

*Andrzej Michór**

Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) w systemie ingerencji na rynku kapitałowym Unii Europejskiej

1. Wprowadzenie

Pogłębianie się kryzysu na rynkach finansowych postawiło nowe wyzwania przed organami administracji publicznej. Dawne instrumenty ingerencji na rynkach okazały się nieefektywne, współpraca między państwami pozostawiała wiele do życzenia, zaś załamanie gospodarki światowej obnażyło wady zarówno regulacji prawnych, jak i procesów decyzyjnych. Nadzór oparty na modelach krajowych nie nadążył bowiem za globalizacją finansową i rzeczywistością, w której europejskie rynki finansowe są zintegrowane i połączone, a liczne instytucje finansowe działają na szczeblu transgranicznym. Kryzys ujawnił niedociągnięcia w zakresie współpracy, koordynacji, spójnego stosowania przepisów unijnych i zaufania pomiędzy krajowymi organami¹. Odpowiedzią Unii Europejskiej na owe wyzwania stała się reforma systemu nadzoru nad rynkami finansowymi: bankowym, ubezpieczeniowym oraz papierów wartościowych, ustanowiona rozporządzeniami z dnia 24 listopada 2010 r.² W założeniu twórców reformy powo-

* Dr Andrzej Michór – Zakład Prawa Finansowego, Wydział Prawa i Administracji, Uniwersytet Opolski.

¹ Zob. pkt 1 preambuły do rozporządzeń o EBA, ESMA i EIOPA powołanych w przyp. 2.

² 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. Urz. UE nr 331, s. 12 i n.; 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. Urz. UE nr 331, s. 48 i n.; 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. Urz. UE nr 331, s. 84 i n. ze zm.; rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1092/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie unijnego nadzoru makroostrożnościowego

łanie Europejskiej Rady Ryzyka Systemowego (ERRS) oraz Europejskich Urzędów Nadzoru Finansowego (ESA), do których należą: Europejski Urząd Nadzoru Bankowego (EBA), Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) oraz Europejski Urząd Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych (EIOPA), mają stanowić nowy, dwufilarowy system finansowego nadzoru makro- i mikroostrożnościowego w Unii³. W tym miejscu należy przy tym wskazać, że ESMA, EBA i EIOPA mają charakter agencji unijnych⁴.

Nowe regulacje stawiają przed unijnymi organami wiele zadań, wyposażając je w rozległe kompetencje. Większość z tych zadań jest identyczna w przypadku

nad systemem finansowym i ustanowienia Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego, Dz. Urz. UE nr 331, s. 1 i n.; zob. także: dyrektywa Omnibus – dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2010/78/EU z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie zmiany dyrektyw 98/26/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 i 2009/65/WE w odniesieniu do uprawnień Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego), Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych) oraz Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych), Dz. Urz. UE nr 331, s. 120 i n. oraz rozporządzenie Rady (UE) nr 1096/2010 z dnia 17 listopada 2010 r. w sprawie powierzenia Europejskiemu Bankowi Centralnemu szczególnych zadań w zakresie funkcjonowania Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego, Dz. Urz. UE nr 331, s. 162 i n.

³ Zob. A. Arora, *The Global Financial Crisis: A New Global Regulatory Order?*, „The Journal of Business Law” 2010, no. 8, s. 670; P. Stanisławiszyn, *Perspektywy zmian europejskich regulacji w zakresie nadzoru finansowego w 2011 r.*, [w:] J. Szambelańczyk (red.), *Wyzwania regulacyjne wobec doświadczeń globalnego kryzysu finansowego*, Warszawa 2011, s. 131; A. Jurkowska-Zeidler, *Nowe europejskie ramy ochrony stabilności wewnętrznego rynku finansowego*, [w:] A. Dobaczewska, E. Juchniewicz, T. Sowiński (red.), *System finansów publicznych. Prawo finansowe wobec wyzwań XXI wieku*, Warszawa 2010, s. 195–204; M. Fedorowicz, *Normatywne aspekty regulacji europejskiego nadzoru finansowego ze szczególnym uwzględnieniem europejskiego nadzoru w prawie bankowym*, [w:] A. Dobaczewska, E. Juchniewicz, T. Sowiński (red.), *System finansów publicznych...*, s. 299–307.

⁴ Stanowią bowiem wyodrębnione strukturalnie ciała niebędące formalnie częścią instytucji lub organów traktatowych, które zostały utworzone na podstawie aktu prawa pochodnego, mają osobowość prawną, dysponują własną administracją i są wyposażone we własne kompetencje oraz niezależność finansową, powierzono im ponadto wykonywanie pewnych zadań objętych kompetencją Unii, posiadają strukturę organizacyjną charakterystyczną dla agencji – każdy z organów ma zarząd, zaś urzędy zarządzane są przez dyrektorów wykonawczych, jak również powierzono im opracowywanie projektów regulacyjnych standardów technicznych oraz projektów wykonawczych standardów technicznych. Zob. M. Fedorowicz, A. Michór, *O charakterze prawnym decyzji nowych europejskich organów nadzoru nad rynkiem finansowych UE*, „Europejski Przegląd Sądowy” 2011, nr 11, s. 25. W sprawie cech wyróżniających agencje UE zob. J. Barcz, M. Górka, A. Wyrozumska, *Instytucje i prawo Unii Europejskiej. Podręcznik dla kierunków zarządzania i administracji*, Warszawa 2011, s. 197; M. Górka, *Agencje*, [w:] J. Barcz (red.), *Unia Europejska. System prawny, porządek instytucjonalny, proces decyzyjny*, Warszawa 2009, s. 625; P. Craig, G. de Búrca, *EU Law, Text, Cases, and Materials*, Oxford 2008, s. 79–80, 248–249. W tym miejscu wypada zauważyć, że status agencji UE przypisano ESMA w raporcie rocznym ESMA za rok 2011, s. 28 – zob. www.esma.europa.eu/system/files/esma-2011.pdf.

wszystkich unijnych organów nadzoru, jednak część odnosi się jedynie do poszczególnych organów, co wynika z podziału kompetencji między powyższymi organami⁵.

2. Cele i zadania ESMA

Zgodnie z art. 1 ust. 5 tiret 1 rozporządzenia o ESMA celem urzędu jest ochrona interesu publicznego przez przyczynianie się do zapewniania w perspektywie krótko-, średnio- i długoterminowej stabilności i efektywności systemu finansowego na korzyść gospodarki Unii, jej obywateli i przedsiębiorstw. Urząd przyczynia się do polepszenia funkcjonowania rynku wewnętrznego, w tym w szczególności do zapewnienia właściwego, skutecznego i spójnego poziomu regulacji i nadzoru; zapewniania integralności, przejrzystości, efektywności i prawidłowego funkcjonowania rynków finansowych; wzmocnienia międzynarodowej koordynacji w zakresie nadzoru finansowego; zapobiegania arbitrażowi regulacyjnemu i propagowania równych warunków konkurencji; zapewnienia właściwej regulacji oraz nadzoru w zakresie podejmowania ryzyka inwestycyjnego i innych rodzajów ryzyka; wzmocnienia ochrony klientów.

W związku z powyższymi celami, ESMA przyczynia się do zapewnienia spójnego, efektywnego i skutecznego stosowania aktów, o których mowa w art. 1 ust. 2 rozporządzenia o ESMA, wspiera konwergencję nadzorczą, przedstawia opinie Parlamentowi Europejskiemu, Radzie i Komisji oraz prowadzi analizy ekonomiczne rynków, dążąc do osiągnięcia swoich celów. Wykonując zadania powierzone mu na mocy rozporządzenia o ESMA, urząd zwraca szczególną uwagę na ryzyko systemowe ze strony uczestników rynków finansowych, których upadłość mogłaby zagrozić funkcjonowaniu systemu finansowego lub realnej gospodarki. Wykonując swoje zadania, urząd działa niezależnie i obiektywnie, mając na względzie wyłącznie interes Unii (art. 1 ust. 5 tiret 2–4 rozporządzenia o ESMA).

Powyższe cele znalazły rozwinięcie i doprecyzowanie w katalogu zadań ESMA określonym w art. 8 ust. 1 rozporządzenia o ESMA. Stosownie do tego unormowania urząd ma się przyczyniać do ustanowienia wspólnych standardów i praktyk regulacyjnych i nadzorczych o wysokiej jakości, w szczególności poprzez przedstawianie opinii instytucjom Unii oraz poprzez opracowywanie wytycznych, zaleceń i projektów regulacyjnych oraz wykonawczych standardów technicznych, opartych na aktach legislacyjnych, o których mowa w art. 1 ust. 2 rozporządzenia o ESMA. Dalej, ESMA ma przyczyniać się do spójnego stosowania prawnie wiążących aktów unijnych, w szczególności poprzez budowanie wspólnej kultury

⁵ Na przykład zgodnie z art. 8 ust. 1 lit. h rozporządzenia o ESMA organ ten ma za zadanie wzmacniać ochronę właścicieli polis, członków programów emerytalnych i uposażonych.

nadzoru, zapewnianie spójnego, efektywnego i skutecznego stosowania aktów, o których mowa w art. 1 ust. 2, zapobieganie arbitrażowi regulacyjnemu, mediację i rozstrzyganie sporów między właściwymi organami, zapewnianie skutecznego i spójnego nadzoru nad uczestnikami rynku finansowego, zapewnianie spójności działań kolegiów organów nadzoru oraz podejmowanie działań m.in. w sytuacjach nadzwyczajnych. Kolejnym zadaniem ESMA jest wspieranie i ułatwianie delegowania zadań i kompetencji pomiędzy właściwymi organami. Na urząd nałożono nadto obowiązek ścisłej współpracy z ERRS, w szczególności przez dostarczanie jej wszelkich informacji koniecznych do realizacji jej zadań oraz poprzez zapewnianie podejmowania odpowiednich działań następczych w związku z jej ostrzeżeniami i zaleceniami. ESMA jest zobowiązany organizować i przeprowadzać analizy wzajemnych ocen właściwych organów, w tym wydając wytyczne i zalecenia oraz określając najlepsze praktyki w celu zwiększenia spójności wyników w zakresie nadzoru. Ma również monitorować i oceniać zmiany na rynku podlegającym kompetencjom urzędu. Do jej zadań należy także przeprowadzanie analizy ekonomicznej rynków w celu informowania o wykonywaniu zadań przez urząd. Zobowiązana jest wzmacniać ochronę inwestorów. Normodawca unijny nałożył na nowy organ nadzoru obowiązek przyczyniania się do konsekwentnego i spójnego funkcjonowania kolegiów organów nadzoru, monitorowania, oceniania i mierzenia ryzyka systemowego, opracowywania i koordynowania planów naprawczych, zapewniania wysokiego poziomu ochrony inwestorom w całej Unii oraz opracowywania metod prowadzenia postępowania naprawczego wobec upadających uczestników rynków finansowych, a także oceniania zapotrzebowania na odpowiednie instrumenty finansujące zgodnie z art. 21–26 rozporządzenia o ESMA. W zakresie transparentności działań ESMA nie sposób nie zwrócić uwagi na nałożony na ten organ obowiązek regularnego publikowania i aktualizowania na stronie internetowej urzędu informacji dotyczących obszaru jego działań, w szczególności w obrębie zakresu jego uprawnień, które to informacje odnoszą się do zarejestrowanych uczestników rynku finansowego, aby zapewnić opinii publicznej łatwy dostęp do informacji. W końcu do zadań ESMA należy przejęcie, w stosownych przypadkach, wszystkich aktualnych i bieżących zadań Komitetu Europejskich Organów Nadzoru nad Rynkiem Papierów Wartościowych. Urząd ma za zadanie także wypełniać wszelkie inne szczegółowe zadania określone w niniejszym rozporządzeniu lub w innych aktach ustawodawczych.

3. Instrumenty realizacji celów i zadań ESMA

ESMA został wyposażony w instrumenty umożliwiające efektywną ingerencję na rynku kapitałowym, wśród których należy wymienić w szczególności uprawnienie do opracowywania projektów regulacyjnych standardów technicznych (*regulatory technical standards* – RTS), opracowywanie projektów wyko-

nawczych standardów technicznych, wydawanie wytycznych i zaleceń, podejmowanie indywidualnych decyzji skierowanych zarówno do właściwych organów krajowych, jak i do uczestników rynku finansowego, wydawanie opinii dla Parlamentu Europejskiego, Rady lub Komisji (zob. art. 8 rozporządzenia o ESMA).

Nie wnikając szerzej w powyższe zagadnienia⁶, należy zwrócić uwagę na to, że uprawnienia ESA budzą wiele kontrowersji. W szczególności wiążą się one z uprawnieniem urzędu do wiążącego decydowania, zwłaszcza o sytuacji prawnej instytucji finansowych, z pominięciem krajowych organów nadzoru finansowego, co wywołuje wiele pytań w świetle krajowej procedury administracyjnej, w szczególności w sytuacji, gdy w danej sprawie zapadła już decyzja krajowych organów nadzoru finansowego. Problem skutków zastosowania decyzji indywidualnej przez ESA jest szczególnie istotny z punktu widzenia praktyki, w tym krajowej praktyki administracyjno-finansowej⁷. Decyzje ESA są indywidualnymi decyzjami, gdyż takim sformułowaniem posługuje się sam prawodawca europejski. Decyzje ESA zawierają zatem normy indywidualne i konkretne, są aktami stosowania prawa UE i nie można ich utożsamiać z decyzjami unijnymi⁸, podejmowanymi w świetle art. 288 TFUE⁹. W tym miejscu wypada zauważyć, że we wszystkich przypadkach, kiedy podjęte zostały indywidualne decyzje adresowane bezpośrednio do instytucji finansowych na rynku, decyzje te mają pierwszeństwo wobec wszelkich decyzji przyjętych wcześniej przez właściwe organy w tej samej sprawie (art. 17 ust. 7, art. 18 ust. 5, art. 19 ust. 5 rozporządzeń o EBA, ESMA i EIOPA)¹⁰. Nie wnikając szerzej w tę materię, należy stwierdzić, że owo pierwszeństwo nie ma charakteru absolutnego, nie oznacza bowiem, że dochodzi do swego rodzaju wzruszenia wszystkich decyzji krajowych organów nadzoru, podjętych w sprawie naruszenia przez instytucję finansową jej obowiązków¹¹.

⁶ Szerzej zob. m.in.: M. Lamandini, *When More is Needed: The European Financial Supervisory Reform and Its Legal Basis*, „European Company Law” 2009, no. 5, s. 198; M. Fedorowicz, *Główne zasady organizacyjne nowego europejskiego nadzoru finansowego, na przykładzie Europejskiej Rady Ryzyka Systemowego oraz Europejskiego Organu Nadzoru Bankowego*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 2011, nr 7, s. 2–9; A. Zalcewicz, *Zmiany struktury instytucjonalnej i koncepcji nadzoru nad jednolitym rynkiem finansowym UE*, [w:] A. Dobaczewska, E. Juchniewicz, T. Sowiński (red.), *System finansów publicznych...*, s. 231 i n.; T. Nieborak, *Europejski zintegrowany nadzór finansowy – aspekty instytucjonalno-prawne*, [w:] E. Fojcik-Mastalska, E. Rutkowska-Tomaszewska, *Bezpieczeństwo rynku finansowego*, Wrocław 2010, s. 51 i n.; A. Michór, *Nowa europejska architektura nadzoru nad rynkiem bankowym*, „Bezpieczny Bank” 2011, nr 1, s. 71 i n.

⁷ Szerzej zob. M. Fedorowicz, A. Michór, *O charakterze...*, s. 24 i n.

⁸ O unijnych decyzjach zob. J. Barcz, *Zapewnienie skuteczności prawu Unii Europejskiej. Wytyczne polityki legislacyjnej i techniki prawodawczej*, Warszawa 2003.

⁹ Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (dalej: TFUE) (wersja skonsolidowana, Dz. Urz. UE C 83 z 30 marca 2010 r., s. 47 i n.).

¹⁰ M. Fedorowicz, A. Michór, *O charakterze...*, s. 25–27.

¹¹ A. Michór, *Nowa europejska architektura...*, s. 82.

Wskazuje się, że chodzi o pierwszeństwo w stosunku do takich decyzji krajowych organów nadzoru, które nie dadzą się pogodzić z decyzjami ESA co do danej materii. Nie wszystkie decyzje krajowych organów nadzoru będą bowiem dotyczyły materii uwzględnionej w decyzjach ESA. Interpretację taką sugeruje również np. art. 17 ust. 7 rozporządzeń o EBA, ESMA i EIOPA, stanowiący, że „decyzje przyjęte na mocy ust. 6 mają pierwszeństwo wobec wszelkich decyzji przyjętych wcześniej przez właściwe organy w tej samej sprawie”¹².

W tym miejscu należy zasygnalizować, że otwarta pozostaje kwestia stosowania przez ESMA sankcji administracyjnych, w szczególności poważne wątpliwości budzi określenie podstaw materialnoprawnych stosowania takich sankcji. O ile bowiem podstawy takie istnieją w stosunku do agencji ratingowych, gdzie wyraźnie umocowano ESMA do stosowania takich sankcji (zob. art. 20 ust. 1, art. 24, art. 36a oraz art. 36b rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 1060/2009 z dnia 16 września 2009 r. w sprawie agencji ratingowych¹³), to takich podstaw próżno szukać w rozporządzeniach unijnych w odniesieniu choćby do firm inwestycyjnych bądź maklerów z uwagi na uregulowanie ich działalności dyrektywami implementowanymi do krajowych porządków prawnych. Wydaje się, że regulacja unijna będzie zmierzała w kierunku zwiększenia kompetencji ESMA związanych z nakładaniem sankcji administracyjnych oraz ich doprecyzowania, celem zapewnienia skuteczności działań nadzorczych. W przypadku agencji ratingowych sytuacja jest jednak o tyle specyficzna, że to ESMA pełni rolę jedynego nadzorcy nad agencjami, o czym szerzej w dalszej części opracowania, zaś w stosunku do pozostałych uczestników obrotu na rynkach kapitałowych kompetencje te dzielone są między krajowe organy nadzoru oraz ESMA, który – w istocie – powinien ingerować jedynie w przypadkach wadliwego wykonywania nadzoru przez organy państw członkowskich. Ten podział kompetencji – jak się wydaje – determinuje aktualny stan legislacji w zakresie sankcji administracyjnych.

¹² M. Fedorowicz, A. Michór, *O charakterze...*, s. 29.

¹³ Dz. Urz. UE Seria L, nr 302, s. 1 i n. ze zm. Zgodnie z art. 24 ust. 1 rozporządzenia w przypadku gdy, zgodnie z art. 23e ust. 5, Rada Organów Nadzoru Urzędu ustali, że agencja ratingowa popełniła jedno z naruszeń wymienionych w załączniku III, podejmuje ona jedną lub więcej z poniższych decyzji: wycofanie rejestracji agencji ratingowej; nałożenie na tę agencję ratingową tymczasowego zakazu wystawiania ratingów kredytowych, obowiązującego w całej Unii do czasu usunięcia naruszenia; zawieszenie wykorzystywania do celów regulacyjnych ratingów kredytowych wystawionych przez tę agencję ratingową, obowiązujące w całej Unii do czasu usunięcia naruszenia; zobowiązanie tej agencji ratingowej do usunięcia danego naruszenia; wydanie publicznych ostrzeżeń. W myśl art. 36a ust. 1 rozporządzenia w przypadku gdy – zgodnie z art. 23e ust. 5 – Rada Organów Nadzoru Urzędu odkryje popełnienie przez agencję ratingową – umyślnie lub w wyniku zaniedbania – jednego z naruszeń wymienionych w załączniku III, podejmuje ona decyzję o nałożeniu grzywny zgodnie z postanowieniami art. 36a ust. 2. W art. 36b rozporządzenia przewidziano okresowe kary pieniężne. Okresowa kara pieniężna jest nakładana za każdy dzień, do momentu gdy agencja ratingowa lub zainteresowana osoba podporządkuje się odpowiedniej decyzji.

4. Działania ESMA w latach 2011–2012

W swojej krótkiej działalności unijne organy nadzoru, w tym ESMA, podjęły wiele kroków mających na celu zapewnienie stabilizacji rynków oraz ochrony inwestorów. Po działaniach mających na celu ukonstytuowanie organu ESMA podjął aktywną rolę na rynku – zarówno w zakresie legislacji, jak i działań bezpośrednich. Rok 2012 ESMA zaczął z lepszej pozycji kadrowej i w nowej strukturze organizacyjnej. W planie pracy ESMA na rok 2012 (ESMA/2011/330final)¹⁴ założono m.in., że 2012 będzie kluczowym rokiem w działaniach ESMA ze względu na cztery aspekty. Po pierwsze, z uwagi na wdrażanie nowych i zmianę istniejących przepisów, przygotowywanie standardów technicznych i wytycznych¹⁵. Kolejnym istotnym aspektem działań ESMA, na który zwrócono uwagę w planie prac ESMA na rok 2012, był fakt wykonywania w tym roku po raz pierwszy w pełnym zakresie kompetencji nadzorczych nad agencjami ratingowymi. Następną sferą aktywności ESMA, na którą zwrócono uwagę w planie działań, jest odpowiednie monitorowanie zmian na rynkach finansowych. W końcu ESMA zwrócił uwagę na to, że globalny charakter rynków papierów wartościowych wymaga zwiększenia jej międzynarodowej działalności, w tym aktywnego działania wraz z regulatorami z państw trzecich oraz obecności w globalnych instytucjach istotnych dla rynku papierów wartościowych.

Szczególne rolę przypada ESMA w zakresie nadzoru nad agencjami ratingowymi (CRA), nad którymi od 1 lipca 2011 r. jest jedynym nadzorcą¹⁶. W 2011 r. ESMA zarejestrował łącznie 16 agencji ratingowych, a wśród nich kluczowych graczy na rynku, takich jak Fitch, Moody's¹⁷. W tym miejscu wypada zauważyć, że zgodnie z art. 20 rozporządzenia o CRA, bez uszczerbku dla art. 24 rozporządzenia o CRA, ESMA wycofuje rejestrację agencji ratingowej, jeśli agencja ratingowa wyraźnie zrzeka się rejestracji lub nie przedstawiła żadnych ratingów kredytowych za poprzednie sześć miesięcy; uzyskała rejestrację, dopuszczając się poświadczenia nieprawdy lub w inny niezgodny z prawem sposób; lub przestała spełniać warunki, na podstawie których została zarejestrowana. W przypadku gdy właściwy organ państwa członkowskiego, w którym wykorzystywane są ratingi kredytowe wystawiane przez zainteresowaną agencję ratingową, stwierdzi, że jeden z warunków, o którym mowa w ust. 1, został spełniony, może zwrócić się do urzędu o sprawdzenie, czy zostały spełnione warunki wycofania rejestracji zainteresowanej agencji ratingowej. W przypadku gdy urząd postanowi

¹⁴ www.esma.europa.eu/system/files/esm-2011-330.pdf.

¹⁵ Zob. program prac regulacyjnych ESMA na rok 2012: www.esma.europa.eu/system/files/2012-275.pdf.

¹⁶ Zob. art. 15 i n. rozporządzenia nr 1060/2009.

¹⁷ Zob. roczny raport ESMA za 2011 r.: www.esma.europa.eu/content/ESMA-annual-report-2011.

o nieodwoływaniu rejestracji zainteresowanej agencji ratingowej, podaje pełne uzasadnienie swojej decyzji. Decyzja w sprawie wycofania rejestracji staje się bezzwłocznie skuteczna na terytorium całej Unii, z zastrzeżeniem okresu przejściowego, w celu wykorzystania ratingu kredytowego, o którym mowa w art. 24 ust. 4 rozporządzenia o CRA. ESMA wyposażono zatem w dość istotne kompetencje w zakresie nadzoru nad agencjami ratingowymi, a czas pokaże, na ile działania urzędu będą skuteczne.

Jedną z istotnych form aktywności ESMA było przygotowanie regulacyjnych standardów technicznych dla agencji ratingowych. Owocem tych prac stało się opublikowanie 30 maja 2012 r. w Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej czterech Rozporządzeń Delegujących Komisji Europejskiej ustanawiających regulacyjne standardy techniczne dla agencji ratingowych (CRA)¹⁸. Standardy techniczne określają: informacje przekazywane przez agencję ratingową we wniosku o rejestrację do ESMA; prezentację informacji przekazywanych przez agencje ratingowe do centralnego repozytorium (CEREP), dzięki czemu inwestorzy będą mogli porównać skuteczności różnych agencji ratingowych w różnych segmentach ratingowych; jak ESMA będzie oceniać metodologie ratingów oraz informacje, jakie agencje muszą przedstawić ESMA wraz z terminami. Co wymaga podkreślenia, regulacyjne standardy techniczne zapewniają równy poziom szans, przejrzystość i odpowiednią ochronę inwestorów w całej Unii oraz przyczyniają się do stworzenia jednolitych zasad w zakresie usług finansowych¹⁹.

W tym miejscu wypada zauważyć, że ESMA wydał decyzje o możliwości korzystania przez europejskie instytucje finansowe z ocen wydawanych przez zagraniczne agencje ratingowe, m.in. z USA, Australii, Kanady, Hong Kongu, Japonii, Singapuru, Argentyny, Meksyku i Brazylii²⁰.

¹⁸ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) nr 446/2012 z dnia 21 marca 2012 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 1060/2009 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących treści i formatu okresowych sprawozdań zawierających dane ratingowe, składanych przez agencje ratingowe do Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (1), Dz. Urz. UE Seria L, nr 140, s. 2 i n.; rozporządzenie delegowane Komisji (UE) nr 447/2012 z dnia 21 marca 2012 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 1060/2009 w sprawie agencji ratingowych poprzez ustanowienie regulacyjnych standardów technicznych dotyczących oceny zgodności metodyk sporządzania ratingów kredytowych (1), Dz. Urz. UE Seria L, nr 140, s. 14 i n.; rozporządzenie delegowane Komisji (UE) nr 448/2012 z dnia 21 marca 2012 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 1060/2009 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących prezentacji informacji, które agencje ratingowe udostępniają w centralnym repozytorium utworzonym przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (1), Dz. Urz. UE Seria L, nr 140, s. 17 i n.; rozporządzenie delegowane Komisji (UE) nr 449/2012 z dnia 21 marca 2012 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 1060/2009 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących informacji do celów rejestracji i certyfikacji agencji ratingowych (1), Dz. Urz. UE Seria L, nr 140, s. 32 i n.

¹⁹ Zob. www.ec.europa.eu/internal_market/securities/agencies/index_en.htm.

²⁰ Zob. www.knf.gov.pl/o_nas/wspolpraca_miedzynarodowa/unia/wiadomosci/2012/archiwum.jsp?_page=2.

Nie sposób nie zwrócić uwagi na działania ESMA mające na celu podniesienie poziomu ochrony inwestorów, w szczególności zapewnienie im posiadania informacji niezbędnych dla dokonania świadomych decyzji inwestycyjnych. Urząd m.in. wydał pierwsze paneuropejskie ostrzeżenie dla inwestorów w zakresie transakcji na rynku walutowym (*forex*), przestrzegając inwestorów przed transakcjami z nielicencjonowanymi firmami oferującymi inwestycje walutowe oraz zwracając uwagę inwestorów detalicznych na najważniejsze rodzaje ryzyka związane z transakcjami na rynku *forex*²¹. Ostrzeżenie zostało przetłumaczone na oficjalne języki UE i opublikowane w całej Unii. Inicjatywę ESMA należy ocenić pozytywnie. Niebezpieczeństwa związane z łatwością dostępu do nowoczesnych form inwestowania występują coraz powszechniej, również w Polsce, gdzie znajdują się reklamy rozmaitych funduszy czy instytucji oferujących dostęp do zagranicznych rynków finansowych²². Tym większego znaczenia nabiera akcja informacyjna oraz uświadomienie inwestorom ryzyka związanego choćby z mechanizmem „lewarowania”. Urząd trafnie wskazał, że ze wszystkimi transakcjami finansowymi wiąże się pewne ryzyko. Nic nie jest „gwarantowane” i zawsze można stracić wszystkie pieniądze. W konsekwencji, jeżeli ktoś nie w pełni rozumie, na czym polegają transakcje na rynku *forex*, nie powinien dać się przekonać do inwestowania na nim.

W zakresie wytycznych wydawanych przez ESMA należy zwrócić uwagę m.in. na wytyczne dotyczące systemów i mechanizmów kontroli w zautomatyzowanym środowisku obrotu dla platform obrotu, przedsiębiorstw inwestycyjnych oraz właściwych organów nadzoru nad rynkiem finansowym (ESMA/2012/122)²³, których celem jest zapewnienie powszechnego, jednolitego i spójnego zastosowania dyrektywy MiFID oraz dyrektywy w sprawie nadużyć na rynku w zakresie ich zastosowania do systemów i mechanizmów kontroli wymaganych w odniesieniu do platform obrotu. Wytyczne obejmują prowadzenie elektronicznego systemu obrotu przez rynek regulowany lub wielostronną platformę obrotu; wykorzystywanie elektronicznego systemu obrotu, w tym algorytmu obrotu, przez

²¹ Na doniosłość tego ostrzeżenia zwrócono uwagę m.in. w raporcie rocznym ESMA za 2011 r., s. 5; ostrzeżenia ESMA z 5.12.2011 r., ESMA/2011/411, www.esma.europa.eu/system/files/2011-412_pl.pdf. ESMA zauważył, że w niektórych krajach Unii Europejskiej wzrosła liczba nielicencjonowanych firm oferujących transakcje lub platformy transakcyjne związane z walutowymi instrumentami pochodnymi na rynku *forex* (takimi jak kontrakty na różnice kursowe (CFD), terminowe kontrakty walutowe oraz rolowane kontrakty kasowe). W związku z tym ostrzegła inwestorów przed transakcjami z nielicencjonowanymi firmami oferującymi inwestycje walutowe. ESMA zwróciła uwagę na niebezpieczeństwa związane z „lewarowaniem” transakcji oraz nierzetelną reklamą.

²² W tym miejscu, jedynie na marginesie, na uwagę zasługuje sytuacja, gdy na jednym z portali internetowych opublikowany został artykuł na temat rzekomej „piramidy” finansowej, podczas gdy w tym samym czasie na tym samym portalu wyświetlała się reklama owej firmy. Zob. <http://biznes.interia.pl/finanse-osobiste/news/lokaty-tysiace-polakow-wplatanych-w-piramide-finansowa,1816798>.

²³ Zob. www.esma.europa.eu/system/files/esma_2012_122_pl_0.pdf.

przedsiębiorstwo inwestycyjne do zawierania transakcji na własny rachunek lub do realizacji zleceń w imieniu klientów oraz świadczenie bezpośredniego dostępu do rynku lub dostępu sponsorowanego przez przedsiębiorstwo inwestycyjne w ramach usług polegających na realizacji zleceń w imieniu klientów.

Na uwagę zasługuje również fakt, że ESMA, zgodnie z zobowiązaniami informacyjno-komunikacyjnymi wynikającymi z dyrektywy Omnibus, w 2012 r. udostępnił rejestry firm inwestycyjnych²⁴, pośredników finansowych²⁵ i spółek zarządzających UCITS²⁶, zaś wcześniej udostępnił rejestr prospektów i suplementów²⁷.

5. Podsumowanie

Gwałtowne zmiany na globalnych rynkach finansowych oraz kolejne odsłony kryzysu finansowego stawiają przed ESMA kolejne wyzwania. Działania urzędu muszą być zatem dostosowywane do aktualnej sytuacji gospodarczej. ESMA, pełniąc rolę aktywnego uczestnika obrotu, powinien przy tym mieć na względzie ekonomiczne konsekwencje ingerencji na rynku, bacząc, aby nie naruszyć równowagi między ochroną bezpieczeństwa na rynku a rozwojem gospodarczym krajów członkowskich UE. Muszą jednocześnie chronić interesy konsumentów, zwłaszcza w kontekście dokonywania transakcji transgranicznych i w środowisku elektronicznym. ESMA przypada zatem rola porządkowania rynku i aktywnej ingerencji.

Jednocześnie należy zwrócić uwagę na fakt, że na rynku operują globalne instytucje finansowe, zaś nadzór krajowy, nawet w aspekcie ogólnoeuropejskim, może okazać się niewystarczający. Z satysfakcją wypada zatem przyjąć zwrócenie uwagi w planie działań ESMA na rok 2012 na konieczność globalnego wymiaru działań ESMA.

²⁴ www.esma.europa.eu/page/Investment-Firms.

²⁵ www.esma.europa.eu/page/Tied-Agents.

²⁶ www.esma.europa.eu/page/UCITS-Management-Companies.

²⁷ www.esma.europa.eu/page/Prospectuses-and-supplements.