

## III

(Akty przygotowawcze)

## EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

## OPINIA EUROPEJSKIEGO BANKU CENTRALNEGO

z dnia 22 marca 2012 r.

w sprawie: (i) projektu dyrektywy w sprawie rynków instrumentów finansowych uchylającej dyrektywę 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady; (ii) projektu rozporządzenia w sprawie rynków instrumentów finansowych uchylającej dyrektywę 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady (zwanego dalej „projektem MiFID”); (iii) projektu dyrektywy w sprawie sankcji karnych za wykorzystywanie informacji poufnych i manipulacje na rynku oraz (iv) projektu rozporządzenia w sprawie wykorzystywania informacji poufnych i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku)

(CON/2012/21)

(2012/C 161/03)

**Wprowadzenie i podstawa prawna**

W dniu 25 listopada 2011 r. Europejski Bank Centralny (EBC) otrzymał trzy wnioski Rady Unii Europejskiej o wydanie opinii w sprawie: (i) projektu <sup>(1)</sup> dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie rynków instrumentów finansowych uchylającej dyrektywę 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady (zwanego dalej „projektem MiFID”); (ii) projektu <sup>(2)</sup> rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniającego rozporządzenie (EMIR) <sup>(3)</sup> w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, partnerów centralnych i repozytoriów transakcji (zwanego dalej „projektem MiFIR”); (iii) projektu rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie wykorzystywania informacji poufnych i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku) <sup>(4)</sup> (zwanego dalej „projektem MAR”). W dniu 30 listopada 2011 r. EBC otrzymał wniosek Rady o wydanie opinii w sprawie projektu dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie sankcji karnych za wykorzystywanie informacji poufnych i manipulacje na rynku <sup>(5)</sup> (zwanego dalej „projektem MAD”).

Właściwość EBC do wydania opinii w sprawie projektów dyrektyw i rozporządzeń wynika z art. 127 ust. 4 oraz art. 282 ust. 5 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej. Projekty dyrektyw i rozporządzeń zawierają postanowienia istotne dla integracji i integralności europejskich rynków finansowych oraz dla zaufania publicznego wobec papierów wartościowych i instrumentów pochodnych, mające wpływ na przyczynianie się przez Europejski System Banków Centralnych do należytego wykonywania przez właściwe organy polityk w odniesieniu do nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi oraz stabilności systemu finansowego zgodnie z art. 127 ust. 5 Traktatu oraz wspieranie sprawnego funkcjonowania systemów płatniczych. Z uwagi na postulaty efektywności i przejrzystości EBC zdecydował się przyjąć jedną opinię w odniesieniu do wszystkich czterech powyżej określonych projektów aktów prawnych. Rada Prezesów wydała niniejszą opinię zgodnie ze zdaniem pierwszym art. 17 ust. 5 Regulaminu Europejskiego Banku Centralnego.

<sup>(1)</sup> COM(2011) 656 wersja ostateczna.

<sup>(2)</sup> COM(2011) 652 wersja ostateczna.

<sup>(3)</sup> Zob. projekt rozporządzenia w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, partnerów centralnych i repozytoriów transakcji, wrzesień 2010 r., COM(2010) 484 wersja ostateczna.

<sup>(4)</sup> COM(2011) 651 wersja ostateczna.

<sup>(5)</sup> COM(2011) 654 wersja ostateczna.

## Uwagi ogólne

1. *Cele i struktura projektów dyrektyw i rozporządzeń*
  - 1.1. W dniu 20 października 2011 r. Komisja przyjęła cztery powyżej określone projekty, które mają zastąpić dyrektywy 2004/39/WE <sup>(6)</sup> i 2003/6/WE <sup>(7)</sup>, w celu zapewnienia efektywności, integralności, odporności i przejrzystości rynków finansowych. W szczególności projekt MiFID stanowi przekształcenie dyrektywy 2004/39/WE w odniesieniu do dostępu do działalności firm inwestycyjnych, rynków regulowanych i dostawców usług w zakresie danych, ich ładu korporacyjnego i ram nadzoru nad nimi, prowadzenia działalności inwestycyjnej oraz firm mających siedzibę w państwach trzecich, świadczących usługi inwestycyjne za pośrednictwem oddziału. Projekt MiFIR dodatkowo wzmacnia dyrektywę 2004/39/WE i wprowadza nowe zasady dotyczące ogłaszania danych handlowych, zgłaszania transakcji, obowiązkowego obrotu instrumentami pochodnymi w systemach zorganizowanych, niedyskryminacyjnego dostępu do systemów rozliczeń, interwencji produktowej, zarządzania pozycjami w instrumentach pochodnych i świadczenia usług przez firmy z państw trzecich nieposiadające oddziału. Projekt MAR uchyla i zastępuje dyrektywę 2003/6/WE. Projekt MAD, oparty na art. 83 ust. 2 Traktatu, zobowiązuje państwa członkowskie do wprowadzenia minimalnych sankcji karnych za najpoważniejsze formy nadużyć na rynku.
  - 1.2. EBC zdecydowanie popiera proponowane środki mające na celu poprawę regulacji rynków instrumentów finansowych, stanowiące ważny krok w kierunku wzmocnienia ochrony inwestorów i stworzenia lepiej działającego i bezpieczniejszego systemu finansowego w Unii Europejskiej.
2. *Jednolita europejska księga zasad w sektorze finansowym i kompetencje opiniodawcze EBC*
  - 2.1. Proponowane rozwiązania zwiększą pewność prawną poprzez ograniczenie opcji i swobody działania państw członkowskich i ograniczą ryzyko zakłóceń rynku i arbitrażu regulacyjnego. W szczególności korzystne jest zwiększenie harmonizacji przez dwa bezpośrednio stosowane rozporządzenia i dyrektywę w sprawie sankcji karnych, gdyż zapewnia ono równe warunki konkurencji i porównywalne minimalne zasady dotyczące administracyjnych środków, sankcji i grzywien, a także sankcji karnych.
  - 2.2. EBC zdecydowanie popiera stworzenie jednolitej europejskiej księgi zasad mającej zastosowanie do wszystkich instytucji finansowych <sup>(8)</sup>, jako że wspiera ona sprawne funkcjonowanie wspólnego rynku w ramach Unii i ułatwia pogłębioną integrację finansową w Europie <sup>(9)</sup>. Ponadto, jak wskazano w poprzednich opiniach <sup>(10)</sup>, EBC zaleca, aby zwykłej procedurze ustawodawczej podlegały tylko zasady ramowe odzwierciedlające podstawowe wybory strategiczne i kwestie o zasadniczym znaczeniu oraz aby zasady techniczne zostały przyjęte jako akty delegowane lub wykonawcze

<sup>(6)</sup> Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG (Dz.U. L 145 z 30.4.2004, s. 1).

<sup>(7)</sup> Dyrektywa 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku) (Dz.U. L 96 z 12.4.2003, s. 16).

<sup>(8)</sup> Zob. pkt 20 konkluzji Rady Europejskiej z dnia 18 i 19 czerwca 2009 r.

<sup>(9)</sup> Zob. np. pkt 3 opinii EBC CON/2011/42 z dnia 4 maja 2011 r. w sprawie projektu dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady zmieniającej dyrektywę 2003/71/WE i 2009/138/WE w zakresie uprawnień Europejskiego Urzędu Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych oraz Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (Dz.U. C 159 z 28.5.2011, s. 10). Opinie EBC są publikowane na stronie internetowej EBC pod adresem: <http://www.ecb.europa.eu>

<sup>(10)</sup> Zob. np. pkt 2 opinii EBC CON/2009/17 z dnia 5 marca 2009 r., wydanej na wniosek Rady Unii Europejskiej w sprawie projektu dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady zmieniającej dyrektywę 2006/48/WE i 2006/49/WE w odniesieniu do banków powiązanych z centralnymi instytucjami, niektórych pozycji funduszy własnych, dużych ekspozycji, uzgodnień w zakresie nadzoru i zarządzania kryzysowego (Dz.U. C 93 z 22.4.2009, s. 3).

zgodnie z art. 290 i 291 Traktatu, w odpowiednich przypadkach poprzez uprzednie opracowanie projektów regulacyjnych i standardów wykonawczych przez Europejskie Urzędy Nadzoru<sup>(11)</sup>. W tym względzie, mając na uwadze znaczenie aktów delegowanych i wykonawczych jako ważnego składnika jednolitej europejskiej księgi zasad, EBC oczekuje, że w stosownych przypadkach będzie proszony o wydanie w odpowiednim czasie opinii w sprawie takich projektów unijnych aktów prawnych<sup>(12)</sup>.

- 2.3. Ponadto EBC zaleca zapewnienie międzysektorowej spójności unijnych przepisów w zakresie usług finansowych.

3. *Uprawnienia właściwych organów, rola EUNGiPW i organów makroostrożnościowych*

- 3.1. EBC z zadowoleniem przyjmuje fakt, że proponowane rozwiązania wzmocniają i dostosowują uprawnienia organów nadzorujących firmy inwestycyjne i rynki instrumentów finansowych, a także ich uprawnienia śledcze<sup>(13)</sup>, szczególnie nacisk kładąc na współpracę transgraniczną<sup>(14)</sup>. Dla uporządkowanego funkcjonowania rynków instrumentów finansowych kluczowe znaczenie ma zbudowanie sieci odpowiednio wyposażonych i posiadających właściwe uprawnienia organów nadzorczych, mających możliwość reagowania na niepożądane tendencje, działania lub zagrożenia na rynkach. W tym względzie EBC popiera silną rolę EUNGiPW w proponowanych aktach prawnych, w szczególności w odniesieniu do jego funkcji ułatwiania i koordynacji oraz tworzenia standardów technicznych. Ponadto obowiązek współpracy ze strony właściwych organów krajowych i zapewnienia EUNGiPW koniecznych informacji ułatwi spójne stosowanie proponowanych rozwiązań i równe warunki konkurencji w Unii. W tym względzie, jak wskazano w poprzednich opiniach<sup>(15)</sup>, EBC sugeruje dalsze usprawnienie współpracy i wymiany informacji w ramach Europejskiego Systemu Nadzoru Finansowego oraz pomiędzy organami nadzoru a bankami centralnymi należącymi do ESBC, w tym EBC, w zakresie, w jakim informacje te mają znaczenie dla wykonywania ich odpowiednich zadań<sup>(16)</sup>.

- 3.2. Konieczna jest również, jak zostało to przewidziane w proponowanych rozwiązaniach, współpraca właściwych organów z innymi organami w tym samym państwie członkowskim<sup>(17)</sup>. Ponadto w celu właściwego uwzględnienia perspektywy makroostrożnościowej ECB zaleca stworzenie i umacnianie odpowiednich procedur współpracy z organami makroostrożnościowymi dla dokonywania oceny

<sup>(11)</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1093/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie ustanowienia Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego), zmiany decyzji nr 716/2009/WE oraz uchylecia decyzji Komisji 2009/78/WE (Dz.U. L 331 z 15.12.2010, s. 12), rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1094/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie ustanowienia Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych), zmiany decyzji nr 716/2009/WE i uchylecia decyzji Komisji 2009/79/WE (Dz.U. L 331 z 15.12.2010, s. 48) oraz rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1095/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie ustanowienia Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych), zmiany decyzji nr 716/2009/WE i uchylecia decyzji Komisji 2009/77/WE (Dz.U. L 331 z 15.12.2010, s. 84). Rozporządzenia te wprowadzają procedurę opracowywania przez Europejskie Urzędy Nadzoru projektów technicznych standardów regulacyjnych i wykonawczych przed ich zatwierdzeniem przez Komisję w formie aktów delegowanych i aktów wykonawczych.

<sup>(12)</sup> Zob. np. pkt 1.3 opinii EBC CON/2010/23 z dnia 18 marca 2010 r. w sprawie projektu dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady zmieniającej dyrektywy 1998/26/WE, 2002/87/WE, 2003/6/WE, 2003/41/WE, 2003/71/WE, 2004/39/WE, 2004/109/WE, 2005/60/WE, 2006/48/WE, 2006/49/WE oraz 2009/65/WE w odniesieniu do kompetencji Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego, Europejskiego Urzędu Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych oraz Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (Dz.U. C 87 z 1.4.2010, s. 1), pkt 4 opinii CON/2011/42, pkt 8 opinii CON/2011/44 z dnia 19 maja 2011 r. w sprawie projektu rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie europejskiego systemu rachunków narodowych i regionalnych w Unii Europejskiej (Dz.U. C 203 z 9.7.2011, s. 3) oraz w niedawnym okresie pkt 4 opinii CON/2012/5 z dnia 25 stycznia 2012 r. w sprawie projektu dyrektywy w sprawie warunków podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje kredytowe oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi oraz projektu rozporządzenia w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych (Dz.U. C 105 z 11.4.2012, s. 1).

<sup>(13)</sup> Artykuły 70 i 71 projektu MiFID i art. 17 projektu MAR.

<sup>(14)</sup> Artykuły 83 i 84 projektu MiFID i art. 19 projektu MAR.

<sup>(15)</sup> Zob. np. pkt 13 do 15 opinii CON/2009/17, pkt 4–6 opinii CON/2010/5, pkt 2.2 opinii CON/2010/23, pkt 5 opinii CON/2011/42 oraz w niedawnym okresie pkt 11.1 opinii CON/2012/5.

<sup>(16)</sup> Zob. zmianę nr 11 w załączniku do niniejszej opinii.

<sup>(17)</sup> Zob. art. 70 projektu MiFID i art. 17 projektu MAR.

zagrożeń stabilności systemu finansowego<sup>(18)</sup>. Może to oznaczać współpracę pomiędzy właściwymi organami i krajowymi organami makroostrożnościowymi<sup>(19)</sup> lub, w innych przypadkach, współpracę EUNGiPW z Europejską Radą ds. Ryzyka Systemowego (ERRS)<sup>(20)</sup>. W tym względzie mogłoby być właściwe określenie takiej współpracy podczas dokonywania przeglądu rozporządzenia (UE) nr 1095/2010<sup>(21)</sup>.

- 3.3. Propozycja wzmocnienia systemu sankcji administracyjnych poprzez zapewnienie właściwym organom minimalnych poziomów środków administracyjnych, sankcji i grzywnien, stanowi odpowiedni sposób zapewnienia wspólnych standardów w całej Unii, przy jednoczesnym pozostawieniu swobodzie decyzyjnej prawodawców krajowych wyposażenia właściwych organów w dodatkowe uprawnienia do nakładania sankcji, a w szczególności ustanowienia administracyjnych sankcji finansowych w większej wysokości<sup>(22)</sup>. Ponadto w celu zapewnienia przejrzystości i spójności sankcji administracyjnych przyjętych w całej Unii państwa członkowskie powinny powiadamiać Komisję i EUNGiPW o stosowanych krajowych zasadach i ich późniejszych zmianach<sup>(23)</sup>.

### Uwagi szczegółowe

#### A. Przegląd dyrektywy 2004/39/WE

##### 4. Zmiany struktury rynków

EBC popiera wnioski Komisji mające na celu dostosowanie ram struktury rynku w świetle innowacji w dziedzinie finansów oraz obecnego postępu technicznego, a w szczególności dotyczy to wprowadzenia w projektowanych regulacjach nowych platform obrotu, tj. zorganizowanych platform obrotu (OTF), co poszerzy zakres unijnych ram regulacyjnych. EBC zwraca uwagę, że projekty MiFID i MiFIR powinny zapewnić równe warunki konkurencji dla wszystkich regulowanych systemów obrotu, poddając je takim samym wymogom organizacyjnym i zasadom przejrzystości, przy ich odpowiednim zróżnicowaniu, co pozwoli uniknąć zachęty do arbitrażu regulacyjnego.

##### 5. Wymogi w zakresie przejrzystości i konsolidacja danych

- 5.1 EBC popiera planowane poszerzenie zakresu wymogów dotyczących przejrzystości przed- i potransakcyjnej poza instrumenty udziałowe, tak aby obejmowały one obligacje, produkty strukturyzowane oraz instrumenty pochodne dopuszczone do obrotu lub będące przedmiotem obrotu na rynku regulowanym, na wielostronnych platformach obrotu (MTF) lub na OTF, a także instrumenty pochodne zakwalifikowane do centralnego rozliczania, gdyż ułatwi to kształtowanie cen i pozytywnie wpłynie na proces oceny takich instrumentów.

- 5.2 Projekty MiFID<sup>(24)</sup> i MiFIR<sup>(25)</sup> wprowadzają przepisy mające na celu poprawę konsolidacji danych na potrzeby informacji w zakresie przejrzystości. Zgodnie z tymi przepisami dostawcy informacji skonsolidowanych (CTP) gromadzą informacje pochodzące od systemów obrotu, a dla transakcji realizowanych poza systemami obrotu od firm inwestycyjnych za pośrednictwem zatwierdzonych podmiotów publikujących. Zdaniem Komisji proponowane przepisy określają warunki dla zaistnienia dostawców informacji skonsolidowanych<sup>(26)</sup>. Pomimo możliwości rozwoju takich komercyjnych rozwiązań, EBC jest zdania, że właściwa przejrzystość może zostać prawidłowo zapewniona wyłącznie poprzez ustanowienie jednego dostawcy informacji skonsolidowanych. W tym względzie EBC zwraca uwagę, że Komisja będzie przedstawiała sprawozdanie z funkcjonowania w praktyce systemów publikowania informacji skonsolidowanych, a jeśli uzna to za stosowne, przedstawi

<sup>(18)</sup> Zob. np. art. 31, 32 i 35 projektu MiFIR, zgodnie z którymi uprawnienia właściwych organów oraz EUNGiPW w zakresie interwencji produktowej umożliwiają im przeciwdziałanie zagrożeniu dla prawidłowego funkcjonowania rynków finansowych lub stabilności całego unijnego systemu finansowego lub części tego systemu.

<sup>(19)</sup> Zob. np. art. 70 projektu MiFID i zmianę nr 11 w załączniku do niniejszej opinii.

<sup>(20)</sup> Zob. np. art. 31, 33 i 34 projektu MiFIR określające warunki uprawnień EUNGiPW w zakresie interwencji oraz jego roli w zakresie koordynacji i ułatwiania.

<sup>(21)</sup> Artykuł 81 rozporządzenia (UE) nr 1095/2010.

<sup>(22)</sup> Zob. art. 26 projektu MAR.

<sup>(23)</sup> Przepis taki znajduje się już w art. 24 projektu MAR. Podobne zobowiązanie powinno zostać wprowadzone do projektu MiFID.

<sup>(24)</sup> Zob. art. 61 do 68 projektu MiFID.

<sup>(25)</sup> Zob. art. 11 do 12 projektu MiFIR.

<sup>(26)</sup> Zob. motyw 78 i pkt 3.4.12 uzasadnienia projektu MiFID.

wniosek ustawodawczy dotyczący powołania jednego podmiotu prowadzącego system publikacji skonsolidowanych informacji potransakcyjnych<sup>(27)</sup>. Jednakże EBC jest zdania, że doświadczenie zgromadzone od czasu transpozycji dyrektywy 2004/39/WE wskazuje na niedoskonałość rynku konsolidacji danych, która uzasadniałaby przedstawienie wniosków ustawodawczych już na obecnym etapie w celu odniesienia się do tych problemów.

#### 6. *Zgłaszanie transakcji*

W odniesieniu do zgłaszania transakcji EBC popiera propozycję włączenia informacji dotyczących klienta, w imieniu którego firma inwestycyjna zrealizowała daną transakcję i podkreśla znaczenie wprowadzenia odniesienia do korzystania z niepowtarzalnych oznaczeń identyfikujących dla firm inwestycyjnych i/lub klientów transakcji. EBC zwraca także uwagę, że firmy inwestycyjne realizujące transakcje na instrumentach finansowych na własny rachunek lub w imieniu klienta zgłaszają szczegóły tych transakcji właściwym organom krajowym, a także przechowują dane w sposób dostępny dla organów nadzoru przez przynajmniej pięć lat. Biorąc pod uwagę, że informacje te będą wykorzystywane przez właściwe organy także w celu monitorowania nadużyć i manipulacji na rynku, EBC akcentuje znaczenie zapewnienia, aby zgłaszane informacje o transakcjach mogły być łatwo dostępne w jednolitym systemie na poziomie europejskim, wskazanym przez EUNGIPW w możliwie najkrótszym terminie, a nie dopiero po dokonaniu ewentualnego przeglądu MiFIR po upływie dwóch lat od jego wejścia w życie<sup>(28)</sup>.

#### 7. *Wyłączenia od obowiązku podawania informacji i zgłaszania dotyczące banków centralnych*

7.1. Powyższe ramy regulujące przejrzystość i obowiązek zgłaszania nie ustanawiają wyjątków w odniesieniu do transakcji, w których kontrahentem jest bank należący do Europejskiego Systemu Banków Centralnych<sup>(29)</sup>.

7.2. W tym względzie EBC zwraca uwagę, że podczas gdy ujawnianie informacji dotyczących transakcji dokonywanych przez banki centralne w ramach ich statutowych celów i zadań nie prowadziłoby do osiągnięcia większej przejrzystości rynku, to skuteczność takich operacji, zwłaszcza w dziedzinie polityki pieniężnej czy operacji walutowych, a zatem wykonywanie przez banki centralne tych zadań, które opiera się na terminowości i poufności – mogłoby zostać poważnie naruszone poprzez podawanie informacji o takich transakcjach, czy to w czasie rzeczywistym, czy z opóźnieniem. Ponadto przejrzystość pewnych rodzajów transakcji i wielkość tych transakcji umożliwiłyby w niektórych przypadkach uczestnikom rynku niemal natychmiastową identyfikację transakcji banków centralnych należących do ESBC, nawet gdyby ich nazwy nie były podawane. Wobec powyższego EBC zdecydowanie zaleca wyłączenie transakcji banków centralnych należących do ESBC od wymogów w zakresie przejrzystości<sup>(30)</sup>.

7.3. W odniesieniu do obowiązku zgłaszania, zgodnie z którym kontrahenci transakcji, której stroną jest bank należący do ESBC, zobowiązani są zgłosić szczegóły tych transakcji właściwym organom, może on także naruszać zasady poufności EBC i krajowych banków centralnych oraz podważać celowość immunitetów przyznanych EBC na podstawie Traktatu, przede wszystkim nietykalność archiwów EBC i komunikacji służbowej<sup>(31)</sup>, w szczególności ze względu na to, że proces zgłaszania transakcji właściwym organom może wiązać się z pośrednictwem innych podmiotów, takich jak systemy obrotu, zatwierdzone mechanizmy sprawozdawcze czy repozytoria transakcji. Z tej przyczyny transakcje, w których kontrahentem jest bank należący do ESBC, powinny być również wyłączone od obowiązku zgłaszania<sup>(32)</sup>.

#### 8. *Rynki małych i średnich przedsiębiorstw*

Projekt MiFID<sup>(33)</sup> pozwala operatorowi MTF wystąpić do swojego macierzystego właściwego organu z wnioskiem o rejestrację MTF jako rynku na rzecz wzrostu MŚP<sup>(34)</sup>. Z uwagi na trudności, z jakimi spotyka się ostatnio wiele MŚP w kwestii dostępu do finansowania i przy założeniu, że tego rodzaju

<sup>(27)</sup> Zob. art. 96 ust. 1 lit. f) projektu MiFID.

<sup>(28)</sup> Zob. zmiana nr 13 w załączniku do niniejszej opinii.

<sup>(29)</sup> Artykuł 2 ust. 1 lit. g) projektu MiFID ustanawia jedynie wyłączenie podmiotowe dotyczące banków centralnych należących do ESBC. Projekt MiFIR nie zawiera wyłączeń. W każdym przypadku firmy inwestycyjne, które są kontrahentami transakcji z bankami centralnymi należącymi do ESBC, nie są w jasny sposób wyłączone od obowiązków dotyczących przejrzystości i zgłaszania, o jakich mowa w art. 19, 20 i 23 projektu MiFIR.

<sup>(30)</sup> Zob. zmianę nr 12 w załączniku do niniejszej opinii.

<sup>(31)</sup> Zob. art. 343 Traktatu i art. 39 Statutu Europejskiego Systemu Banków Centralnych i Europejskiego Banku Centralnego oraz art. 2, 5 i 22 Protokołu w sprawie przywilejów i immunitetów Unii Europejskiej.

<sup>(32)</sup> Porównaj: przypis 30.

<sup>(33)</sup> Zob. art. 35 projektu MiFID.

<sup>(34)</sup> Zgodnie z art. 4 ust. 1 pkt 11 projektu MiFID „rynek na rzecz wzrostu MŚP” oznacza MTF, która została zarejestrowana jako rynek na rzecz wzrostu MŚP zgodnie z art. 35.

utrudnienia mogą powstawać w warunkach napięć rynkowych, ustanowienie systemów obrotu specjalizujących się w kwestiach dotyczących MŚP należy uznać za pożądane. Nie tylko zapewnią one finansowanie dla MŚP, w szczególności w trudniejszych okresach, lecz również poprawią kształtowanie cen i ustalanie poziomu cen na potrzeby tych firm. Ponieważ MTF będą specjalizować się w tych kwestiach, jest prawdopodobne, że ceny będą lepiej odzwierciedlać warunki kształtowania cen właściwe MŚP.

9. *Obrót standaryzowanymi instrumentami pochodnymi będącymi przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym*
- 9.1. Eurosystem zwracał już uwagę<sup>(35)</sup> na potrzebę podjęcia pilnych działań w celu wdrożenia w Unii zobowiązania przyjętego przez państwa grupy G-20 we wrześniu 2009 r., zgodnie z którym „najpóźniej do końca 2012 r. wszystkie standaryzowane kontrakty dotyczące instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym powinny być przedmiotem obrotu na giełdach lub, w stosownych przypadkach, elektronicznych platformach obrotu oraz powinny być rozliczane poprzez partnerów centralnych”, co ma na celu poprawę przejrzystości rynków, ograniczenie ryzyka systemowego i ochronę przed nadużyciami na rynku.
- 9.2. W tym kontekście EBC popiera wprowadzenie przepisów<sup>(36)</sup> zmierzających do realizacji wymogu, aby kwalifikujące się instrumenty pochodne będące przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym stały się przedmiotem obrotu na rynkach regulowanych, MTF i OTF oraz powierzących EUNGI PW określenie dokładnego zakresu takiego obrotu przy uwzględnieniu płynności<sup>(37)</sup>. EBC zauważa jednak, że podejście takie może potrzebować uzupełnienia zgodnie z zaleceniem Rady Stabilności Finansowej, aby władze „tworzyły zachęty oraz we właściwych przypadkach regulacje dla zwiększenia korzystania ze standaryzowanych produktów i standaryzowanych procesów”<sup>(38)</sup>. Wobec powyższego EBC wyraża pogląd, że regularne monitorowanie obrotu kontraktami niestandaryzowanymi poza rynkiem regulowanym, MTF lub OTF powinno być prowadzone na poziomie unijnym.
10. *Rozszerzone wymogi dla handlu algorytmicznego, w tym dla transakcji o wysokiej częstotliwości*
- 10.1. Handel algorytmiczny, w tym transakcje o wysokiej częstotliwości, może nieść ze sobą zagrożenia dla płynności i efektywności rynków finansowych, w szczególności w okresach napięć rynkowych. Dlatego też EBC z zadowoleniem przyjmuje proponowane zmiany w dyrektywie 2004/39/WE wprowadzające właściwe zabezpieczenia organizacyjne dla systemów obrotu, np. w odniesieniu do wydajności obrotu, ustanowienie mechanizmów pozwalających na czasowe wstrzymanie obrotu, zapewnienie dostępu do rynku dla podmiotów zaangażowanych w mechanizmy zawierania transakcji z wysoką częstotliwością i firm inwestycyjnych zapewniających bezpośredni elektroniczny dostęp do rynków dla systemów obrotu. Proponowane przepisy ułatwią również nadzór i monitorowanie handlu algorytmicznego oraz transakcji o wysokiej częstotliwości przez właściwe organy.
- 10.2. EBC jest jednak zdania, że ramy regulacyjne powinny jasno stanowić, że wszystkie podmioty prowadzące zawodowo działalność w zakresie handlu algorytmicznego powinny być uważane za mieszczące się w definicji firm inwestycyjnych, a zatem być objęte zakresem MiFID, a ich działalność – poddana nadzorowi i monitorowaniu przez właściwe organy<sup>(39)</sup>. Zapewnienie pełnego objęcia przepisami wszystkich podmiotów profesjonalnie prowadzących transakcje o wysokiej częstotliwości lub handel algorytmiczny ograniczyłoby potencjalne obchodzenie proponowanych zasad.
- 10.3. EBC z zadowoleniem przyjmuje proponowane przepisy MiFIR dotyczące szczegółów zgłaszania transakcji, które obejmują oznaczenie używane dla identyfikacji algorytmów komputerowych w ramach firmy inwestycyjnej odpowiedzialnych za decyzję inwestycyjną oraz za realizację transakcji<sup>(40)</sup>. EBC jest zdania, że dla ułatwienia nadzoru międzyrynkowego oraz dla zapobiegania i wykrywania nadużyć na rynku powinny zostać wprowadzone niepowtarzalne oznaczenia identyfikujące w celu identyfikacji wszelkich transakcji handlu algorytmicznego generowanych na tych samych i różnych platformach.

<sup>(35)</sup> Zob. publikację pt. „European Commission’s public consultation on the review of the MiFID — Eurosystem contribution”, luty 2011 r., s. 2 (zwaną dalej „wkładem Eurosystemu z 2011 r.”).

<sup>(36)</sup> Artykuł 24 projektu MiFIR.

<sup>(37)</sup> Zob. wkład Eurosystemu z 2011 r., s. 2.

<sup>(38)</sup> Zob. publikację pt. „Implementing OTC Derivatives Market Reforms — Report of the OTC Derivatives Working Group” z dnia 10 października 2010 r.: „Władze powinny regularnie badać zmiany działalności na rynku w celu monitorowania zakresu, w jakim uczestnicy rynku dokonują obrotu kontraktami niestandaryzowanymi jedynie w celu ominięcia wymogów dotyczących obrotu i centralnych rozliczeń oraz podjęcia kroków dla przeciwdziałania takim zachowaniom.”. Dokument dostępny na stronie internetowej Rady Stabilności Finansowej pod adresem: <http://www.financialstabilityboard.org>

<sup>(39)</sup> Zob. zmiany do motywu 47, art. 2 ust. 1 i art. 17 ust. 2 projektu MiFID w załączniku do niniejszej opinii.

<sup>(40)</sup> Zob. art. 23 ust. 3 projektu MiFIR.

- 10.4. Wreszcie proponowane wymogi, aby rynek regulowany<sup>(41)</sup> posiadał skuteczne systemy, procedury i mechanizmy powinny uniemożliwić systemom obrotu algorytmicznego doprowadzenie lub przyczynienie się do powstania na rynku zakłóceń obrotu. W tym względzie EBC z zadowoleniem przyjmuje: (i) określenie warunków, na jakich obrót powinien podlegać wstrzymaniu, w przypadku wystąpienia znacznego wahania cen instrumentu finansowego na danym rynku oraz (ii) określenie maksymalnej wartości wskaźnika niezrealizowanych zleceń do liczby transakcji oraz minimalnych wielkości zmiany ceny<sup>(42)</sup>. Wprawdzie EBC jest zdania, że Komisja powinna być uprawniona do określenia maksymalnej wartości wskaźnika niezrealizowanych zleceń do liczby transakcji, to jednak uważa, że określanie minimalnej wartości wskaźnika niezrealizowanych zleceń do liczby transakcji nie jest niezbędne<sup>(43)</sup>.
11. *Limity pozycji i sprawozdania dotyczące pochodnych instrumentów towarowych*
- 11.1. Projekt MiFID stanowi, że państwa członkowskie zapewniają stosowanie przez rynki regulowane, operatorów MTF i OTF, którzy dopuszczają do obrotu pochodne instrumenty towarowe, odpowiednich limitów lub mechanizmów wywierających równoważny skutek, w celu wsparcia płynności, zapobiegania nadużyciom na rynku i wsparcia uporządkowanych warunków wyceny i rozrachunku fizycznie dostarczanych towarów<sup>(44)</sup>. Zgodnie z projektem MiFID limity te mogą zostać ujednoczone przez Komisję w drodze aktów delegowanych<sup>(45)</sup>, a właściwe organy są uprawnione do określenia limitów pozycji *ex ante* dla towarowych instrumentów pochodnych<sup>(46)</sup> na sprecyzowany okres czasu, natomiast EUNGiPW będzie pełnić rolę koordynatora takich środków, a także będzie posiadać bezpośrednie uprawnienia w tym obszarze<sup>(47)</sup>. EBC z zadowoleniem przyjmuje te przepisy.
- 11.2. Jednakże w odniesieniu do limitów dla towarowych instrumentów pochodnych EBC podkreśla znaczenie odpowiedniego przeciwdziałania ryzyku arbitrażu regulacyjnego i zakłóceń konkurencji nie tylko w państwach członkowskich, lecz także w odniesieniu do większych centrów finansowych. Podstawowe znaczenie ma zatem osiągnięcie wspólnego podejścia w tym obszarze. Może ono zostać osiągnięte poprzez przyznanie EUNGiPW roli zarówno w procesie wypracowania wspólnych zasad na poziomie unijnym, jak i w zakresie koordynacji środków podejmowanych przez właściwe organy krajowe.
- 11.3. Ponadto, wprawdzie EBC popiera przyjęcie limitów na zajmowanie pozycji<sup>(48)</sup>, wskazuje jednak na pewne aspekty, które wymagają dalszego wyjaśnienia. Odnosi się to w szczególności do określenia właściwego progu, okresu, w jakim limity te mogą być stosowane i korzystania przez uczestników rynku z kontraktów dotyczących instrumentów pochodnych<sup>(49)</sup>. Ponadto EBC wyraża pogląd, że argumentacja, że limity na zajmowanie pozycji przyczynią się do poprawy płynności rynku, będzie wymagała dokładniejszego wyjaśnienia.
- 11.4. Projekt MiFID ustanawia<sup>(50)</sup> obowiązek informowania o pozycjach utrzymywanych przez uczestników rynku należących do poszczególnych kategorii. Dodatkowo zobowiązuje rynki regulowane, MTF i OTF, które prowadzą obrót pochodnymi instrumentami towarowymi lub instrumentami pochodnymi związanymi z uprawnieniami do emisji, do podawania do publicznej wiadomości cotygodniowych sprawozdań dotyczących tych pozycji. Dane dotyczące długich i krótkich pozycji oraz otwartych pozycji byłyby odpowiednie dla oceny zachowań uczestników rynku, w szczególności w odniesieniu do monitorowania koncentracji pozycji uczestników rynku.

<sup>(41)</sup> Zob. art. 51 ust. 3 projektu MiFID.

<sup>(42)</sup> Podejście takie jest zgodne z dokumentem „Final Report on Regulatory Issues Raised by the Impact of Technological Changes on Market Integrity and Efficiency” z października 2011 r., dostępnym na stronie internetowej Międzynarodowej Organizacji Komisji Papierów Wartościowych: <http://www.iosco.org>

<sup>(43)</sup> Zob. zmianę nr 10 do art. 51 ust. 7 lit. c) projektu MiFID w załączniku do niniejszej opinii.

<sup>(44)</sup> Zob. art. 59 projektu MiFID.

<sup>(45)</sup> Zob. art. 59 ust. 3 projektu MiFID.

<sup>(46)</sup> Zob. art. 72 ust. 1 lit. g) projektu MiFID.

<sup>(47)</sup> Zob. art. 59 ust. 4 projektu MiFID oraz art. 34 i 35 projektu MiFIR.

<sup>(48)</sup> O jakim mowa w art. 72 ust. 1 lit. g) projektu MiFID.

<sup>(49)</sup> Zob. dokument OICV-IOSCO pt. „Principles for the Regulation and Supervision of Commodity Derivatives Markets, Final Report”, wrzesień 2011 r., w którym stwierdza się, że „nałożenie stałych limitów na pozycje jest interpretowane przede wszystkim jako narzędzie zapobiegania koncentracji na rynku poprzez ustanowienie określonych limitów na niekomercyjne zaangażowanie w kontrakt w niektórych miesiącach cyklu obrotu kontraktem”, dostępny na stronie internetowej Międzynarodowej Organizacji Komisji Papierów Wartościowych: <http://www.iosco.org>

<sup>(50)</sup> Zob. art. 60 projektu MiFID.

## 12. Ochrona inwestorów i ramy nadzorcze

12.1. EBC z zadowoleniem przyjmuje uprawnienie EUNGiPW do tymczasowego zakazania lub wprowadzenia ograniczeń w zakresie marketingu, dystrybucji lub sprzedaży określonych instrumentów finansowych rodzaju działalności lub praktyki finansowej<sup>(51)</sup>. W tym względzie, mając na uwadze, że działania EUNGiPW mogą również przeciwdziałać zagrożeniu dla prawidłowego funkcjonowania rynków finansowych lub dla stabilności całego systemu finansowego lub części tego systemu<sup>(52)</sup>, EBC zaleca zapewnienie właściwej koordynacji tych aspektów z ERRS<sup>(53)</sup>.

12.2. Spójne podejście regulacyjne jest niezbędne w zakresie dystrybucji wśród inwestorów detalicznych różnych produktów finansowych, które zaspokajają podobne potrzeby tych inwestorów i stawiają podobne wyzwania pod względem ochrony ich interesów<sup>(54)</sup>. Na tym tle EBC zwraca uwagę, że projekt MiFID rozszerza wymogi, w szczególności dotyczące prowadzenia działalności gospodarczej i zasad regulujących konflikty interesów, na instytucje kredytowe zajmujące się sprzedażą i doradztwem w zakresie lokat strukturyzowanych. W tym względzie EBC zwraca uwagę na konieczność: (i) sprecyzowania definicji lokat strukturyzowanych; (ii) określenia systemu zasad ochrony konsumenta znajdującego zastosowanie do produktów finansowych oraz (iii) zapewnienie spójnego podejścia w różnych projektach ustawodawczych Unii, takich jak przegląd dyrektywy 94/19/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 30 maja 1994 r. w sprawie systemów gwarancji depozytów<sup>(55)</sup> czy prace toczące się nad dystrybucją detalicznych produktów inwestycyjnych w odniesieniu do tych aspektów. Ponadto, w celu zapewnienia spójnego podejścia w sektorach usług finansowych, EBC podkreśla znaczenie opracowania i wdrożenia w najszerszym możliwym zakresie we współpracy pomiędzy Europejskimi Urzędami Nadzoru ram regulacyjnych i nadzorczych dotyczących ochrony inwestorów w obszarze, między innymi, praktyk sprzedaży wiązanej<sup>(56)</sup>.

12.3. EBC przyjmuje również z zadowoleniem propozycje Komisji dotyczące doradztwa inwestycyjnego. Chociaż jest to krok we właściwym kierunku, EBC zachęca Komisję do rozważenia dalszych środków w celu wzmocnienia ochrony inwestorów detalicznych, takich jak popieranie rozwijania znajomości zagadnień finansowych<sup>(57)</sup>.

12.4. Projekt MiFID<sup>(58)</sup> upoważnia państwa członkowskie do przyjęcia szczególnych kryteriów oceny fachowości i wiedzy gmin i organów samorządu terytorialnego, które wnioskuje o uznanie ich za klientów branżowych. Podejście takie zakłada, że zdolność tych podmiotów do oceny konsekwencji zobowiązań finansowych różni się znacznie w różnych częściach Europy. Błędne decyzje podjęte przez jednostki publiczne mogą mieć poważny negatywny wpływ na finanse publiczne państw członkowskich, co może negatywnie wpłynąć na stabilność finansową na poziomie europejskim. Słuszne byłoby również zwrócenie się do państw członkowskich o ustanowienie kryteriów określających kategorie jednostek kwalifikujących się do uznania ich za klientów branżowych. O wskazówki w tym zakresie można również zwrócić się do EUNGiPW.

## 13. Firmy z państw trzecich

13.1. EBC ze szczególnym zadowoleniem przyjmuje proponowane zharmonizowane ramy dla świadczenia usług przez firmy z państw trzecich na terytorium Unii i umożliwienie firmom tworzenia oddziałów w państwie członkowskim w celu świadczenia usług w innych państwach członkowskich bez tworzenia dalszych oddziałów. Zharmonizowany system udzielania dostępu firmom z państw trzecich zmniejszy zróżnicowanie, pozytywnie wpłynie na zapewnienie równych reguł gry dla państw

<sup>(51)</sup> Artykuł 31 projektu MiFIR. Zob. również motyw 12 oraz art. 9 ust. 5 rozporządzenia (UE) nr 1095/2010.

<sup>(52)</sup> Zob. art. 31 ust. 2 lit. a) projektu MiFIR.

<sup>(53)</sup> Zob. także bardziej ogólnie pkt 3.

<sup>(54)</sup> Zob. w tym zakresie argumentację Komisji w kontekście detalicznych produktów inwestycyjnych w pakietach, pkt 3.4.2 uzasadnienia projektu MiFID.

<sup>(55)</sup> Dz.U. L 135 z 31.5.1994, s. 5. Zob. COM(2010) 368 wersja ostateczna, stanowiącą przekształcenie dyrektywy 94/19/WE.

<sup>(56)</sup> Zob. zmianę nr 6 do akapitu drugiego art. 24 ust. 7 projektu MiFID w załączniku do niniejszej opinii.

<sup>(57)</sup> Zob. także art. 9 ust. 1 lit. b) rozporządzenia (UE) nr 1095/2010.

<sup>(58)</sup> Zob. załącznik II (II.1) projektu MiFID.



członkowskich i zwiększy pewność prawną dla wszystkich uczestników rynku, gdyż warunki dostępu do rynku staną się bardziej przewidywalne. EBC zwraca uwagę, że zapewnienie jednakowego poziomu ochrony inwestorów i jednakowych standardów regulacyjnych dla działalności firm z państw trzecich oraz unijnych/EOG ma kluczowe znaczenie i jest niezbędne dla uniknięcia zakłóceń rynku.

- 13.2. Proponowane zróżnicowane podejście rozgranicza dwie sytuacje: obowiązkowe tworzenie oddziałów, jeśli świadczenie usług inwestycyjnych lub prowadzenie działalności inwestycyjnej ma miejsce na rzecz klientów detalicznych i możliwość świadczenia takich usług bez tworzenia oddziałów w pozostałych przypadkach. Odzwierciedla to potrzeby podniesienia poziomu ochrony klientów detalicznych, do której projekt MiFID ustosunkowuje się przede wszystkim poprzez: (i) decyzję Komisji w sprawie równowagi ram ostrożnościowych państw trzecich; (ii) poddanie oddziałów niektórym obowiązkom wynikającym z MiFID i (iii) ustanowienie obowiązku objęcia nadzorem sprawowanym przez właściwy organ państwa członkowskiego, w którym oddział otrzymał zezwolenie<sup>(59)</sup>. EBC zwraca jednak uwagę, że dla skutecznego zapewnienia jednakowego poziomu ochrony inwestorów detalicznych ustalenia dotyczące współpracy z państwem trzecim powinny zapewniać, aby wymóg wystarczającego kapitału założycielskiego umożliwił skuteczną ochronę inwestorów, przy wzięciu pod uwagę, że to firma z państwa trzeciego, a nie oddział, jest podmiotem praw i obowiązków i to ona jest ostatecznie odpowiedzialna wobec inwestorów. Ponadto dla inwestorów szczególnie niekorzystne może być rozstrzygnięcie sporów zgodnie z prawem i jurysdykcją państwa trzeciego.

## B. Przegląd dyrektywy 2003/6/WE

### 14. Przepisy ogólne

- 14.1. Zakres stosowania<sup>(60)</sup> systemu zwalczania nadużyć na rynku został poszerzony poprzez włączenie nowych rynków, a w szczególności nowych systemów obrotu takich jak MTF i OTF, oraz przez objęcie instrumentów finansowych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, w tym instrumentów pochodnych. Ponadto zakresem stosowania dyrektywy objęte są zachowania lub transakcje związane z instrumentami finansowymi podlegającymi projektowi MAR, nawet w przypadku, gdy takie zachowanie lub transakcja mają miejsce poza rynkiem regulowanym, MTF lub OTF. EBC popiera propozycję Komisji, aby zakres stosowania ram dotyczących nadużyć na rynku rozszerzony został w taki sposób, aby zwiększyć efektywność systemu zwalczania nadużyć na rynku poprzez dostosowanie go do nowych zjawisk w dziedzinie finansów i zmian technologicznych.
- 14.2. Zakazy i wymogi zawarte w projekcie MAR znajdują również zastosowanie do aukcji przeprowadzanych poza Unią<sup>(61)</sup>, aby ograniczyć obchodzenie przepisów poprzez przemieszczanie działalności poza Unię. EBC jest zdania, że dla skutecznej kontroli i sankcjonowania takich działań niezbędne są porozumienia o współpracy z państwami trzecimi. W tym względzie EBC przyjmuje z zadowoleniem fakt, że projekt MAR odnosi się do tej kwestii i stanowi także, że EUNGiPW koordynuje i ułatwia ten proces poprzez przygotowywanie wzorów dokumentów<sup>(62)</sup>. W tym kontekście EBC zaleca rozszerzenie systemu wyłączeń działalności związanej z zarządzaniem długiem publicznym w niektórych przypadkach również poza Unię.
- 14.3. EBC z zadowoleniem przyjmuje fakt, że projekt MAR przedstawia konkretne przypadki manipulacji na rynku<sup>(63)</sup>, odnosząc się do nowych technik handlu, takich jak handel algorytmiczny, w tym do transakcji o wysokiej częstotliwości. Jak stwierdzono powyżej, chociaż praktyki handlu algorytmicznego mogą mieć legalny cel, to jednak mogą one również nieść ze sobą znaczne ryzyko, mogą one bowiem zaburzyć normalne funkcjonowanie rynku i zwiększyć zmienność, co nie byłoby zgodne z interesem publicznym. EBC przyjmuje zatem z zadowoleniem ścisłe monitorowanie takich technik handlu w celu ochrony uporządkowanego funkcjonowania rynku i interesu publicznego.
- 14.4. Projekt MAR<sup>(64)</sup> domyślnie określa obrót na zamknięciu rynku jako manipulację na rynku lub próby zaangażowania się w manipulację na rynku. Jednakże na wielu rynkach zauważa się większe obroty

<sup>(59)</sup> Artykuł 43 ust. 2 projektu MiFID.

<sup>(60)</sup> Zob. art. 2 projektu MAR.

<sup>(61)</sup> Artykuł 2 ust. 4 projektu MAR.

<sup>(62)</sup> Artykuł 20 projektu MAR.

<sup>(63)</sup> Zob. art. 8 ust. 3 projektu MAR i odnoszącą się do niego zmianę nr 16 w załączniku do niniejszej opinii.

<sup>(64)</sup> Zob. art. ust. 3 lit. b) projektu MAR.

na końcu i na początku dnia pracy, kiedy pozycje są rozliczane, informacje z nocy są przetwarzane lub na rynkach pojawiają się określone nowe informacje. W tym względzie EBC zaleca bardziej szczegółową analizę lub dopracowanie tej definicji manipulacji na rynku.

#### 15. Definicja informacji poufnych

EBC z zadowoleniem przyjmuje zakres definicji informacji poufnych<sup>(65)</sup>. Jednakże odniesienie do towarów<sup>(66)</sup> wskazuje, że rynek kasowy danego towaru może służyć do manipulacji na rynku instrumentów pochodnych tego samego towaru lub innych towarów i odwrotnie. Stwierdzono również<sup>(67)</sup>, że zakres stosowania projektu MAR nie powinien być rozszerzany na zachowania, które nie dotyczą instrumentów finansowych, na przykład na obrót kontraktami towarowymi na rynku kasowym, które mają wpływ jedynie na rynek kasowy. W odniesieniu do tego powinna zostać sformułowana jaśniejsza definicja ze względu na wynikające z projektu MAR<sup>(68)</sup> założenie, że rynki kasowe oraz rynki instrumentów pochodnych są współzależne zarówno jeśli chodzi o różne towary, jak i o różne kraje, a więc trudno jest przewidzieć, jaki rodzaj obrotu na rynku kasowym będzie miał wpływ jedynie na rynek kasowy.

#### 16. Ujawnienie informacji poufnych o znaczeniu systemowym

16.1. Projekt MAR zawiera wymóg, aby emitent instrumentów finansowych podawał możliwie szybko do wiadomości publicznej informacje poufne bezpośrednio go dotyczące<sup>(69)</sup>. Jednocześnie projekt MAR utrzymuje przepis dyrektywy 2003/6/WE zezwalający emitentom na opóźnienie podania informacji do wiadomości publicznej w sytuacjach, gdy: (i) takie zaniechanie nie będzie wprowadzało w błąd i (ii) można zapewnić poufność takich informacji. W przypadku, gdy emitent skorzysta z możliwości opóźnienia, musi poinformować właściwy organ o opóźnieniu natychmiast po podaniu informacji do wiadomości publicznej w celu umożliwienia kontroli *ex post* odpowiednich warunków opóźnienia<sup>(70)</sup>. Ponadto projekt MAR ustanawia nowy element systemu ujawniania informacji, jakim jest możliwość zezwolenia emitentowi przez właściwy organ na opóźnienie podania informacji do wiadomości publicznej w sytuacjach, gdy: (i) informacje mają znaczenie systemowe; (ii) w interesie publicznym leży opóźnienie publikacji takich informacji oraz (iii) można zapewnić poufność takich informacji<sup>(71)</sup>.

16.2. Jak stwierdzono w poprzedniej opinii<sup>(72)</sup>, EBC popiera dalsze wzmocnienie ram prawnych dla opóźnienia podania informacji w projekcie MAR. Interes ogólny w podaniu informacji do wiadomości publicznej powinien być równoważony koniecznością zachowania poufności przynajmniej przez ograniczony czas, czy to w interesie emitenta, czy też w interesie publicznym. Opóźnienie podania informacji do wiadomości publicznej może mieć miejsce w dwóch sytuacjach: (i) w interesie i na własną odpowiedzialność emitenta<sup>(73)</sup> albo (ii) w interesie publicznym i po otrzymaniu zezwolenia właściwego organu<sup>(74)</sup>. EBC z zadowoleniem przyjmuje to zwolnienie ze względu na interes publiczny, które powiązane jest z warunkiem, aby informacje miały znaczenie systemowe, co pozwala na wzięcie pod uwagę względów stabilności finansowej, gdyż mogą one w szczególności powstać w przypadkach otrzymania przez emitenta awaryjnego wsparcia płynności.

16.3. W przypadku instytucji finansowych ocena, czy informacje mają znaczenie systemowe i czy opóźnienie podania informacji do wiadomości publicznej leży w interesie publicznym, powinna być prowadzona w ścisłej współpracy z krajowym bankiem centralnym i krajowym organem nadzorczym oraz – jeśli jest on inny niż bank centralny lub organ nadzorczy – z organem makroostrożnościowym. Na szczeblu krajowym powinny zostać stworzone odpowiednie i skuteczne procedury

<sup>(65)</sup> Zob. art. 6 ust. 1 lit. b) projektu MAR.

<sup>(66)</sup> Zob. motyw 15 i art. 2 ust. 3 projektu MAR.

<sup>(67)</sup> Zob. pkt 3.4.1.2 uzasadnienia i motyw 15 projektu MAR.

<sup>(68)</sup> Zob. motyw 15 projektu MAR.

<sup>(69)</sup> Zob. art. 12 ust. 1 projektu MAR.

<sup>(70)</sup> Zob. art. 12 ust. 4 projektu MAR; pkt 3.4.3.2 uzasadnienia do projektu MAR i art. 6 ust. 2 dyrektywy 2003/6/WE.

<sup>(71)</sup> Zob. art. 12 ust. 5 projektu MAR.

<sup>(72)</sup> Zob. pkt 2 opinii EBC CON/2010/6 z dnia 11 stycznia 2010 r. w sprawie projektu dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady zmieniającej dyrektywę 2003/71/WE i 2004/109/WE (Dz.U. C 19 z 26.1.2010, s. 1).

<sup>(73)</sup> Artykuł 12 ust. 4 projektu MAR.

<sup>(74)</sup> Porównaj: przypis 71.

zapewniające terminowe zaangażowanie tych organów, poparte zestawem zasad na poziomie unijnym. W sytuacjach, gdy jest to uzasadnione znaczeniem systemowym i interesem publicznym, właściwy organ powinien być uprawniony do nakazania opóźnienia podania informacji do wiadomości publicznej. W szczególności informacje dotyczące realizowania przez bank centralny operacji kredytowych lub innych operacji płynnościowych na rzecz danej instytucji kredytowej (w tym operacji polegających na dostarczaniu awaryjnego wsparcia płynności) mogą wymagać nieujawniania ze względu na ochronę stabilności systemu finansowego jako całości i na potrzebę wzmocnienia zaufania publicznego w czasie kryzysu <sup>(75)</sup>.

17. *Sankcje karne za wykorzystywanie informacji poufnych i manipulacje na rynku*

17.1. EBC z zadowoleniem przyjmuje zawarte w projekcie MAD przepisy określające minimalne zasady w zakresie sankcji karnych za najpoważniejsze przestępstwa polegające na nadużyciach na rynku. Zasady te mają podstawowe znaczenie dla zapewnienia skuteczności i powodzenia unijnych ram prawnych, a tym samym skutecznego wdrażania unijnej polityki zwalczania nadużyć na rynku. Ponadto systemy jednakowych, skutecznych i odstrasżających sankcji w przypadku przestępstw finansowych oraz ich jednolite i skuteczne egzekwowanie stanowią kluczowe elementy praworządności i sprzyjają zabezpieczeniu stabilności finansowej.

17.2. EBC z zadowoleniem przyjmuje fakt, że projekt MAD <sup>(76)</sup> odnosi się do odpowiedzialności osób prawnych, gdyż taka odpowiedzialność na poziomie instytucjonalnym może stworzyć odpowiednie zachęty do ściślejszej wewnętrznej kontroli i monitorowania, w ten sposób przyczyniając się do tworzenia należytego ładu korporacyjnego i dyscypliny na rynku. Jednakże pomyślnie wdrożenie tych przepisów i osiągnięcie zamierzonego rezultatu polityki będą wymagały uważnego rozważenia krajowych odrębności prawnych, gdyż pojęcie odpowiedzialności karnej osób prawnych nie istnieje we wszystkich państwach członkowskich.

Szczegółowe propozycje zmiany brzmienia projektów MiFID, MiFIR, MAD i MAR wraz z uzasadnieniem zostały zawarte w załączniku.

Sporządzono we Frankfurcie nad Menem dnia 22 marca 2012 r.

Mario DRAGHI  
Prezes EBC

<sup>(75)</sup> Zob. zmiany nr 14, 15 i 17 w załączniku do niniejszej opinii.

<sup>(76)</sup> Zob. art. 7 projektu MAD.

## ZAŁĄCZNIK

## Propozycje zmian w projekcie MiFID

Tekst proponowany przez Komisję	Zmiany proponowane przez EBC (1)
<b>Zmiana nr 1</b> Motyw 47 projektu MiFID	
<p>„(47) Te potencjalne zagrożenia wynikające z rosnącego wykorzystania technologii można najskuteczniej ograniczyć poprzez zastosowanie mechanizmów kontroli szczególnego ryzyka wobec firm, które zawierają transakcję z wykorzystaniem algorytmów lub transakcję o wysokiej częstotliwości, w połączeniu z innymi środkami ukierunkowanymi na operatorów systemów obrotu, do których dostęp mają wspomniane firmy. Należy zapewnić posiadanie przez wszystkie firmy zawierające transakcje o wysokiej częstotliwości zezwolenia, w przypadku gdy są one bezpośrednim członkiem danego systemu obrotu. Takie działania powinny zapewnić podleganie przez te firmy wymogom organizacyjnym wynikającym z niniejszej dyrektywy oraz należytemu nadzorowi.”</p>	<p>„(47) Te potencjalne zagrożenia wynikające z rosnącego wykorzystania technologii można najskuteczniej ograniczyć poprzez zastosowanie mechanizmów kontroli szczególnego ryzyka wobec firm, które zawierają transakcję z wykorzystaniem algorytmów lub transakcję o wysokiej częstotliwości, w połączeniu z innymi środkami ukierunkowanymi na operatorów systemów obrotu, do których dostęp mają wspomniane firmy. Należy zapewnić <del>posiadanie przez wszystkie firmy zawierające, aby transakcje z wykorzystaniem algorytmów i</del> transakcje o wysokiej częstotliwości <del>zezwo-</del>lenia, <del>były uważane za świadczenie usług inwestycyjnych lub prowadzenie działalności inwestycyjnej, również wtedy, gdy prowadzone są na własny rachunek w przypadku gdy są one bezpośrednim</del> członkiem danego systemu obrotu. Takie działania powinny zapewnić <b>posiadanie przez firmy prowadzące taką działalność zezwoleń dla firm inwestycyjnych i</b> podleganie przez te firmy wymogom organizacyjnym wynikającym z niniejszej dyrektywy oraz należytemu nadzorowi.”</p>

## Uzasadnienie

Należy zapewnić spójność pomiędzy powyższym motywem i art. 17 projektu MiFID, dotyczącym nie tylko transakcji o wysokiej częstotliwości, ale również handlu algorytmicznego, oraz wyjaśnić, że wymagane jest zezwolenie dla tych firm, bowiem ich działalność jest uważana za usługi inwestycyjne. W istocie handel algorytmiczny prowadzony za pomocą pośredniego dostępu do systemów obrotu nie stwarza mniej zagrożeń dla rynków finansowych i stabilności niż handel algorytmiczny prowadzony przez bezpośredniego członka systemu obrotu. Zobacz także zmianę do art. 2 projektu MiFID.

<b>Zmiana nr 2</b> Motyw 108 projektu MiFID	
<p>„(108) Standardy techniczne dotyczące usług finansowych powinny zapewniać spójną harmonizację oraz należytą ochronę depozytariuszy, inwestorów i konsumentów w całej Unii. Zważywszy że EUNGiPW jest organem dysponującym wysoko specjalistyczną wiedzą, skutecznym i właściwym rozwiązaniem jest powierzenie EUNGiPW zadania opracowania projektu regulacyjnych i wykonawczych standardów technicznych, które nie przewidują alternatywnych wariantów polityki, celem ich przedłożenia Komisji.”</p>	<p>„(108) Standardy techniczne dotyczące usług finansowych powinny zapewniać spójną harmonizację oraz należytą ochronę depozytariuszy, inwestorów i konsumentów w całej Unii. Zważywszy że EUNGiPW jest organem dysponującym wysoko specjalistyczną wiedzą, skutecznym i właściwym rozwiązaniem jest powierzenie EUNGiPW zadania opracowania projektu regulacyjnych i wykonawczych standardów technicznych, które nie przewidują alternatywnych wariantów polityki, celem ich przedłożenia Komisji. <b>W celu zapewnienia spójnej ochrony inwestorów i konsumentów we wszystkich sektorach rynku usług finansowych EUNGiPW powinien wykonywać swoje zadania w najszerszym możliwym zakresie we współpracy z dwoma pozostałymi Europejskimi Urzędami Nadzoru w ramach Wspólnego Komitetu.”</b></p>

## Uzasadnienie

EUNGiPW powinien w najszerszym możliwym zakresie współpracować z dwoma pozostałymi Europejskimi Urzędami Nadzoru w ramach Wspólnego Komitetu dla zapewnienia spójnej ochrony inwestorów i konsumentów we wszystkich sektorach rynku usług finansowych.

<b>Zmiana nr 3</b> Artykuł 2 projektu MiFID	
<p>„1. Niniejsza dyrektywa nie ma zastosowania do: [...] d) osób, które nie świadczą żadnych usług inwestycyjnych lub nie prowadzą działalności innej niż zawieranie transakcji na własne konto, chyba że: (i) są to animatorzy rynku</p>	<p>„1. Niniejsza dyrektywa nie ma zastosowania do: [...] d) osób, które nie świadczą żadnych usług inwestycyjnych lub nie prowadzą działalności innej niż zawieranie transakcji na własne konto, chyba że: (i) są to animatorzy rynku;</p>

Tekst proponowany przez Komisję	Zmiany proponowane przez EBC <sup>(1)</sup>
<p>(ii) są członkiem lub uczestnikiem rynku regulowanego lub MTF, lub</p> <p>(iii) realizują transakcje na własny rachunek w drodze realizacji zleceń klientów;</p> <p>To wyłączenie nie ma zastosowania do osób zwolnionych na podstawie art. 2 ust. 1 lit. i), które zawierają na własny rachunek transakcje, których przedmiotem są instrumenty finansowe, jako członkowie lub uczestnicy rynku regulowanego lub MTF, w tym w charakterze animatorów rynku w stosunku do pochodnych instrumentów towarowych, uprawnień do emisji lub związanych z nimi instrumentów pochodnych;</p> <p>[...]"</p>	<p>(ii) są członkiem lub uczestnikiem rynku regulowanego lub MTF; <del>lub</del></p> <p>(iii) <b>zawierają transakcje z wykorzystaniem algorytmów; lub</b></p> <p>(iv<del>ii</del>) realizują transakcje na własny rachunek w drodze realizacji zleceń klientów.</p> <p>To wyłączenie nie ma zastosowania do osób zwolnionych na podstawie art. 2 ust. 1 lit. i), które zawierają na własny rachunek transakcje, których przedmiotem są instrumenty finansowe, jako członkowie lub uczestnicy rynku regulowanego lub MTF, w tym w charakterze animatorów rynku w stosunku do pochodnych instrumentów towarowych, uprawnień do emisji lub związanych z nimi instrumentów pochodnych;</p> <p>[...]"</p>

## Uzasadnienie

Wymogi odnoszące się do firm, które zawierają transakcje z wykorzystaniem algorytmów lub transakcje o wysokiej częstotliwości, powinny zostać ustanowione niezależnie od tego, czy zawierają one te transakcje w imieniu swoich klientów czy też na własny rachunek, gdyż transakcje na własny rachunek nie eliminują obaw leżących u podstaw potrzeby regulacji i nadzoru nad handlem algorytmicznym, jeśli wziąć pod uwagę stopień skomplikowania, wrażliwość i powagę zagrożeń i kwestii związanych z tego rodzaju działalnością handlową.

**Zmiana nr 4**

## Artykuł 9 ust. 6 projektu MiFID

<p>„c) określa, zatwierdza i nadzoruje politykę w zakresie usług, działalności, produktów i operacji oferowanych lub prowadzonych przez firmę, z uwzględnieniem poziomu tolerancji firmy na ryzyko oraz charakterystyki i potrzeb klientów, na rzecz których będą one oferowane lub prowadzone, w tym przeprowadza w stosownych przypadkach odpowiednie testy warunków skrajnych;”</p>	<p>„c) określa, zatwierdza i nadzoruje politykę w zakresie usług, działalności, produktów i operacji oferowanych lub prowadzonych przez firmę, z uwzględnieniem poziomu tolerancji firmy na ryzyko oraz charakterystyki i potrzeb klientów, na rzecz których będą one oferowane lub prowadzone, w tym przeprowadza w stosownych przypadkach odpowiednie testy warunków skrajnych;</p> <p><b>(ca) określa, zatwierdza i nadzoruje politykę wynagrodzenia przez firmę pracowników działu sprzedaży, która powinna być kształtowana w taki sposób, aby zachęcać do odpowiedzialnego prowadzenia działalności, uczciwego traktowania konsumentów i unikania konfliktów interesów. We właściwych przypadkach, np. gdy nie można rozwiązać ani uniknąć potencjalnego konfliktu interesów, strukturę wynagrodzeń należy ujawniać klientom.”</b></p>
--	--

## Uzasadnienie

Należy podkreślić zawartą w projekcie MiFID <sup>(2)</sup> zasadę dotyczącą odpowiedzialności organu zarządzającego za politykę wynagrodzenia przez firmę pracowników działu sprzedaży. Proponowana zmiana ma na celu wspieranie należytych reguł ładu korporacyjnego dotyczących polityki wynagrodzenia w instytucjach, które nie zajmują się wyłącznie działalnością bankową. Ze względu na specyfikę ich działalności i potencjalne szkodliwe dla konsumentów skutki stosowania niewłaściwych schematów wynagrodzeń wszystkie firmy inwestycyjne powinny być objęte jednakowymi wymogami w tym obszarze w celu zapewnienia odpowiedzialnego prowadzenia działalności, uczciwego traktowania konsumentów i unikania konfliktów interesów, w sposób, który będzie zgodny z projektem dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie warunków podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje kredytowe oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi <sup>(3)</sup> i z zasadami OECD <sup>(4)</sup>.

**Zmiana nr 5**

## Artykuł 17 ust. 2 projektu MiFID

<p>„2. Firma inwestycyjna prowadząca handel algorytmiczny przynajmniej raz w roku przekazuje właściwemu organowi w swoim państwie pochodzenia opis charakteru swoich strategii handlu algorytmicznego, szczegółowe informacje na temat parametrów lub limitów transakcyjnych, którym podlega system, kluczowych mechanizmów kontroli przestrzegania przepisów i kontroli ryzyka, które posiada w celu zapewnienia spełnienia warunków określonych w ust. 1, oraz szczegółowe informacje na temat procesu testowania swoich systemów. Właściwy organ może w dowolnym czasie zażądać od firmy inwestycyjnej dalszych informacji na temat jej handlu algorytmicznego oraz systemów wykorzystywanych w tym celu.”</p>	<p>„2. Firma inwestycyjna prowadząca handel algorytmiczny przynajmniej raz w roku przekazuje właściwemu organowi w swoim państwie pochodzenia opis charakteru swoich strategii handlu algorytmicznego, szczegółowe informacje na temat parametrów lub limitów transakcyjnych, którym podlega system, kluczowych mechanizmów kontroli przestrzegania przepisów i kontroli ryzyka, które posiada w celu zapewnienia spełnienia warunków określonych w ust. 1, oraz szczegółowe informacje na temat procesu testowania swoich systemów. <b>Firma inwestycyjna, na żądanie właściwego organu, przedkłada</b> może w dowolnym czasie zażądać od firmy inwestycyjnej dalsze informacje na temat jej handlu algorytmicznego oraz systemów wykorzystywanych w tym celu.”</p>
---	--

Tekst proponowany przez Komisję	Zmiany proponowane przez EBC (1)
---------------------------------	----------------------------------

*Uzasadnienie*

Artykuł 17 ust. 2 projektu MiFID powinien zapewnić, aby firma inwestycyjna przedstawiła właściwemu organowi dalsze informacje, których ten zażąda.

**Zmiana nr 6**

Artykuł 24 ust. 7 projektu MiFID

<p>„7. W przypadku gdy usługa inwestycyjna jest oferowana wraz z inną usługą lub produktem w ramach pakietu lub jako warunek tej samej umowy lub pakietu, firma inwestycyjna informuje klienta o tym, czy możliwy jest osobny zakup poszczególnych elementów, oraz udostępnia osobne zestawienie kosztów i opłat dla każdego z tych elementów.</p> <p>EUNGiPW opracowuje do dnia [] oraz okresowo aktualizuje wytyczne w zakresie oceny praktyk sprzedaży wiązanych i nadzoru nad nimi, wskazujące w szczególności sytuacje, w których praktyki sprzedaży wiązanej są niezgodne z wymogiem określonym w ust. 1.”</p>	<p>„7. W przypadku gdy usługa inwestycyjna jest oferowana wraz z inną usługą lub produktem w ramach pakietu lub jako warunek tej samej umowy lub pakietu, firma inwestycyjna informuje klienta o tym, czy możliwy jest osobny zakup poszczególnych elementów, oraz udostępnia osobne zestawienie kosztów i opłat dla każdego z tych elementów.</p> <p>EUNGiPW, <b>we współpracy z EUNB i EUNUIPPE, poprzez Wspólny Komitet</b>, opracowuje do dnia [] oraz okresowo aktualizuje wytyczne w zakresie oceny praktyk sprzedaży wiązanych i nadzoru nad nimi, wskazujące w szczególności sytuacje, w których praktyki sprzedaży wiązanej są niezgodne z wymogiem określonym w ust. 1.”</p>
--	--

*Uzasadnienie*

Współpraca wszystkich trzech Europejskich Urzędów Nadzoru przy opracowaniu wytycznych jest szczególnie istotna w przypadku sprzedaży wiązanej, gdyż sytuacja ta w oczywisty sposób dotyczy różnych sektorów finansowych, takich jak ubezpieczenia i bankowość.

**Zmiana nr 7**

Drugi akapit art. 36 ust. 8 projektu MiFID

<p>„EUNGiPW przedstawia Komisji te projekty regulacyjnych standardów technicznych do dnia [31 grudnia 2016 r.]”</p>	<p>„EUNGiPW przedstawia Komisji te projekty regulacyjnych standardów technicznych do dnia [31 grudnia 2016<del>3</del> r.]”</p>
---	---

*Uzasadnienie*

EUNGiPW powinien przedstawić Komisji standardy przed datą uruchomienia TARGET2-Securities (T2S) w czerwcu 2015 r., a z pewnością przed dniem 31 grudnia 2016 r. Taka sama propozycja zmiany dotyczy art. 36 ust. 9 i art. 37 ust. 11 i 12 projektu MiFID. Przepisy te zobowiązują EUNGiPW do opracowania standardów technicznych wspierających procesy niezbędne do zapewnienia firmom inwestycyjnym wolności transgranicznego świadczenia usług inwestycyjnych lub prowadzenia działalności inwestycyjnej oraz tworzenia oddziałów. Jest to istotny warunek rozwoju konkurencji i integracji rynku finansowego oraz może mieć pozytywny wpływ na skuteczność i wolumen rozrachunku transgranicznego w T2S.

**Zmiana nr 8**

Drugi akapit art. 39 ust. 2 projektu MiFID

<p>„Ocena właściwego organu dla rynku regulowanego pozostaje bez uszczerbku dla kompetencji krajowych banków centralnych pełniących rolę nadzorców systemów rozrachunku lub innych organów nadzorujących te systemy. Do celów uniknięcia zbędnego powielania kontroli, właściwy organ uwzględni nadzór aktualnie prowadzony przez te instytucje.”</p>	<p>„Ocena właściwego organu dla rynku regulowanego pozostaje bez uszczerbku dla kompetencji <b>krajowych właściwych</b> banków centralnych pełniących rolę nadzorców systemów rozrachunku lub innych organów nadzorujących te systemy. Do celów uniknięcia zbędnego powielania kontroli, właściwy organ uwzględni nadzór aktualnie prowadzony przez te instytucje.”</p>
---	---

*Uzasadnienie*

Bankiem centralnym nadzorującym systemy rozliczeń i rozrachunku może być nie tylko krajowy bank centralny, lecz również EBC. Ta sama propozycja zmiany powinna być traktowana jako poprawka do akapitu drugiego art. 40 ust. 2 i do akapitu drugiego art. 57 ust. 2 projektu MiFID.

Tekst proponowany przez Komisję	Zmiany proponowane przez EBC (1)
---------------------------------	----------------------------------

**Zmiana nr 9**

Artykuł 41 ust. 1 lit. g) projektu MiFID

„g) firma wystąpiła z wnioskiem o członkostwo w systemie rekompensat dla inwestorów uprawnionym lub uznany zgodnie z dyrektywą 97/9/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 3 marca 1997 r. w sprawie systemów rekompensat dla inwestorów.”	„g) <b>z chwilą wydawania zezwolenia</b> firma <b>należy do</b> <del>wystąpiła z wnioskiem o członkostwo w systemie</del> rekompensat dla inwestorów uprawnionym <del>lub</del> <b>niego</b> <del>lub</del> uznany <del>zgodnie z dyrektywą 97/9/WE</del> <b>niego</b> <del>Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 3 marca 1997 r. w sprawie systemów rekompensat dla inwestorów.”</del>
---	--

## Uzasadnienie

W celu zapewnienia skutecznej ochrony klientów detalicznych warunkiem wstępnym uzyskania zezwolenia powinno być członkostwo w systemie rekompensat, a nie jedynie wystąpienie z wnioskiem o członkostwo, zgodnie z przepisem dotyczącym firm inwestycyjnych mających siedzibę w Unii (zob. art. 14 projektu MiFID i art. 2 ust. 1 dyrektywy 97/9/WE w nim powołanej). Ponadto EBC podkreśla potrzebę zapewnienia spójności systemu wynikającego z projektu MiFID z art. 11 dyrektywy 97/9/WE, który upoważnia państwa członkowskie do oceny równoważności zabezpieczenia unijnego i zabezpieczenia oferowanego przez państwo trzecie, w którym znajduje się główna siedziba przedsiębiorstwa.

**Zmiana nr 10**

Artykuł 51 ust. 7 projektu MiFID

„7. Zgodnie z art. 94 Komisja jest uprawniona do przyjmowania aktów delegowanych dotyczących warunków określonych w niniejszym artykule, a zwłaszcza w celu: [...] c) określenia maksymalnej i minimalnej wartości wskaźnika niezrealizowanych zleceń do liczby transakcji, który może zostać przyjęty przez rynki regulowane, oraz minimalnych wielkości zmiany ceny, które należy przyjąć;”	„7. Zgodnie z art. 94 Komisja jest uprawniona do przyjmowania aktów delegowanych dotyczących warunków określonych w niniejszym artykule, a zwłaszcza w celu: [...] c) określenia maksymalnej i <del>minimalnej</del> wartości wskaźnika niezrealizowanych zleceń do liczby transakcji, który może zostać przyjęty przez rynki regulowane, oraz minimalnych wielkości zmiany ceny, które należy przyjąć;”
---	--

## Uzasadnienie

Nie ma klarownego ekonomicznego uzasadnienia dla minimalnej wartości wskaźnika niezrealizowanych zleceń do liczby transakcji.

**Zmiana nr 11**

Artykuł 91 projektu MiFID

„Artykuł 91 Współpraca i wymiana informacji z EUNGiPW 1. Właściwe organy współpracują z EUNGiPW na potrzeby niniejszej dyrektywy zgodnie z rozporządzeniem (UE) nr 1095/2010. 2. Właściwe organy niezwłocznie udzielają EUNGiPW wszelkich informacji niezbędnych mu do wypełniania jego obowiązków wynikających z niniejszej dyrektywy i zgodnie z art. 35 rozporządzenia (UE) nr 1095/2010.”	„Artykuł 91 Współpraca i wymiana informacji z EUNGiPW, <b>w ramach Europejskiego Systemu Nadzoru Finansowego (ESNF) oraz z Europejskim Systemem Banków Centralnych (ESBC)</b> <b>1. Właściwe organy, jako uczestnicy ESNF, współpracują w duchu wzajemnego zaufania i pełnego wsparcia, w szczególności dążąc do zapewnienia przepływu między nimi i innymi uczestnikami ESNF odpowiedzialnych i rzetelnych informacji zgodnie z zasadą lojalnej współpracy wynikającą z art. 4 ust. 3 Traktatu o Unii Europejskiej.</b> <del>2.</del> <b>2.</b> Właściwe organy współpracują z EUNGiPW na potrzeby niniejszej dyrektywy zgodnie z rozporządzeniem (UE) nr 1095/2010. <del>3.</del> <b>3.</b> Właściwe organy niezwłocznie udzielają EUNGiPW wszelkich informacji niezbędnych mu do wypełniania jego obowiązków wynikających z niniejszej dyrektywy i zgodnie z art. 35 rozporządzenia (UE) nr 1095/2010 <b>oraz w stosownych przypadkach przekazują bankom centralnym należącym do ESBC informacje istotne dla wykonywania ich odpowiednich zadań.”</b>
--	--

Tekst proponowany przez Komisję	Zmiany proponowane przez EBC <sup>(1)</sup>
---------------------------------	---

*Uzasadnienie*

Ze względu na postulaty jasności i pewności prawa projekt MiFID powinien odzwierciedlać zasadę współpracy wyrażoną w kontekście ostatniej reformy europejskiego nadzoru finansowego. Ponadto należy poprawić system przepływu informacji przekazywanej bankom centralnym należącym do ESBC, w tym EBC. EBC zaleca wprowadzenie podobnych zmian w stosownych przypadkach w innych właściwych dyrektywach dotyczących sektora finansowego – zobacz także zmianę nr 3 do art. 7 projektu dyrektywy w opinii EBC CON/2012/5.

(1) Pogrubienie w tekście wskazuje, w którym miejscu EBC proponuje wstawienie nowego tekstu. Przekreślenie w tekście oznacza, że EBC proponuje wykreślenie fragmentu tekstu.

(2) Zob. motyw 39 MiFID.

(3) Zob. COM(2011) 453 wersja ostateczna.

(4) Zob. publikację OECD z dnia 15 października 2011 r. pt. „G20 high-level principles on financial consumer protection”, zgodnie z którą „polityka wynagradzania przez firmę pracowników działu sprzedaży powinna być kształtowana w taki sposób, aby zachęcać do odpowiedzialnych zachowań przy wykonywaniu pracy, uczciwego traktowania konsumentów i unikania konfliktów interesów. We właściwych przypadkach, np. gdy nie można rozwiązać ani uniknąć potencjalnego konfliktu interesów, klient powinien mieć możliwość wglądu do struktury wynagrodzeń”.

**Propozycje zmian w projekcie MiFIR**

Tekst proponowany przez Komisję	Zmiany proponowane przez EBC <sup>(1)</sup>
---------------------------------	---

**Zmiana nr 12**

Artykuł 1 (nowy) projektu MiFIR

Brak tekstu

**„5. Ujawnianie informacji o transakcjach, o których mowa w art. 19 i 20, po ich zawarciu oraz obowiązek zgłaszania transakcji określony w art. 23 nie dotyczy transakcji, w których kontrahentem jest bank centralny należący do Europejskiego Systemu Banków Centralnych.”**

*Uzasadnienie*

Zobacz pkt 7 niniejszej opinii.

**Zmiana nr 13**

Artykuł 23 projektu MiFIR

„2. Obowiązku określonego w ust. 1 nie stosuje się do instrumentów finansowych, które nie zostały dopuszczone do obrotu ani nie są przedmiotem obrotu na MTF ani na OTF, do instrumentów finansowych, których wartość nie zależy od wartości instrumentu finansowego dopuszczonego do obrotu lub będącego przedmiotem obrotu na MTF lub na OTF, ani do instrumentów finansowych, które nie mają lub prawdopodobnie nie mają wpływu na instrument finansowy dopuszczony do obrotu lub będący przedmiotem obrotu na MTF lub na OTF.

[...]

7. Jeżeli zgodnie z art. 37 ust. 8 dyrektywy [nowa MiFID] zgłoszenia przewidziane w niniejszym artykule są przekazywane do właściwego organu przyjmującego państwa członkowskiego, organ ten przekazuje te informacje właściwym organom państwa członkowskiego pochodzenia firmy inwestycyjnej, chyba że zdecydują one, że nie chcą otrzymywać tych informacji.

8. EUNGiPW opracowuje projekt regulacyjnych standardów technicznych, w którym określa:

[...]

„2. Obowiązku określonego w ust. 1 nie stosuje się do instrumentów finansowych, które nie zostały dopuszczone do obrotu **na rynku regulowanym** ani nie są przedmiotem obrotu na MTF ani na OTF, do instrumentów finansowych, których wartość nie zależy od wartości instrumentu finansowego dopuszczonego do obrotu **na rynku regulowanym** lub będącego przedmiotem obrotu na MTF lub na OTF, ani do instrumentów finansowych, które nie mają lub prawdopodobnie nie mają wpływu na instrument finansowy dopuszczony do obrotu **na rynku regulowanym** lub będący przedmiotem obrotu na MTF lub na OTF.

[...]

7. Jeżeli zgodnie z art. 37 ust. 8 dyrektywy [nowa MiFID] zgłoszenia przewidziane w niniejszym artykule są przekazywane do właściwego organu przyjmującego państwa członkowskiego, organ ten przekazuje te informacje właściwym organom państwa członkowskiego pochodzenia firmy inwestycyjnej, chyba że zdecydują one, że nie chcą otrzymywać tych informacji.

**Właściwe organy przekazują wszystkie informacje otrzymane zgodnie z niniejszym artykułem wskazanemu przez EUNGiPW jednolitemu systemowi zgłaszania transakcji na poziomie Unii. Jednolity system pozwoli odnośnym właściwym organom na uzyskanie dostępu do wszystkich informacji zgłoszonych zgodnie z niniejszym artykułem.**

8. EUNGiPW opracowuje projekt regulacyjnych standardów technicznych, w którym określa:

[...]



Tekst proponowany przez Komisję	Zmiany proponowane przez EBC <sup>(1)</sup>
<p>Komisji przyznaje się uprawnienia do przyjęcia regulacyjnych standardów technicznych, o których mowa w akapicie pierwszym, zgodnie z art. 10–14 rozporządzenia (UE) nr 1095/2010.</p> <p>9. Dwa lata po wejściu w życie niniejszego rozporządzenia EUNGiPW składa Komisji sprawozdanie z funkcjonowania niniejszego artykułu, stwierdzając również, czy treść i forma zgłoszeń transakcji otrzymywanych i wymienianych między właściwymi organami w kompleksowy sposób umożliwiają monitorowanie działalności firm inwestycyjnych zgodnie z art. 21. Komisja może podjąć kroki w celu zaproponowania zmian, w tym ustalić, aby transakcje były przekazywane do systemu wskazanego przez EUNGiPW zamiast do właściwych organów, co pozwoli odnośnym właściwym organom na uzyskanie dostępu do wszystkich informacji zgłoszonych zgodnie z niniejszym artykułem.”</p>	<p><b>d) przetwarzanie jednolitego systemu, o którym mowa w ust. 7, oraz procedury wymiany informacji pomiędzy tym systemem a właściwymi organami.</b></p> <p>Komisji przyznaje się uprawnienia do przyjęcia regulacyjnych standardów technicznych, o których mowa w akapicie pierwszym, zgodnie z art. 10–14 rozporządzenia (UE) nr 1095/2010.</p> <p>9. Dwa lata po wejściu w życie niniejszego rozporządzenia EUNGiPW składa Komisji sprawozdanie z funkcjonowania niniejszego artykułu, stwierdzając również, czy treść i forma zgłoszeń transakcji otrzymywanych i wymienianych między <b>jednolitym systemem, o którym mowa w ust. 7</b> i właściwymi organami w kompleksowy sposób umożliwiają monitorowanie działalności firm inwestycyjnych zgodnie z art. 21. Komisja może podjąć kroki w celu zaproponowania zmian, w tym ustalić, aby transakcje były przekazywane <b>tylko do jednolitego systemu, o którym mowa w ust. 7, wskazanego przez EUNGiPW</b> zamiast do właściwych organów <del>co pozwoli odnośnym właściwym organom na uzyskanie dostępu do wszystkich informacji zgłoszonych zgodnie z niniejszym artykułem.”</del></p>

#### Uzasadnienie

Zgłaszane informacje o transakcjach powinny być łatwo dostępne w jednolitym systemie na poziomie europejskim, wskazanym przez EUNGiPW w możliwie najkrótszym terminie, nie zaś dopiero w ewentualnym wyniku działania klauzuli przeglądowej po upływie dwóch lat od wejścia w życie projektu MiFIR. Ponadto EUNGiPW powinien opracować projekt regulacyjnych standardów technicznych, w którym określi mechanizm zapewniający skuteczną wymianę informacji między tym systemem a właściwymi organami.

Zawarte w art. 23 ust. 2 odniesienie do rynków regulowanych, wraz z odniesieniami do MTF i OTF, ma na celu wyjaśnienie, że sformułowanie „dopuszczone do obrotu” dotyczy, jak w całym tekście projektu MiFIR, instrumentów finansowych, które są przedmiotem obrotu na rynkach regulowanych.

(<sup>1</sup>) Pogrubienie w tekście wskazuje, w którym miejscu EBC proponuje wstawienie nowego tekstu. Przekreślenie w tekście oznacza, że EBC proponuje wykreślenie fragmentu tekstu.

### Propozycje zmian w projekcie MAR

Tekst proponowany przez Komisję	Zmiany proponowane przez EBC <sup>(1)</sup>
---------------------------------	---

#### Zmiana nr 14

##### Motyw 25 projektu MAR

<p>„(25) Niekiedy, gdy instytucja finansowa otrzymuje pożyczki w trybie pilnym, w najlepszym interesie stabilności finansowej może leżeć, aby podanie informacji poufnych do publicznej wiadomości zostało opóźnione, jeżeli informacje te mają znaczenie systemowe. Dlatego też właściwy organ powinien mieć możliwość zatwierdzenia opóźnienia podania informacji poufnych do wiadomości publicznej.”</p>	<p>„(25) Niekiedy, <del>gdy instytucja finansowa otrzymuje pożyczki w trybie pilnym,</del> w najlepszym interesie stabilności finansowej może leżeć, aby podanie informacji poufnych do publicznej wiadomości zostało opóźnione, jeżeli informacje te mają znaczenie systemowe. Dlatego też właściwy organ powinien mieć możliwość <del>zatwierdzenia</del> <b>podjęcia decyzji o opóźnieniu</b> podania informacji poufnych do wiadomości publicznej.</p> <p>(25a) <b>W odniesieniu do instytucji finansowych, w szczególności w przypadku udzielenia im kredytu przez bank centralny, w tym w formie awaryjnego wsparcia płynności, ocena, czy informacja ma znaczenie systemowe i czy opóźnienie podania informacji do wiadomości publicznej leży w interesie publicznym, powinna być dokonana w ścisłej współpracy z odpowiednim bankiem centralnym, właściwym organem nadzorującym emitenta oraz, w stosownych przypadkach, z organem makroostrożnościowym.”</b></p>
---	---

Tekst proponowany przez Komisję	Zmiany proponowane przez EBC (1)
---------------------------------	----------------------------------

## Uzasadnienie

Właściwy organ powinien być uprawniony nie tylko do zezwolenia na opóźnienie, lecz także do podjęcia z własnej inicjatywy decyzji o opóźnieniu podania do wiadomości publicznej informacji poufnych mających znaczenie systemowe. W przypadku emitentów, którzy są instytucjami finansowymi, otrzymywanie awaryjnego wsparcia płynności jest istotnym, lecz nie jedynym przykładem informacji mającej znaczenie systemowe. Ponadto ocena systemowego znaczenia w przypadkach takich emitentów powinna być prowadzona we współpracy z odpowiednim bankiem centralnym, organem nadzorczym oraz krajowym organem makroostrożnościowym (2) ze względu na zagrożenia dla stabilności finansowej. Niniejsza zmiana jest powiązana ze zmianą nr 17.

## Zmiana nr 15

Artykuł 5 ust. 1 (nowy) projektu MAR

Brak tekstu	<p>„(20) »instytucja finansowa« oznacza podmiot, który otrzymał zezwolenie na wykonywanie któregośkolwiek z rodzajów działalności określonych w dyrektywie Parlamentu Europejskiego i Rady xx/xx/UE z dnia [data] w sprawie warunków podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje kredytowe oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi i zmieniającej dyrektywę 2002/87/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie dodatkowego nadzoru nad instytucjami kredytowymi, zakładami ubezpieczeń oraz przedsiębiorstwami inwestycyjnymi konglomeratu finansowego (*), rozporządzeniu Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr xx/xx z dnia [data] w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniającym rozporządzenie (EMIR) w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, partnerów centralnych i repozytoriów transakcji (**), dyrektywie Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/138/WE z dnia 25 listopada 2009 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Wypłacalność II) (***), dyrektywie Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE z dnia 13 lipca 2009 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) (****), dyrektywie Parlamentu Europejskiego i Rady 2003/41/WE z dnia 3 czerwca 2003 r. w sprawie działalności instytucji pracowniczych programów emerytalnych oraz nadzoru nad takimi instytucjami (*****) oraz dyrektywie Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010 (*****).</p> <p>(*) Dz.U. L [...].  (**) Dz.U. L [...].  (***) Dz.U. L 335 z 17.12.2009, s. 1.  (****) Dz.U. L 302 z 17.11.2009, s. 32.  (*****) Dz.U. L 235 z 23.9.2003, s. 10.  (*****) Dz.U. L 174 z 1.7.2011, s. 1.”</p>
-------------	---

## Uzasadnienie

Banki centralne należące do ESBC powinny być zaangażowane w podejmowanie decyzji o opóźnieniu podania do wiadomości publicznej informacji mających znaczenie systemowe w przypadku instytucji finansowych (zob. zmiana nr 17). Zatem do projektu MAR należy wprowadzić definicję instytucji finansowej.

## Zmiana nr 16

Artykuł 8 ust. 3 lit. c) projektu MAR

„c) przesyłanie zleceń do systemu obrotu przez handel algorytmiczny, w tym transakcje wysokiej częstotliwości, bez zamiaru zawarcia transakcji, lecz w celu:	„c) przesyłanie zleceń do systemu obrotu przez handel algorytmiczny, w tym transakcje wysokiej częstotliwości, <del>bez zamiaru zawarcia transakcji, lecz w celu:</del>
--	---

Tekst proponowany przez Komisję	Zmiany proponowane przez EBC (1)
— zakłócenia lub opóźnienia w funkcjonowaniu transakcji w danym systemie obrotu;	— zakłócenia lub opóźnienia w funkcjonowaniu transakcji w danym systemie obrotu,
— utrudniania innym osobom identyfikacji prawdziwych zleceń w transakcjach w danym systemie obrotu; lub	— utrudniania innym osobom identyfikacji prawdziwych zleceń w transakcjach w danym systemie obrotu, lub
— tworzenia fałszywego lub wprowadzającego w błąd wrażenia w zakresie podaży lub popytu na instrument finansowy.”	— tworzenia fałszywego lub wprowadzającego w błąd wrażenia w zakresie podaży lub popytu na instrument finansowy.”

*Uzasadnienie*

Praktyki handlu algorytmicznego mogą nieść ze sobą znaczne ryzyko dla interesu publicznego, a jeśli realizowane są w złych intencjach, określonych powyżej, muszą być uznane za manipulacje na rynku, nawet jeśli towarzyszy im rzeczywisty zamiar zawarcia transakcji. EBC sugeruje zatem wykreślenie odniesienia do braku zamiaru zawarcia transakcji.

**Zmiana nr 17**

Artykuł 12 ust. 5 projektu MAR

<p>„5. Właściwy organ może zezwolić emitentowi instrumentów finansowych na opóźnienie podania informacji poufnych do wiadomości publicznej, o ile spełnione są następujące warunki:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>— informacje mają znaczenie dla systemu;</li> <li>— w interesie publicznym leży opóźnienie publikacji takich informacji;</li> <li>— można zapewnić poufność takich informacji.</li> </ul> <p>Właściwy organ udziela takiego zezwolenia w formie pisemnej. Właściwy organ zapewnia, że podanie informacji do wiadomości publicznej opóźniono jedynie o tyle, o ile jest to konieczne dla interesu publicznego.</p> <p>Właściwy organ przynajmniej raz w tygodniu poddaje rewizji właściwość dalszego opóźnienia oraz odwołuje zezwolenie bezzwłocznie po stwierdzeniu, iż nie spełniono któregośkolwiek z warunków wymienionych w lit. a), b) lub c).”</p>	<p>„5. Właściwy organ może <del>zezwoić</del> <b>podjąć decyzję o obowiązku opóźnienia przez</b> emitenta <del>o</del> instrumentów finansowych <del>na opóźnienie</del> podania informacji poufnych do wiadomości publicznej, <del>o ile</del> <b>gdy</b> spełnione są następujące warunki:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>— informacje mają znaczenie dla systemu,</li> <li>— w interesie publicznym leży opóźnienie publikacji takich informacji,</li> <li>— można zapewnić poufność takich informacji.</li> </ul> <p><b>Właściwy organ podejmuje decyzję z własnej inicjatywy, na wniosek emitenta instrumentów finansowych oraz, w odniesieniu do instytucji finansowych emitujących instrumenty finansowe, także na wniosek odpowiedniego banku centralnego należącego do ESBC, organu nadzorującego emitenta instrumentów finansowych lub krajowego organu makroostrożnościowego.</b></p> <p>Właściwy organ <del>udziela takiego zezwolenia</del> <b>podejmuje decyzję</b> w formie pisemnej. Właściwy organ zapewnia, że podanie informacji do wiadomości publicznej opóźniono jedynie o tyle, o ile jest to konieczne dla interesu publicznego.</p> <p>Właściwy organ przynajmniej raz w tygodniu poddaje rewizji właściwość dalszego opóźnienia oraz <del>odwołuje zezwolenie</del> <b>uchyla przyjętą decyzję</b> bezzwłocznie po stwierdzeniu, iż nie spełniono któregośkolwiek z warunków wymienionych w lit. a), b) lub c).</p> <p><b>W odniesieniu do instytucji finansowych emitujących instrumenty finansowe, właściwy organ dokonuje oceny spełniania warunków wskazanych w lit. a), b) i c) w ścisłej współpracy z odpowiednim bankiem centralnym należącym do ESBC, organem nadzorującym emitenta instrumentów finansowych oraz, w odpowiednich przypadkach, krajowym organem makroostrożnościowym.”</b></p>
--	--

*Uzasadnienie*

Opóźnienie podania do wiadomości publicznej informacji poufnych ze względu na ich znaczenie systemowe leży zarówno w interesie emitenta, jak i w interesie publicznym utrzymania stabilności finansowej. Zatem właściwy organ powinien zobowiązać emitenta, a nie jedynie udzielić mu uprawnienia, do opóźnienia podania informacji do wiadomości publicznej. Możliwość taka powinna istnieć na wniosek emitenta lub w wyniku działania właściwego organu z własnej inicjatywy. Ponadto jeśli emitent jest instytucją finansową, bank centralny należący do ESBC, organ nadzorczy i organ makroostrożnościowy powinny być uprawnione do wystąpienia do

Tekst proponowany przez Komisję	Zmiany proponowane przez EBC <sup>(1)</sup>
<i>właściwego organu o opóźnienie podania do wiadomości publicznej informacji poufnych oraz powinny brać udział w ocenie warunków takiego opóźnienia. Takie zaangażowanie banku centralnego należącego do ESBC, organu nadzorczego oraz, w odpowiednich przypadkach, krajowego organu makroostrożnościowego pozwoli na odpowiednie uwzględnienie obaw związanych ze stabilnością finansową, w szczególności w przypadku, gdy emitent otrzymuje awaryjne wsparcie płynności.</i>	
<sup>(1)</sup> Pogrubienie w tekście wskazuje, w którym miejscu EBC proponuje wstawienie nowego tekstu. Przekreślenie w tekście oznacza, że EBC proponuje wykreślenie fragmentu tekstu.	
<sup>(2)</sup> Zob. w tym zakresie zalecenie Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego ERRS/2011/3 z dnia 22 grudnia 2011 r. w sprawie mandatu makroostrożnościowego organów krajowych, dostępne na stronie internetowej ERRS pod adresem: <a href="http://www.esrb.europa.eu">http://www.esrb.europa.eu</a>	