regulacyjnego, które jest bardzo wysokie na rynkach finansowych, w związku z czym użytkownicy końcowi odniosą korzyści dzięki spodziewanemu obniżeniu kosztów transakcji (przynajmniej w teorii).

1.4 Komisja powinna wyraźnie podkreślić w sporządzanych przez siebie wnioskach ustawodawczych, jakie korzyści odniosą poszczególne podmioty, których dotyczą te przepisy: indywidualni użytkownicy usług finansowych, małe i średnie przedsiębiorstwa, podmioty gospodarcze oraz administracja publiczna.

1.5 Elementem ogólnym, który Komisja musi popierać z pełnym przekonaniem, jest program edukacji finansowej. EKES powrócił niedawno do tego tematu w swej opinii z inicjatywą własną <sup>(2)</sup>.

1.6 Chociaż koszty związane z nowym rozporządzeniem nie wydają się zbyt wysokie, EKES wyraża wątpliwości co do ich ewentualnego wpływu na koszty makroekonomiczne systemu finansowego, które nie zostały odpowiednio rozważone w ocenie skutków. Jeżeli o to chodzi, EKES już od długiego czasu, wielokrotnie apelował o „dogłębną analizę wszystkich inicjatyw regulacyjnych pod kątem środków niezbędnych dla systemu finansowego i rynku kapitałowego. Stabilny i skuteczny system powinien sprzyjać stabilności finansowej i płynności gospodarki realnej” <sup>(3)</sup>. EKES wyraża zadowolenie, że Komisja postanowiła zapoczątkować analizę niezbędną do zrozumienia całościowego wpływu wszystkich środków regulacyjnych i wyraża nadzieję, że zostanie ona szybko opublikowana.

<sup>(1)</sup> Dz.U. C 54 z 19.2.2011, s. 44.

<sup>(2)</sup> Dz.U. C 318 z 29.10.2011, s. 24.

<sup>(3)</sup> Dz.U. C 107 z 6.4.2011, s. 21.

1.7 EKES pragnie poruszyć kwestię zgodności art. 40 rozporządzenia dotyczącego aktów delegowanych z art. 290 TFUE. Liczba, treść i przepisy aktów delegowanych nie są zgodne z postanowieniami Traktatu i pozostawiają poza normalną procedurą legislacyjną zbyt wiele kwestii o zasadniczym znaczeniu dla struktury rozporządzenia. EKES zaleca uważne zastanowienie się nad pełnym zharmonizowaniem przepisów TFUE i art. 40.

## 2. Wniosek dotyczący rozporządzenia

2.1 W ostatnich latach rynki finansowe przeszły istotne zmiany. Pojawiły się nowe produkty i systemy obrotu, a innowacje technologiczne takie jak trading wysokich częstotliwości zrewolucjonizowały rynek.

2.2 Propozycje te mają na celu zwiększenie skuteczności, odporności i przejrzystości rynków, a także wzmocnienie ochrony inwestorów. W nowych ramach prawnych organom regulacyjnym nadaje się większe uprawnienia do nadzoru i przedstawia jasne zasady funkcjonowania całej działalności handlowej.

### 2.3 Kluczowe elementy wniosku

2.3.1 Mocniejsza i skuteczniejsza struktura rynku: dyrektywa w sprawie rynków instrumentów finansowych (dyrektywa MiFID) miała już zastosowanie do wielostronnych systemów obrotu i do rynków regulowanych, lecz podczas obecnego przeglądu zakres jej stosowania obejmuje nowy rodzaj systemów obrotu, czyli zorganizowane platformy obrotu (OTF), które są platformami nieuregulowanymi odgrywającymi coraz istotniejszą rolę. Na przykład na platformach tych coraz częściej przedmiotem obrotu są standardowe kontrakty pochodne. Celem nowego wniosku jest zapewnienie tej luki. Nowa dyrektywa MiFID będzie nadal umożliwiać stosowanie różnych modeli obrotu, lecz zagwarantuje również funkcjonowanie wszystkich systemów według tych samych zasad przejrzystości i ograniczy konflikt interesu.

2.3.2 Uwzględnienie innowacji technologicznych: w nowej dyrektywie MiFID wprowadzona zostanie ponadto nowa forma ochrony handlu algorytmicznego i transakcji wysokich częstotliwości, które w ogromnym stopniu przyspieszyły przekazywanie zleceń i które mogą pociągnąć za sobą ryzyko systemowe.

2.3.3 Wszystkie przedsiębiorstwa handlu algorytmicznego zostaną poddane odpowiedniej regulacji oraz przepisom zakazującym zwiększania zmienności poprzez wchodzenie i wychodzenie z rynku, a także będą zapewniać właściwy poziom płynności. Wreszcie, propozycje te przyczynią się do poprawy dostępu do niektórych niezbędnych usług potransakcyjnych, takich jak rozliczanie, które w przeciwnym razie mogą zakłócić konkurencję między systemami obrotu.

2.4 Zwiększenie przejrzystości: wprowadzenie kategorii zorganizowanych platform obrotu poprawi przejrzystość działalności handlowej na rynkach kapitałowych, w tym ukrytej płynności (*dark pools*) (wolumen obrotu lub płynność niedostępna na platformach publicznych). Odstępstwa przyznaje się wyłącznie w ściśle określonych sytuacjach. Zostanie ponadto

wprowadzony nowy system przejrzystości dla rynków instrumentów nieudziałowych (obligacje, strukturyzowane i pochodne produkty finansowe). Co więcej, nowe wymogi gromadzenia wszystkich danych rynkowych w jednym miejscu umożliwią inwestorom uzyskanie pełnego obrazu całej działalności handlowej w UE i podejmowanie bardziej świadomych decyzji.

2.5 Wzmocnienie uprawnień do nadzoru i bardziej rygorystyczne zasady dla rynków towarowych instrumentów pochodnych. Dzięki tym propozycjom wzmocnione zostaną rola i uprawnienia organów regulacyjnych. W koordynacji z Europejskim Urzędem Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (EUN-GiPW), w ściśle określonych sytuacjach, organy nadzoru mogą wprowadzić zakaz określonych produktów, usług lub praktyk, które mogłyby zagrozić ochronie inwestorów, stabilności finansowej lub prawidłowemu funkcjonowaniu rynków.

2.6 Większa ochrona inwestorów: rozwijając wszystkie obecnie obowiązujące przepisy, w nowej MiFID zawarto bardziej rygorystyczne postanowienia w zakresie zarządzania portfelem zamówień, doradztwa w sprawie inwestycji i oferty złożonych produktów finansowych, takich jak produkty strukturyzowane. By uniknąć ewentualnych konfliktów interesu, niezależnych doradców i administratorów inwestycji portfelowych obowiązywać będzie zakaz przyjmowania od osób trzecich lub przekazywania im płatności bądź innych korzyści finansowych. Wreszcie, w odniesieniu do wszystkich przedsiębiorstw inwestycyjnych wprowadza się przepisy dotyczące ładu korporacyjnego i odpowiedzialności kierownictwa.

## 3. Uwagi i refleksje

3.1 Zgodnie z danymi Banku Rozrachunków Międzynarodowych wartość referencyjna instrumentów pochodnych będących w obrocie wzrosła z 601 046 mld dolarów w grudniu 2010 r. do 707 569 w czerwcu 2011 r. (BIS Quarterly Review, grudzień 2011 r.).

3.2 Celem nowego wniosku jest podniesienie poziomu skuteczności, integracji i przejrzystości rynków, zwłaszcza mniej regulowanych i tym samym zwiększenie ochrony inwestorów.

3.3 W ciągu ostatnich 20 lat gwałtownie wzrósł wolumen transakcji globalnych, co stanowiło duży zastrzyk środków płynnych dla rynków finansowych. Temu niespotykanemu dotąd wzrostowi, wynikającemu głównie ze spekulacji krótkoterminowej, nie towarzyszył równoległy wzrost gospodarki realnej, rynku pracy czy też wynagrodzeń. EKES uważa, że wniosek dotyczący rozporządzenia jest niezbędny i odpowiedni, by pomóc w złagodzeniu tych skutków dla rynków.

3.4 Pierwotną funkcją rynków finansowych jest wsparcie rozwoju gospodarczego poprzez ograniczenie nierównego dostępu do informacji i tym samym przyczynienie się do skutecznej alokacji środków. Jak już wspomniano, kryzys zwrócił uwagę na błędny mechanizm funkcjonowania rynków, na których podmioty działały według logiki innej niż zasady gospodarki informacyjnej i wykorzystywały rynki finansowe wyłącznie do bardzo krótkoterminowej i krótkoterminowej spekulacji.

3.5 Nasze rynki zostały zatem zalane bardzo krótkoterminowymi środkami płynnymi i zabrakło im (i nadal brakuje) zachęt do wspierania przemysłu realnego zamiast sektora finansowego. To postępowanie jeszcze bardziej zakłóca naturalne powiązanie przemysłu i rynków finansowych, na których powstają coraz bardziej nieprzejrzyste, abstrakcyjne i złożone instrumenty.

3.6 Spekulacja jest jedną z zasad funkcjonowania rynku. Jest ona nierozłącznie związana z samym rynkiem, gwarantuje płynność i zwraca uwagę na anomalie, lecz spekulacja bardzo krótkoterminowa jest bezużyteczna z gospodarczego i społecznego punktu widzenia i przyczynia się w znaczący sposób do powstawania baniek finansowych. Pilnie potrzebne jest odwrócenie obecnej tendencji poprzez ponowne skierowanie uwagi inwestorów na wzrost realny.

3.7 W tym kontekście we wniosku dotyczącym rozporządzenia proponuje się niewątpliwie skuteczne środki i instrumenty mające na celu stawienie czoła oczywistym słabościom i zaburzeniom równowagi naszego systemu.

3.8 W nowych ramach prawnych dotyczących zorganizowanych platform obrotu cała działalność handlowa podlega jaśniejszym zasadom funkcjonowania. Usługi zarządzania arkuszami zleceń, doradztwo w sprawie inwestycji w papiery wartościowe i oferta produktów finansowych podlegają rygorystycznym przepisom. Nowe przepisy, nakładające nowe wymogi dotyczące odpowiedzialności kierownictwa i przeglądu ładu korporacyjnego, będą wymagać od pośredników znacznej reorganizacji struktury korporacyjnej. EKES uważa, że chociaż wymogi związane z nowymi przepisami są uciążliwe, to są one jednocześnie odpowiednie i zgodne z celami rozporządzenia.

3.9 We wniosku dotyczącym rozporządzenia wprowadza się zorganizowane platformy obrotu OTF (*Organized Trading Facilities*). EKES odnosi się pozytywnie do tego postanowienia, gdyż umożliwi ono integrację różnych platform obrotu wykorzystywanych przez różnych kontrahentów. System ten pomoże całemu rynkowi dostrzec możliwości wykorzystania różnych, konkurujących ze sobą instrumentów, które będą jednak musiały być zgodne z zasadą najlepszej realizacji (*best execution*).

3.10 Przepisy dotyczą ponadto zakresu uprawnień zarezerwowanych dla organów, przyznając im specjalne uprawnienia z zakresu sprzedaży klientom produktów i usług, które mogą poważnie zagrozić interesom inwestorów, a także stabilności rynku.

3.11 Ponadto zasada przejrzystości ma zastosowanie nie tylko do rynków, lecz również na poziomie organów. Właściwe organy mogą bowiem wymieniać między sobą informacje na temat obrotu, unikając ewentualnych, budzących obawy nadużyć na rynku. EKES wyraża duże zadowolenie z tych aspektów wniosku dotyczącego rozporządzenia, gdyż chodzi o skuteczne działania mające na celu wzmocnienie ochrony inwestorów.

3.12 Według wiarygodnych podmiotów rynkowych „nowe przepisy mają zasadnicze znaczenie i zmieniają strukturę europej-

skich rynków finansowych”. Na przykład należy pamiętać o rzeczywistym ryzyku systemowym, które pojawiło się podczas ostatniego kryzysu finansowego. Niewypłacalność banku może zagrozić wykonaniu zobowiązań związanych z transakcjami pozagiełdowymi i tym samym objąć również jego kontrahentów oraz inne podmioty. W nowych przepisach zmniejsza się ryzyko kontrahenta rynku pozagiełdowego. Wniosek dotyczący rozporządzenia doprowadzi do znacznego ograniczenia transakcji pozagiełdowych.

3.13 Kolejnym celem nowego rozporządzenia, który EKES ocenia bardzo pozytywnie, jest gromadzenie danych na temat wszystkich transakcji pozagiełdowych, a nie tylko tych, które przeprowadzane są przez partnera centralnego. Informacje zostaną przekazane organom nadzoru, które będą mogły w ten sposób skutecznie monitorować rynek. Obecnie działań tych nie można prowadzić z powodu braku danych. W odniesieniu do tych aspektów w rozporządzeniu nakreśla się jednak strukturę otwartą, niezdefiniowaną a priori. Na przykład od dalszych decyzji podmiotów lub EUNGIPW będzie zależało ustalenie, które klasy instrumentów pochodnych zostaną skierowane do centralnego rozliczenia. Dlatego też obecnie nie można konkretnie określić, których z bieżących transakcji będzie to dotyczyć.

3.14 Inny istotny aspekt wiąże się z faktem, że w przyszłym rozporządzeniu europejskim nie przedstawia się żadnych informacji na temat struktury rynku przyszłych partnerów centralnych. Możliwe jest zatem, że wzmocnią się obecne struktury istniejące już w poszczególnych państwach członkowskich, takie jak na przykład Cassa di Compensazione e Garanzia – partner centralny giełdy włoskiej lub że powstaną nieliczne duże organy na skalę europejską. Niemniej są to jedynie hipotezy, gdyż w rozporządzeniu kwestię tę pominięto. Oprócz specjalnej struktury należy jednak przypomnieć również, jak istotny dla uniknięcia dalszych katastrofalnych przypadków niewykonania zobowiązania jest sposób, w jaki prowadzone będą działania w zakresie zarządzania ryzykiem, i skuteczność mechanizmów nadzoru.

3.15 Ponadto proces standaryzacji transakcji poprzez poddanie ich partnerom centralnym powinien obniżyć koszty. Proces koncentracji może mieć niewątpliwie taki efekt, lecz nie można mieć co do tego pewności. Jeżeli nowe przepisy zostaną prawidłowo wdrożone, mogą one z pewnością umożliwić lepszą ocenę ryzyka, które było ostatnio często bagatelizowane przez pośredników kredytowych dążących do zwiększenia wolumenu sprzedaży i zysków krótkoterminowych.

#### 4. Problemowe aspekty

4.1 Jedną z obaw dotyczy kosztów zastosowania omawianego rozporządzenia, które wydają się zaniżone i które obciążą instytucje finansowe w chwili, gdy znajdują się już pod presją z prawnego punktu widzenia, a także z punktu widzenia opłacalności i kosztów. Instytucje finansowe muszą być skuteczne i stanowić podporę gospodarki, utrzymując przy tym odpowiedni profil przychodów. Istnieją obawy, że koszty te mogą obciążyć wyłącznie inwestorów i klientów. EKES uważa, że należy przed tym chronić użytkowników i przedsiębiorstwa, zwłaszcza MŚP.

4.2 Zdaniem Komisji koszty przestrzegania przepisów będą wynosić jednorazowo od 512 do 732 mln euro, podczas gdy koszty wydatków bieżących wyniosą 312–586 mln euro. Koszty te wydają się zaniżone; na przykład koszty operacyjne tworzenia infrastruktury technologicznej niezbędnej do spełnienia wymogów dotyczących samej sprawozdawczości danych są dyskusyjne i mogą one same przewyższyć całościową kwotę. Komisja rozpoczęła wreszcie analizę w celu dokonania oceny całościowego wpływu wszystkich kosztów nowych inicjatyw regulacyjnych, o którą EKES apelował od dłuższego czasu. Komitet uważa, że dla pełnego zrozumienia skutków rozporządzenia pod względem terminów i kosztów analiza ta powinna zostać szybko dokończona i upubliczniona.

4.3 Ze względu na to, że całościowe zmiany prawne nadal wiążą się ze wzrostem kosztów i zwiększają złożoność instytucji finansowych, instytucje te zwróciły się z pytaniem, które obszary ich działalności powinny zostać zawieszony i czy powinny one zmienić swą jurysdykcję.

4.4 Chociaż wiele podmiotów zaakceptuje zasadę ograniczenia ryzyka poprzez zwiększenie przejrzystości, istnieje potrzeba lepszego zrozumienia, jaki będzie całościowy wpływ tych przepisów na konkurencyjność Europy na światowym rynku usług finansowych.

4.5 Jeżeli chodzi o większą przejrzystość wynikającą z nowego rozporządzenia, istotne byłoby zastanowienie się, jakie są bezpośrednie i rzeczywiste korzyści z nowych działań. Banki inwestycyjne lub fundusze hedgingowe z pewnością czerpią korzyści z większego dostępu do informacji, lecz czy to samo można powiedzieć o rynkach komercyjnych?

4.6 EKES zastanawia się, czy wysoce nakazowy charakter przepisów w odniesieniu do ukrytej płynności (*dark pool*) może zmniejszyć również zdolność spółek zarządzających oszczędnościami do prowadzenia optymalnych transakcji w imieniu swych klientów (czyli ostatecznie klientów detalicznych).

4.7 Jednym z celów wniosku dotyczącego rozporządzenia jest ujednoczenie, zharmonizowanie i zintegrowanie rynków

finansowych. Inwestorzy detaliczni często dysponują niewielką wiedzą na temat instrumentów finansowych dostępnych na ich własnym rynku odniesienia. Dlatego też, chociaż EKES z jednej strony popiera zasadę konsolidacji różnych platform obrotu, to z drugiej strony zaleca Komisji pilne propagowanie programów edukacji finansowej. Uważa bowiem, że bez odpowiedniego przygotowania i podniesienia świadomości inwestorów prowadzony proces harmonizacji może nie przynieść oczekiwanych rezultatów.

4.8 Ponadto do najistotniejszych konsekwencji nowego rozporządzenia należy poszerzenie kategorii aktywów, których ono dotyczy: oprócz akcji rozporządzenie ma się stosować do wszystkich innych instrumentów finansowych w tym samym czasie. Jeżeli będzie się dążyć do konkurencyjnej wymiany opartej na rozliczaniu instrumentów pochodnych notowanych na giełdzie, do czego daje impuls omawiane rozporządzenie, to będzie to miało bardzo istotne konsekwencje dla struktury rynku. Być może najbardziej prawdopodobna jest sytuacja, że niektóre rynki o stałym dochodzie działające już na większej liczbie platform elektronicznych szybko rozwiną się w tym kierunku.

4.9 W art. 40 wniosku dotyczącego rozporządzenia zamieszczono długą i wyczerpującą listę aktów delegowanych, które przyjąć może Komisja. Zakres tych aktów jest raczej szeroki (by podać tylko parę przykładów: specyfikacja notowań bid/ask, rodzaje i wielkość zamówień, treść informacji, jakie rynki regulowane i przedsiębiorstwa inwestycyjne powinny przekazywać obywatelom w odniesieniu do każdej kategorii instrumentów finansowych itd.). EKES zwraca uwagę na problem zgodności art. 40 z art. 290 TFUE, w formie zmienionej i uzupełnionej przez traktat lizboński. Zgodnie z postanowieniami Traktatu „akt prawodawczy może przekazywać Komisji uprawnienia do przyjęcia aktów o charakterze nieprawodawczym o zasięgu ogólnym, które uzupełniają lub zmieniają niektóre, inne niż istotne, elementy aktu prawodawczego”. Analizując elementy wniosku dotyczącego rozporządzenia, które mogą zostać oddelegowane, EKES dochodzi do wniosku, że należy je uznać raczej za istotne, a nie marginalne. Dlatego też uważa, że listę aktów delegowanych zamieszczoną w art. 40 rozporządzenia należy uznać za zbyt rozbudowaną, za długą i niezgodną z TFUE.

Bruksela, 22 lutego 2012 r.

Przewodniczący  
Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego  
Staffan NILSSON