

Opinia Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego „Wniosek dotyczący rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady zmieniającego rozporządzenie (UE) nr 600/2014 w odniesieniu do zwiększenia przejrzystości danych rynkowych, usuwania przeszkód w powstawaniu systemów publikacji informacji skonsolidowanych, optymalizacji obowiązków obrotu oraz zakazu otrzymywania płatności za przekazywanie zleceń klientów”

[COM(2021) 727 final – 2021/0385 (COD)]

(2022/C 290/12)

Sprawozdawca: **Jörg Freiherr FRANK VON FÜRSTENWERTH**

Wniosek o konsultację	Rada Unii Europejskiej, 3.2.2022 Parlament Europejski, 27.1.2022
Podstawa prawna	Artykuł 114 i 304 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej
Sekcja odpowiedzialna	Sekcja ds. Unii Gospodarczej i Walutowej oraz Spójności Gospodarczej i Społecznej
Data przyjęcia przez sekcję	3.3.2022
Data przyjęcia na sesji plenarnej	23.3.2022
Sesja plenarna nr	568
Wynik głosowania (za/przeciw/wstrzymało się)	210/0/4

1. Wnioski i zalecenia

1.1. Europejski Komitet Ekonomiczno-Społeczny (EKES) z zadowoleniem przyjmuje to, że zgodnie z zapowiedzią zawartą w planie działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych z 2020 r.⁽¹⁾ Komisja Europejska przedstawiła w odpowiednim czasie wniosek dotyczący stworzenia systemów publikacji informacji skonsolidowanych dla każdej klasy aktywów: akcji, funduszy inwestycyjnych typu ETF, obligacji i instrumentów pochodnych. Jest to kolejny krok w kierunku urzeczywistnienia unii rynków kapitałowych. EKES popiera wniosek Komisji Europejskiej.

1.2. EKES przypomina, że urzeczywistnienie unii rynków kapitałowych jest kwestią pierwszoplanową i istotnym warunkiem wstępnym stworzenia prawdziwego jednolitego rynku, przezwyciężenia skutków pandemii COVID-19 i przejścia na zrównoważoną gospodarkę w Europie.

1.3. EKES z zadowoleniem przyjmuje wniosek dotyczący rozporządzenia wprowadzającego europejskie systemy publikacji informacji skonsolidowanych oraz środki im towarzyszące. Jeżeli zostaną odpowiednio wdrożone, znacznie zwiększą one przejrzystość i dostępność danych rynkowych, dostosują otoczenie regulacyjne systemów wykonywania zleceń oraz wzmocnią europejskie rynki kapitałowe. Skonsolidowana przejrzystość w znacznym stopniu złagodzi skutki utrzymującej się wciąż dużej fragmentacji europejskich rynków kapitałowych.

1.4. EKES przywiązuje wielką wagę do tego, by każdemu, a zwłaszcza małym i średnim przedsiębiorstwom i ogólnie inwestorom detalicznym, zapewnić niedyskryminujący i bezpłatny dostęp do danych rynkowych. EKES wzywa zatem Komisję Europejską do zmniejszenia obecnej asymetrii informacyjnej.

1.5. Komitet zaleca, by Komisja Europejska w ramach tworzenia unii rynków kapitałowych nadal podejmowała kroki w celu dalszego rozwijania w Europie bardzo zróżnicowanej kultury akcyjnej. Oprócz przepisów zwiększających zaufanie, które dotyczą prewencyjnej ochrony konsumentów, działania te obejmują w szczególności środki mające na celu lepsze ich edukowanie. EKES wzywa również Komisję Europejską, by dążąc do realizacji unii rynków kapitałowych, stale zwracała uwagę na aspekty ochrony zdrowia w miejscu pracy oraz warunki pracy. Oznacza to m.in. zadbanie o to, by zasoby kadrowe europejskich i krajowych organów nadzoru odzwierciedlały ich zwiększony zakres zadań.

⁽¹⁾ COM(2020) 590 final.

1.6. Jeśli chodzi o kontrowersyjną kwestię zakazu otrzymywania płatności za przekazywanie zleceń klientów do realizacji (ang. „Payment for Order Flow”, PFOF), EKES zaleca wzmocnienie następującej zasady: pośrednicy finansowi mogą wybrać system obrotu lub kontrahenta do dokonywania transakcji klientów wyłącznie na podstawie dążenia do jak najlepszej realizacji zleceń swoich klientów. EKES zgadza się ze stanowiskiem Komisji Europejskiej, że materialne lub niematerialne wynagrodzenie od systemu obrotu lub kontrahenta dla pośredników finansowych za przekazanie zleceń do realizacji jest z tym zasadniczo sprzeczne.

2. Kontekst opinii

2.1. Dnia 25 listopada 2021 r. Komisja Europejska przedstawiła pakiet środków mających na celu wzmocnienie unii rynków kapitałowych (pakiet dotyczący unii rynków kapitałowych). Pakiet składa się z komunikatu Komisji Europejskiej i czterech aktów prawnych⁽²⁾. Tematem niniejszej opinii – w ramach pakietu dotyczącego unii rynków kapitałowych – jest przegląd rozporządzenia w sprawie rynków instrumentów finansowych (MiFIR)⁽³⁾, które zasadniczo zawiera przepisy dotyczące infrastruktury rynku finansowego i wraz z dyrektywą w sprawie rynków instrumentów finansowych⁽⁴⁾ (ang. „markets in financial instruments directive”, MiFID II) stanowi ramy regulacyjne dla świadczenia usług inwestycyjnych.

3. Uwagi ogólne

3.1. Klasyfikacja wniosku

3.1.1. Wnioski ujęte w pakiecie dotyczącym unii rynków kapitałowych łączy to, że wszystkie zmierzają do zapewnienia większej przejrzystości na wciąż rozdrobnionych europejskich rynkach kapitałowych. Europejski Komitet Ekonomiczno-Społeczny z zadowoleniem przyjmuje ten cel, ponieważ nie uda się stworzyć unii rynków kapitałowych bez odpowiedniej przejrzystości oraz wiarygodnych i szybko dostępnych danych. Duże znaczenie mają przy tym zmiany zaproponowane do rozporządzenia w sprawie rynków instrumentów finansowych (MiFIR). Propozycje zmian dotyczą przede wszystkim infrastruktury rynkowej, ponieważ w związku z pandemią COVID-19 zasady chroniące inwestorów były już na początku 2021 r. przedmiotem rozwiązania prowizorycznego MiFID⁽⁵⁾.

3.1.2. Konieczna jest również jak największa przejrzystość rynków papierów wartościowych, aby zapewnić lepszy dostęp do rynków kapitałowych małym i średnim przedsiębiorstwom oraz, bardziej ogólnie, inwestorom detalicznym. Prawdą jest, że obecnie wszystkie platformy obrotu są już zobowiązane do publikowania informacji na temat np. wolumenu, czasu i ceny transakcji. Jednak co najwyżej duże firmy inwestycyjne są w stanie gromadzić te dane w sposób skonsolidowany, a tym samym zapewnić sobie prawdziwy przegląd rynku, i wymaga to znacznych nakładów finansowych. W związku z tym nikt nie może dziś mieć pewności, że uzyska najlepszą cenę. Tymczasem łatwy dostęp do wiarygodnych danych rynkowych ma decydujące znaczenie. Dotyczy to też zwłaszcza informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem, które są konieczne do stworzenia zrównoważonych rynków finansowych w ramach wdrażania Europejskiego Zielonego Ładu i odgrywają coraz ważniejszą rolę. W tym przypadku istnieje istotne merytoryczne powiązanie z europejskim pojedynczym punktem dostępu oraz z uproszczonym udostępnianiem informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem (cele zrównoważonego rozwoju).

3.1.3. Szybki, wiarygodny i łatwy dostęp do danych rynkowych przyczyni się również do zwiększenia konkurencji między systemami obrotu dzięki osiągniętej w ten sposób przejrzystości, zważywszy, że w warunkach przejrzystości transakcje dotyczące papierów wartościowych są przeprowadzane w miejscach, w których można uzyskać najkorzystniejszą cenę i w których płynność jest wysoka. Przejrzystość jest także istotnym aspektem dla inwestorów detalicznych i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do kryptoaktywów w europejskim systemie publikacji informacji skonsolidowanych.

3.1.4. Systemy publikacji informacji skonsolidowanych – po jednym dla każdej klasy aktywów (akcji, funduszy inwestycyjnych typu ETF, obligacji i instrumentów pochodnych) – są podstawowym narzędziem zmniejszania istniejącej asymetrii informacyjnej. Mogą również przyczynić się do zmniejszenia dominacji transakcji wysokich częstotliwości. EKES z zadowoleniem przyjmuje konkurencję w zakresie infrastruktury rynkowej. Jego zdaniem istotne jest przy tym, by konkurencja była uczciwa oraz odbywała się na tym samym poziomie regulacyjnym. Należy wykluczyć arbitraż regulacyjny

(2) Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów „Unia rynków kapitałowych – postępy w realizacji podjętych zobowiązań rok po przyjęciu planu działania”, wniosek dotyczący europejskiego pojedynczego punktu dostępu (ang. „European Single Access Point – ESAP), przegląd rozporządzenia w sprawie europejskich długoterminowych funduszy inwestycyjnych (EDFI), przegląd dyrektywy dotyczącej zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (dyrektywa w sprawie ZAFI) oraz przegląd rozporządzenia w sprawie rynków instrumentów finansowych (MiFIR).

(3) Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (EU) nr 648/2012 (Dz.U. L 173 z 12.6.2014, s. 84).

(4) Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz.U. L 173 z 12.6.2014, s. 349).

(5) Dyrektywa (UE) 2021/338 z dnia 16 lutego 2021 r. zmieniająca dyrektywę 2014/65/UE w zakresie wymogów informacyjnych, zarządzania produktami i limitów pozycji oraz dyrektywy 2013/36/UE i (UE) 2019/878 w zakresie ich zastosowania do firm inwestycyjnych w celu wsparcia odbudowy w następstwie kryzysu związanego z COVID-19 (Dz.U. L 68 z 26.2.2021, s. 14).

między systemami obrotu. Chociaż rozporządzenie w sprawie infrastruktury rynku europejskiego (EMIR) ma bezpośredni skutek w państwach członkowskich, niezbędne jest, aby Komisja Europejska ściśle monitorowała towarzyszące mu krajowe akty ustawodawcze i ich praktyczne wdrażanie oraz krajowe praktyki nadzorcze w celu zapewnienia równych warunków działania i – w stosownych przypadkach – wezwała państwa członkowskie do dokonania dostosowań oraz – jeżeli to konieczne – ukarania naruszeń.

3.1.5. Wprowadzenie systemów publikacji informacji skonsolidowanych, czyli scentralizowanych baz danych zapewniających łatwy i niedyskryminujący dostęp do skonsolidowanych danych rynkowych wszystkim inwestorom (małym i dużym podmiotom zarządzającym aktywami, funduszom emerytalnym, inwestorom detalicznym) oraz wszystkim, zarówno dużym, jak i małym, pośrednikom finansowym zmniejszy przewagę informacyjną dużych oferujących i znacznie ułatwi dostęp do rynków finansowych, tym samym zwiększając ich skuteczność w przyszłości.

3.1.6. Dzięki zwiększeniu przejrzystości europejskie systemy publikacji informacji skonsolidowanych mogą również przyczynić się do przeciwdziałania tendencjom do nadmiernych wahań, takich jak na przykład gwałtowna zmiana kursu i krach cenowy.

3.1.7. Zdaniem EKES-u przejrzystość wynikająca z systemów publikacji informacji skonsolidowanych i ułatwiony dostęp do danych rynkowych również dla inwestorów detalicznych bynajmniej nie eliminują potrzeby dalszego zapewnienia dobrze rozwiniętej ochrony inwestorów. Ułatwienie inwestorom indywidualnym dostępu do danych przypomina, że konieczne jest dołożenie starań na rzecz wystarczającej edukacji finansowej konsumentów, tak aby mogli radzić sobie w odpowiedzialny sposób z możliwościami i zagrożeniami związanymi z rynkami kapitałowymi.

3.1.8. Utworzenie systemów publikacji informacji skonsolidowanych jest znaczącym krokiem także z punktu widzenia etyki danych, który to aspekt ma coraz większe znaczenie w świecie cyfrowym, gdzie dane są towarem handlowym i kluczem do udziału w życiu gospodarczym i społecznym. EKES opowiada się za niedyskryminującym dostępem do danych rynkowych. Z uznaniem przyjmuje wprowadzenie systemów publikacji informacji skonsolidowanych, które zwłaszcza małym przedsiębiorstwom i konsumentom umożliwi korzystanie z istotnych dla nich danych, które w przeciwnym razie nie byłyby dostępne z powodu braku środków finansowych. Stanowi to zatem równocześnie odpowiedź na potrzebę zapewnienia etycznego dostępu do informacji na rynkach finansowych.

3.1.9. EKES z zadowoleniem przyjmuje fakt, że Komisja Europejska oparła propozycje na wnikliwym rozważeniu ich skutków rynkowych zarówno dla europejskich systemów obrotu, jak i dla konkurencji międzynarodowej. Odnosi się również pozytywnie do tego, że Komisja Europejska przewiduje późniejszą ocenę nowych przepisów.

3.2. Europejskie systemy publikacji informacji skonsolidowanych (ang. „consolidated tapes”, CT), art. 22 i 27 rozporządzenia w sprawie rynków instrumentów finansowych (MiFIR)

3.2.1. EKES ponownie wyraża poparcie⁽⁶⁾ dla propozycji Komisji dotyczącej wprowadzenia europejskich systemów publikacji informacji skonsolidowanych. Jeżeli zostaną dobrze wprowadzone pod względem technicznym, umożliwią wszystkim uczestnikom rynku niemal w czasie rzeczywistym dostęp do danych handlowych – dotyczących akcji, funduszy inwestycyjnych typu ETF, obligacji i instrumentów pochodnych – ze wszystkich systemów obrotu w UE. Dzięki temu europejskie systemy publikacji informacji skonsolidowanych mogą w znacznym stopniu przyczynić się do wyeliminowania fragmentacji rynków. Pomyślnie wprowadzenie tych systemów będzie ponadto w dużej mierze zależne od praktycznego wdrożenia [obowiązek dostarczania danych, standard, jakość, bezpieczeństwo i ochrona danych (o ile ma zastosowanie), dostęp do danych, rozwiązywanie problemów związanych z przejrzystością poprzez przypisywanie międzynarodowego kodu identyfikującego papier wartościowy (ang. International Securities Identification Number, ISIN) instrumentom pochodnym na cały okres ich zapadalności (a nie według dnia), zastosowanie najnowszych technologii, odporność operacyjna oraz łatwy i racjonalny pod względem kosztów dostęp].

3.2.2. Sukces zależy od tego, czy wszystkie podmioty dostarczające dane, czy to giełdy papierów wartościowych, banki, tradycyjni dostawcy danych czy też spółki z branży technologii finansowych, będą na niedyskryminujących warunkach podlegać takim samym rygorystycznym wymogom jakości. Ponadto zasadniczymi warunkami wstępnymi sukcesu są również jakość danych oraz odpowiednia struktura zarządzania. EKES uważa, że należy stale monitorować jakość danych i zarządzanie systemami publikacji informacji skonsolidowanych i – w razie potrzeby – je dostosowywać.

3.2.3. EKES popiera wyważoną propozycję, by Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) odgrywał pierwszoplanową rolę w stałym monitorowaniu europejskich systemów publikacji informacji skonsolidowanych. Oczekuje przy tym, że ESMA – a także krajowe organy nadzoru nad rynkiem papierów wartościowych – otrzymają niezbędne w tym celu zasoby finansowe, rzeczowe oraz ludzkie.

⁽⁶⁾ Dz.U. C 155 z 30.4.2021, s. 20.

3.2.4. Bardzo ważne są procedury wyboru jednego operatora systemu publikacji informacji skonsolidowanych dla każdej klasy aktywów. Zdaniem EKES-u istotne są sprawne i przejrzyste procedury wyboru. Wynika to głównie z faktu, że po pięciu latach pierwsi operatorzy systemów publikacji informacji skonsolidowanych będą mieli znaczącą przewagę konkurencyjną w kolejnym przetargu. Pożądane jest zatem, aby zaproszenia do składania ofert odnosiły się do szerokiego środowiska konkurencyjnego. Komitet z zadowoleniem przyjmuje to, że szczegółowo określono kryteria wyboru, a także wymogi organizacyjne wobec dostawców informacji skonsolidowanych. Uważa, że dobrym podejściem jest nałożenie wymogu, by na koniec każdego kwartału dostawcy informacji skonsolidowanych publikowali na swojej stronie internetowej, do której istnieje bezpłatny dostęp, statystyki dotyczące wyników i sprawozdania dotyczące incydentów związanych z jakością danych.

3.2.5. Europejskie systemy publikacji informacji skonsolidowanych będą również istotnym krokiem i narzędziem umożliwiającym podmiotom świadczącym usługi w zakresie papierów wartościowych wywiązywanie się z obowiązku jak najlepszej realizacji zleceń (ang. „best execution”, art. 27 ust. 2 MiFID II) w bardziej solidny, prostszy i oparty na szerszych podstawach sposób. Zwłaszcza dla inwestorów detalicznych kluczowym kryterium będzie osiągnięcie najlepszej ceny. EKES zastrzega jednak, że europejskie systemy publikacji informacji skonsolidowanych nie mogą zastępować zasady najlepszego wykonywania zleceń.

3.2.6. Europejskie systemy publikacji informacji skonsolidowanych mogą być w pełni skuteczne tylko wówczas, gdy różne platformy obrotu obecne na rynku będą miały równe warunki działania. Dlatego też EKES popiera propozycje Komisji Europejskiej dotyczące zapewnienia pełnej przejrzystości platform obrotu, w szczególności zakazu stosowania tzw. „dark pools”, w przypadku których handlowcy nie podlegają żadnym wymogom w zakresie przejrzystości.

3.3. Obowiązek dotyczący systemu obrotu instrumentami pochodnymi, art. 28 wniosku MiFIR

3.3.1. EKES z zadowoleniem przyjmuje fakt, że we wniosku Komisja Europejska skorygowała błąd systematyczny, który pojawił się podczas publikacji EMIR objętego programem REFIT. Drobnym kontrahenci finansowi będą w przyszłości prawnie zwolnieni z obowiązku dotyczącego systemu obrotu oraz – jak wcześniej – z obowiązku rozliczania.

3.4. System obrotu odnośnie do akcji, art. 23 wniosku MiFIR

3.4.1. We wniosku ogranicza się obowiązek dotyczący systemu obrotu akcjami do papierów wartościowych oznaczonych międzynarodowym kodem identyfikującym papier wartościowy (ang. „International Securities Identification Number” – ISIN) z Unii Europejskiej. Nawet te papiery wartościowe są zwolnione z obowiązku dotyczącego systemu obrotu, jeżeli obrót nimi poza Unią Europejską odbywa się w walucie lokalnej. Z punktu widzenia inwestora wniosek jest korzystny, ponieważ w przypadku papierów wartościowych w systemie obrotu poza Unią Europejską umożliwia również tam uzyskanie najlepszych cen. Dotyczy to w szczególności papierów wartościowych oznaczonych unijnym kodem ISIN, lecz głównie tych, które są przedmiotem obrotu w funtach (GBP) na giełdzie londyńskiej. Dlatego też EKES stanowczo zgadza się z wnioskiem.

3.5. Płatności za przepływ zleceń (PFOF), art. 39 lit. a) wniosku MiFIR

3.5.1. We wniosku zakazuje się stosowania modelu wynagrodzenia nazywanego PFOF, w którym pośrednicy finansowi otrzymują od partnerów handlowych opłaty za kierowanie do nich transakcji klientów. PFOF jest przede wszystkim modelem finansowania dla brokerów internetowych, który – zwłaszcza dla inwestorów detalicznych – stanowi często opłacalną alternatywę wobec tradycyjnego obrotu giełdowego. W szczególności w przypadku tzw. brokerów niepobierających opłat praktyka polega na pobieraniu od klientów jedynie niewielkiej opłaty za zlecenie oraz na uzyskiwaniu dochodów (brokera) z rabatów w systemie obrotu. Często wszystkie zlecenia transakcji koncentrują się na jednym partnerze handlowym. Rabaty te nie są ujawniane klientom. EKES zgadza się z ESMA (?), że praktyka ta jest niezgodna z obowiązkiem jak najlepszej realizacji zleceń oraz zachowania przejrzystości cen. Jednak tacy brokerzy internetowi umożliwiają szczególnie inwestorom detalicznym racjonalny pod względem kosztów i łatwy dostęp do usług inwestycyjnych. Komitet uważa, że zasadnicze znaczenie ma zapewnienie jednakowej przejrzystości kosztów i równych warunków działania dla spółek z branży technologii finansowych i konwencjonalnych oferujących. Zaleca zwrócenie szczególnej uwagi na tę kwestię w toku dalszej procedury ustawodawczej.

3.5.2. Zdaniem EKES-u konieczne będzie również rozważenie, czy – niezależnie od wątpliwości natury prawnej (jak najlepsza realizacja zleceń) – PFOF nie są być może niepożądane ze względów dotyczących struktury rynku, gdyż pozbawiają giełdy dużego wolumenu obrotu i tym samym zagrażają ich całościowej zdolności funkcjonowania.

(?) Oświadczenie publiczne EMSA, dokument ESMA35-43-2749 z dnia 13 lipca 2021 r., „ESMA warns firms and investors about risks arising from Payment of Orderflow” [„ESMA ostrzega firmy i inwestorów przed ryzykiem wynikającym z płatności za przepływ zleceń”].

Zmniejszenie płynności rynku byłoby całkowicie sprzeczne z celami unii rynków kapitałowych. Poważnie zaszkodziłoby przede wszystkim niezbędnej przejrzystości rynku (w szczególności przejrzystości przedtransakcyjnej) i byłoby obciążeniem dla klientów.

3.6. Najlepsza realizacja zleceń (ang. „best execution”)

3.6.1. Komisja Europejska proponuje, by zrezygnowano z ustanowionego w art. 27 ust. 1 MiFID II wymogu publikowania przez systemy wykonywania zleceń informacji o jakości realizacji zleceń. Propozycja Komisji Europejskiej ma sens, gdyż nie ulega wątpliwości, że w praktyce inwestorzy nie korzystają ze sprawozdań jako pomocnych źródeł informacji i że w przyszłości dzięki europejskim systemom publikacji informacji skonsolidowanych dostępne będą również informacje potransakcyjne o transakcjach. EKES rozumie i popiera to podejście.

3.6.2. Zatem nie ma jednak sensu, aby ESMA prowadziła obecnie konsultacje w sprawie dostosowania właśnie regulacyjnych standardów technicznych (regulacyjny standard techniczny nr 27 i 28) konkretyzujących ten przepis, którego skreślenie Komisja Europejska proponuje w przedstawionym wniosku (art. 27 ust. 2 MiFID II). Nie tylko nie ma to sensu, lecz również niepotrzebnie nakłada na zainteresowane strony obciążenie administracyjne, które ostatecznie jest całkowicie zbędne. EKES jest zdania, że w interesie dobrej i wyważonej praktyki regulacyjnej należy wystrzegać się takich metod postępowania.

Bruksela, dnia 23 marca 2022 r.

Christa SCHWENG
Przewodnicząca
Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego
