

# Ramy prawne świadczenia usług inwestycyjnych w UE w świetle postanowień MiFID i projektowanych zmian legislacyjnych<sup>1</sup>

## Streszczenie:

Artykuł ma na celu ukazanie zakresu obowiązkowej harmonizacji przepisów dotyczących świadczenia usług inwestycyjnych na rynku finansowym Unii Europejskiej. Dokonana analiza skupia się przede wszystkim na obowiązujących przepisach, ale także poprzez pryzmat niedoskonałości obecnych regulacji oraz w związku z podjętymi na szczeblu UE pracami legislacyjnymi, ukazuje konieczne obszary zmian normatywnych.

## Słowa kluczowe:

Rynek finansowy Unii Europejskiej, regulacje prawne, usługi inwestycyjne

## 1. Wstęp

Proces standaryzacji rozwiązań prawnych na rynku usług finansowych trwa nieprzerwanie od kilku lat, a jego intensyfikacja nastąpiła między innymi w związku z realizacją tzw. *Financial Services Action Plan* Komisji Europejskiej i dążeniem do stworzenia jednolitego rynku. Ze względu na zróżnicowania w zakresie funkcjonowania poszczególnych sektorów rynku finansowego przebiega on z uwzględnieniem ich specyfiki, wymuszając na prawodawcy europejskim odrębne podejście do każdego z nich, jednocześnie przy zastosowaniu jak najefektywniejszych środków i metod.

W obszarze usług inwestycyjnych proces stanowienia aktualnie obowiązującego prawa oparto na procedurach Lamfalussy'ego. Dla realizacji założonych celów podjęto działania zmierzające do stworzenia dwóch zasadniczych poziomów regulacji. Pierwszym jest przyjęta poprzez standardowe procedury współdecydowania Rady UE i Parlamentu Europejskiego tzw. dyrektywa ramowa MiFID<sup>2</sup> określająca szczegółowy zakres przepisów dla ustawodawstwa państw UE. Na poziomie drugim przyjęte zostały środki wykonawcze w drodze tzw. dyrektywy wykonawczej MiFID<sup>3</sup> oraz rozporządzenia wykonawczego tzw.

---

<sup>1</sup> Stan prawny na dzień 1 stycznia 2013 r.

<sup>2</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2004/39/WE z 21 kwietnia 2004 roku 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, OJ L 145 z 30.04.2004, s. 1.

<sup>3</sup> Dyrektywa Komisji 2006/73/WE z 10 sierpnia 2006 roku wprowadzająca środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez przedsiębiorstwa inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy (akt wykonawczy), Dz.Urz. UE L 241 z 2.09.2006, s. 26.

MiFIR<sup>4</sup>, i to one obecnie składają się na ramy prawne w zakresie świadczenia usług inwestycyjnych<sup>5</sup>.

Pomimo dość krótkiego okresu funkcjonowania wskazanych przepisów zmiany, jakie zachodzą aktualnie w gospodarkach państw UE, stanowią podstawę do podjęcia polemiki nad oceną wpływu tych regulacji na integrację rynków finansowych, ale także na ich konkurencyjność i efektywność. Jest to tym bardziej uzasadnione, że także na szczecblu UE trwa obecnie dyskusja nad wskazanymi zagadnieniami. Wydaje się, że wyznaczone przez MiFID ramy prawne świadczenia usług inwestycyjnych są obecnie niewystarczające i konieczna jest ich weryfikacja, także ze względu na słabości, jakie ujawniły się w trakcie trwającego kryzysu. Powstaje zatem pytanie: które obszary będą czy powinny podlegać dalszej, pogłębionej harmonizacji w drodze zmian już obowiązujących rozwiązań, a które po raz pierwszy objęte zostaną zakresem regulacji unijnych.

## 2. Kluczowe regulacje MiFID

Dyrektywa 2004/39/WE zastąpiła dyrektywę o usługach inwestycyjnych (ISD)<sup>6</sup>, która to pozwoliła na wprowadzenie „paszportu europejskiego” dla niebankowych firm inwestycyjnych i prowadzenie na jego podstawie szerokiego zakresu działalności inwestycyjnej (np. wykonywanie zleceń w imieniu klienta, zarządzanie portfelem) oraz niektórych dodatkowych usług (m.in. doradztwo inwestycyjne, przechowywanie papierów wartościowych). Funkcjonująca od dnia 1 stycznia 1996 r. ISD znacząco przyczyniła się do pozytywnych przeobrażeń rynku i konieczne stało się podjęcie kolejnych działań legislacyjnych pozwalających na dalszy rozwój konkurencyjności, efektywności i integracji rynków państw członkowskich z jednoczesnym zapewnieniem inwestorom wyższego poziomu ochrony. Cele te miała spełnić dyrektywa 2004/39/WE.

Dyrektywa 2004/39/WE, której implementacja do krajowych porządków prawnych została ostatecznie wyznaczona na 1 listopada 2007 r.<sup>7</sup>, ustaliła nowe unijne ramy prawne dla świadczenia usług inwestycyjnych w państwach EOG, a zawarte w niej koncepcje

<sup>4</sup> Rozporządzenie Komisji (WE) nr 1287/2006 z 10 sierpnia 2006 roku wprowadzające środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do zobowiązań przedsiębiorstw inwestycyjnych w zakresie prowadzenia rejestrów, sprawozdań z transakcji, przejrzystości rynkowej, dopuszczenia instrumentów finansowych do obrotu oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy (akt wykonawczy), Dz.Urz. UE L 241 z 2.09.2006, s. 1.

<sup>5</sup> Dalsze dwa poziomy zgodnie z procedurami legislacyjnymi Lamfalussy’ego obejmują działania służące spójnemu wdrażaniu i jednolitemu stosowaniu prawa UE przez państwa członkowskie, a więc przyjmowanie wytycznych i wspólnych norm w sprawach nieobjętych prawodawstwem unijnym (pod warunkiem, że są one kompatybilne z poziomem 1 i 2) – poziom 3, oraz wykonanie (poziom 4). Ten ostatni odnosi się do monitorowania przez Komisję poprawności wdrażania norm unijnych do prawa krajowego i możliwości podejmowania w tym celu określonych środków prawnych (w tym inicjowania postępowań w sprawie naruszenia przed Trybunałem Sprawiedliwości).

<sup>6</sup> Dyrektywa Rady 93/22/EWG z dnia 10 maja 1993 w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych, OJ L 141 z 11.06.1993, s. 27.

<sup>7</sup> Niektóre z państw opóźniły wdrożenie przepisów tej dyrektywy, m.in. Polska (zob. [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/isd/mifid\\_implementation\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid_implementation_en.htm) [dostęp: 21 lutego 2012 r.]).

uznawane były za radykalnie nowe i złożone, a jednocześnie wymagały uwzględnienia wielu szczegółowych przepisów, co w pewnym stopniu uzasadnia opóźnienia i problemy związane z jej wdrożeniem<sup>8</sup>.

Swoim zakresem objęła ona zarówno kwestie świadczenia usług inwestycyjnych w obszarze instrumentów finansowych przez banki oraz firmy inwestycyjne, jak i funkcjonowania tradycyjnych giełd papierów wartościowych oraz alternatywnych systemów obrotu. Jako kluczowe można określić rozwiązania dotyczące zmian warunków podejmowania i prowadzenia działalności przedsiębiorstw inwestycyjnych<sup>9</sup>, rozumianych w najszerszym ujęciu, a więc obejmujących również reguły postępowania wobec kontrahentów/klientów. Analizując bardziej szczegółowo przyjęte rozwiązania, wskazać można kilka istotnych kierunków zmian.

W zakresie prawa publicznego ponownie wyznaczone zostały zasady licencjonowania/autoryzowania<sup>10</sup> działalności przedsiębiorstw inwestycyjnych<sup>11</sup>. Omawiana dyrektywa rozszerzyła krąg podmiotów mogących korzystać z jednolitego paszportu (np. alternatywne systemy obrotu, MTF<sup>12</sup>), a także wprowadziła zasadę wyłącznego stosowania regulacji kraju macierzystego, wykluczając możliwość nakładania przez regulatorów państw goszczących dodatkowych wymagań na dostawców usług finansowych spoza własnego państwa<sup>13</sup>. Jednocześnie poszerzono dotychczasowy katalog usług inwestycyjnych, w stosunku do ISD i doprecyzowano niektóre z nich. Istotną zmianą było także zniesienie zasady tzw. przymusu rynku regulowanego<sup>14</sup>.

W celu zachęcenia do inwestowania i zapewnienia bardziej wyrównanych warunków konkurencji wprowadzone zostały przepisy dotyczące ochrony inwestorów. Występująca w ISD koncepcja wykonania zlecenia w najlepszym interesie klienta, która skupiała się przede wszystkim na najlepszej dla niego cenie, została w MiFID rozbudowana. Zgodnie z art. 21 dyrektywy 2004/39/WE przedsiębiorstwa inwestycyjne zobligowane

<sup>8</sup> K. Lannoo, *MiFID Revolution or Delayed Execution*, CEPS Commentary 26 August 2007, s. 1.

<sup>9</sup> Zgodnie z art. 4, ust 1, pkt 1 dyrektywy 2004/39/WE przedsiębiorstwo inwestycyjne oznacza każdą osobę prawną, której regularna działalność zawodowa lub gospodarcza polega na świadczeniu jednej lub większej liczby usług inwestycyjnych na rzecz osób trzecich i/lub prowadzeniu jednego, lub większej liczby zakresów działalności inwestycyjnej.

<sup>10</sup> Przepisy prawa unijnego posługują się pojęciem autoryzacji na określenie upoważnienia do świadczenia usług inwestycyjnych udzielonego przez macierzysty organ nadzoru, by w możliwie jak najszerszym zakresie objąć funkcjonujące w porządkach krajowych poszczególnych państw formy takich upoważnień, E. Mazurkiewicz, M. Prucnal-Ziółkowska, *Przepisy europejskie regulujące obrót instrumentami finansowymi oraz uczestnictwo w tym obrocie – główne zagadnienia*, KPWiG, Warszawa 2005, s. 9.

<sup>11</sup> Zob. szerzej: P. Nelson, *Capital markets law and compliance: the implications of MiFID*, New York, Cambridge 2008, s. 64 i n., K. Gorzelak, A. Braciszewska, J. Braciszewska, T. Rogalski, *Towary giełdowe i towarowe instrumenty pochodne. Prawne aspekty obrotu*, Warszawa 2011, s. 15 i n.

<sup>12</sup> Inne od tradycyjnych giełd platformy obrotu przyjęło się określać mianem alternatywnych systemów obrotu, jakkolwiek dyrektywa 2004/39/WE posługuje się odmiennym pojęciem tzw. *multilateral trading facility* (MTF), zob. uwagi w: E. Mazurkiewicz, M. Prucnal-Ziółkowska, *op. cit.*, s. 24.

<sup>13</sup> Zob. szerzej F. Haas, *The Markets in Financial Instruments Directive: Banking on Market and Supervisory Efficiency*, IMF Working Paper WP/07/250, s. 7.

<sup>14</sup> Na temat tej zasady zob. szerzej np. A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2003, s. 14–16.

zostały do podjęcia działań dla uzyskania, podczas realizacji zleceń, możliwie najlepszych dla klienta wyników, uwzględniając cenę, koszty, bezwłoczność, prawdopodobieństwo realizacji oraz rozliczenie, wielkość, charakter lub wszelkiego rodzaju inne aspekty dotyczące realizacji zlecenia. Dotyczą one zatem całego zespołu preferencji klienta i korzyści, jakie może odnieść przy wykonaniu zlecenia, co można określić zasadą możliwie najlepszej realizacji. Ma ona zastosowanie do wszystkich pośredników na rynku i wszystkich instrumentów finansowych objętych MiFID<sup>15</sup>. Zabezpieczanie interesów inwestorów ma być urzeczywistniane przez wprowadzenie obowiązku kategoryzacji klientów i rozróżnienie tzw. uprawnionych kontrahentów, profesjonalistów (klienci branżowi) i klientów indywidualnych (detalicznych), w stosunku do których wprowadzono odmienne wymogi w zakresie obsługi usług inwestycyjnych, kładąc szczególny nacisk na ochronę klientów detalicznych. Zgodnie z postanowieniami MiFID przedsiębiorstwo inwestycyjne zostało zobowiązane do upewnienia się, że usługa jest odpowiednia dla danego klienta, on sam zaś został odpowiednio poinformowany, stosownie do swego doświadczenia i wiedzy tak, że pojmuje charakter produktu, a w szczególności zdaje sobie sprawę z ryzyka danej inwestycji (zasada ochrony klienta przed nadmiernym ryzykiem inwestycyjnym). Dalej, ochrona interesów inwestorów realizowana jest także poprzez zobligowanie przedsiębiorstw inwestycyjnych do dążenia do zapewnienia identyfikacji przypadków sprzeczności interesów i zarządzania nimi w ramach kompleksowej polityki przeciwdziałania sprzeczności interesów w odniesieniu do różnych obszarów działalności własnej i działalności grup, do których należą.

Istotne znaczenie dla ochrony interesów inwestorów ma wprowadzenie zespołu wymogów przedtransakcyjnych (*pre-trade requirements*) i po zawarciu transakcji w zakresie przejrzystości. Z jednej strony chodzi tu o dostęp do informacji takich jak podawania do publicznej wiadomości przynajmniej oferty oraz cen ofertowych, a także informacji dotyczących interesów handlowych (wymogi dotyczące rynku regulowanego przed wprowadzeniem instrumentów do obrotu<sup>16</sup>, a także MTF<sup>17</sup>). Z drugiej zaś, ujawnianie informacji przez przedsiębiorstwa inwestycyjne po zawarciu transakcji a dotyczących wielkości i ceny tych transakcji oraz czasu ich zawarcia (obowiązki ciążą na przedsiębiorstwach inwestycyjnych, które zawierają transakcje w akcjach dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym poza rynkiem regulowanym lub MTF, na własny rachunek

<sup>15</sup> *Ibidem*, s. 9.

<sup>16</sup> Zgodnie z art. 44 dyrektywy 2004/39/WE „Państwa Członkowskie wymagają od rynków regulowanych podawania do publicznej wiadomości przynajmniej oferty oraz cen ofertowych, a także informacji dotyczących interesów handlowych. Państwa Członkowskie wymagają, aby informacje te podawać do publicznej wiadomości w oparciu o właściwe warunki handlowe oraz w sposób ciągły w godzinach urzędowania”.

<sup>17</sup> Zgodnie z art. 29 dyrektywy 2004/39/WE „Państwa Członkowskie wymagają, aby przedsiębiorstwa inwestycyjne oraz podmioty gospodarcze prowadzące MTF sporządzały przynajmniej aktualne oferty i ceny ofertowe oraz prowadziły interesy handlowe w oparciu o ceny ogłaszane przez systemy odnoszące się do akcji dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym. Państwa Członkowskie przewidują podawanie tych informacji do publicznej wiadomości w oparciu o właściwe warunki handlowe oraz w sposób ciągły i w godzinach urzędowania”.

lub w imieniu klienta). Analiza przepisów MiFID prowadzi do wniosku, że informacje te powinny być podawane w miarę możliwości w czasie rzeczywistym po zakończeniu transakcji<sup>18</sup>.

Jak wskazuje się w doktrynie<sup>19</sup>, jednym z bardziej nowatorskich elementów MiFID było wyodrębnienie tzw. podmiotów giełdowych prowadzących regularną działalność w oparciu o ustalone zasady<sup>20</sup> (ang. *Systematic Internalisers*, SIs)<sup>21</sup>, innymi słowy podmiotów systematycznie internalizujących transakcje, co m.in. pozwala na zwiększenie transakcji poza rynkiem regulowanym.

Podsumowując tę część rozważań, na koniec należy odnieść się również do problemów nadzoru. Od samego początku obowiązywania MiFID podkreślano, że skuteczność i efektywność jej rozwiązań, w tym zapobieganie ryzyku fragmentacji rynku, będzie w dużej mierze zależeć od jakości współpracy właściwych organów nadzoru i zbieżności praktyk nadzorczych<sup>22</sup>. Jest to tym bardziej istotne ze względu na charakter i złożoność MiFID. Aspekt ten jest szczególnie ważny w obecnych warunkach rynkowych. W tym kontekście podkreślić trzeba, że aktualnie wzmocnienie realizacji funkcji i zadań nadzorczych nastąpiło na całym rynku finansowym w związku ze zmianą od 1 stycznia 2011 r. europejskiej architektury nadzoru. Niewątpliwie sprzyja to konwergencji praktyk, spójności stosowania przepisów i współdziałaniu organów nadzoru w obszarze jednolitego rynku, także w sektorze usług inwestycyjnych.

### 3. Obecne kierunki prac legislacyjnych

W okresie 4 letniego obowiązywania dyrektywy MiFID na rynku zaszło wiele zmian. Jak wskazuje się w badaniach, obecnie na rynkach finansowych nastąpiła wzmożona konkurencja między systemami obrotu instrumentami finansowymi, jak również, z punktu widzenia inwestorów, większy wybór usługodawców i dostępnych instrumentów finansowych, a jednocześnie zmalały koszty transakcyjne, jak również zwiększył się stopień integracji<sup>23</sup>. Owe zmiany są po części skutkiem przyjętych w MiFID rozwiązań prawnych, inne, czynników ekonomicznych czy dynamicznego rozwoju technologicznego. Pojawiły się jednak i zjawiska nie zawsze pożądane dla konkurencyjności, bezpieczeństwa czy rozwoju rynku, tworząc nowe problemy wymagające podjęcia działań

<sup>18</sup> F. Haas, *op. cit.*, s. 11.

<sup>19</sup> *Ibidem*, s. 11.

<sup>20</sup> Zgodnie z przyjętym w Polsce tłumaczeniem. Podmiot ten w art. 4 ust 1 pkt 7 dyrektywy 2004/39/WE jest definiowany jako „podmiot giełdowy prowadzący regularną działalność w oparciu o ustalone zasady oznacza przedsiębiorstwo inwestycyjne, które w sposób zorganizowany, częsty i systematyczny, na własny rachunek realizuje zlecenia klientów poza rynkiem regulowanym czy MTF”.

<sup>21</sup> F. Haas, *op. cit.*, s. 11.

<sup>22</sup> *Ibidem*, s. 26.

<sup>23</sup> *Monitoring Prices, Costs and Volumes of Trading and Post-trading Services*, (MARKT/2007/02/G). Report prepared for European Commission DG Internal Market and Services, *passim*, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/clearing/2011\\_oxera\\_study\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/2011_oxera_study_en.pdf) [dostęp: 21 lutego 2012 r.].

legislacyjnych na szczeblu unijnym, co stało się jednym z bodźców do dokonania przeglądu dyrektywy MiFID. Przeprowadzona w tym przedmiocie analiza wykazała, że:

- rozproszenie rynku wywołane konkurencją spowodowało większą złożoność otoczenia obrotu, zwłaszcza w zakresie gromadzenia danych na temat obrotu,
- rozwój rynku oraz technologii wyprzedził różne przepisy zawarte w MiFID (m.in. nastąpił gwałtowny rozwój innowacji oraz wzrosła złożoność instrumentów finansowych),
- kryzys finansowy ukazał słabości regulacji np. w zakresie instrumentów innych niż akcje, będących przedmiotem obrotu przede wszystkim wśród profesjonalnych inwestorów<sup>24</sup>.

Wyznaczyło to wstępnie kierunki prac i dało impuls do zainicjowania procedury prawodawczej, czego konsekwencją jest przyjęcie w dniu 20 października 2011 r. przez Komisję Europejską formalnych wniosków dotyczących dyrektywy w sprawie rynków instrumentów finansowych uchylającej dyrektywę 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady<sup>25</sup> oraz rozporządzenia w sprawie rynków instrumentów finansowych<sup>26</sup>. Dokonując analizy projektów aktów prawnych mających w najbliższej przyszłości wyznaczać ramy prawne dla świadczenia usług finansowych, warto na wstępie zaznaczyć, że ogólny cel, jaki przyświeca nowemu ujęciu normatywnemu nie uległ zasadniczej zmianie. Jest nim, jak poprzednio, zapewnienie bardziej zintegrowanego, efektywnego i konkurencyjnego rynku finansowego UE, jakkolwiek nowe przepisy mają także pozwolić na stworzenie bezpieczniejszego, solidniejszego, bardziej przejrzystego i odpowiedzialnego systemu finansowego funkcjonującego z uwzględnieniem potrzeb całej gospodarki i całego społeczeństwa<sup>27</sup>. W konsekwencji wyznaczono kilka obszarów takich jak przejrzystość, nadzór i ochrona inwestorów, w których niezbędne jest zastąpienie dotychczasowych rozwiązań innymi, lepiej dopasowanymi do aktualnych wyzwań i potrzeb. W przygotowanych projektach, zauważalna jest wyraźna zmiana podejścia

<sup>24</sup> Zob. uzasadnienie do wniosku Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie rynków instrumentów finansowych uchylająca dyrektywę 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady, Bruksela, dnia 20.10.2011, KOM (2011) 656 wersja ostateczna, 2011/0298 (COD), s. 2–3, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0656:FIN:pl:PDF>, [dostęp: 21 lutego 2012 r.], sam projekt dyrektywy ujęty we wniosku w dalszej części opracowania przywoływany jest jako projekt dyrektywy MiFIDII.

<sup>25</sup> Wniosek Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie rynków instrumentów finansowych uchylająca dyrektywę 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady, Bruksela, dnia 20.10.2011, KOM (2011) 656 wersja ostateczna, 2011/0298 (COD).

<sup>26</sup> Wniosek Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie [EMIR] w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, partnerów centralnych i repozytoriów transakcji, Bruksela, dnia 20.10.2011, KOM(2011) 652 wersja ostateczna, 2011/0296 (COD), <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0652:FIN:PL:PDF>, [dostęp: 21 lutego 2012 r.], sam projekt rozporządzenia ujęty we wniosku w dalszej części opracowania przywoływany jest jako projekt rozporządzenia.

<sup>27</sup> Zob. Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Europejskiego Banku Centralnego „Regulacja usług finansowych dla zapewnienia zrównoważonego wzrostu”, COM (2010) 301 wersja ostateczna, czerwiec 2010 r., <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0301:FIN:PL:HTML> [dostęp: 21 lutego 2012 r.].

prawodawcy unijnego do tych zagadnień. Zgodnie z zaleceniami grupy de Larosière<sup>28</sup> oraz konkluzjami Rady ECOFIN<sup>29</sup> podjęto działania służące zminimalizowaniu, gdzie jest to stosowne, uznaniowości dostępnej państwom członkowskim w ramach dyrektywy, co ma przyczynić się do ustanowienia jednolitego zbioru przepisów dla rynków finansowych UE, rozwijania się równych reguł gry dla uczestników rynku we wszystkich państwach UE oraz udoskonalenia nadzoru i egzekwowania przepisów<sup>30</sup>. Istotnym elementem jest także tworzenie takich regulacji, które zapewnią właściwą motywację zniechęcającą do zachowań nadmiernie spekulacyjnych i ryzykownych<sup>31</sup>.

W zakresie proponowanych zmian wskazać można po pierwsze, na wyodrębnienie kolejnego podmiotu licencjowanego, tzw. zorganizowanych platform obrotu (OTF). Ich definicja ujęta jest bardzo szeroko. Zgodnie z art. 2 pkt 7 projektu rozporządzenia OTF oznacza „każdy system lub platformę niebędące rynkiem regulowanym ani MTF, prowadzone przez firmę inwestycyjną lub operatora rynku, w ramach których umożliwia się kojarzenie w systemie wielu deklaracji gotowości zakupu i sprzedaży instrumentów finansowych przez osoby trzecie w sposób skutkujący zawarciem kontraktu, zgodnie z przepisami tytułu II dyrektywy”<sup>32</sup>. Warto w tym miejscu również wskazać, że projektowane przepisy wyróżniają też pewną podkategorię rynków, tzw. rynków na rzecz wzrostu MŚP<sup>33</sup>, umożliwiając zarejestrowanie wielostronnej platformy obrotu również jako takiego rynku, jeżeli spełnia określone warunki<sup>34</sup>.

Rozpatrując wprowadzenie OFT w kontekście struktury organizacyjnej rynku należy podkreślić, że zamierzeniem prawodawcy unijnego jest zapewnienie realizacji całego zorganizowanego obrotu w ramach regulowanych systemów obrotu: rynków regulowanych, MTF oraz OTF<sup>35</sup>. Jednocześnie wprowadza on w zasadzie analogiczne wymogi

<sup>28</sup> Sprawozdanie grupy wysokiego szczebla ds. nadzoru finansowego w UE pod przewodnictwem Jacquesa de Larosière, Bruksela 25 lutego 2009, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/de\\_larosiere\\_report\\_pl.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_pl.pdf) [dostęp: 21 lutego 2012 r.].

<sup>29</sup> Konkluzje Rady w sprawie ram nadzorczych i ustaleń dotyczących stabilności finansowej UE, uzgodnione przez Radę (ECOFIN) w dniu 14 maja 2008 r., <http://register.consilium.europa.eu/pdf/pl/08/st08/st08515-re03.pl08.pdf> [dostęp: 21 lutego 2012 r.].

<sup>30</sup> Zob. uzasadnienie do wniosku Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie rynków instrumentów finansowych uchylająca dyrektywę 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady, Bruksela, dnia 20.10.2011, KOM (2011) 656 wersja ostateczna, 2011/0298 (COD), s. 4.

<sup>31</sup> Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Europejskiego Banku Centralnego „Regulacja usług finansowych dla zapewnienia zrównoważonego wzrostu”, COM (2010) 301 wersja ostateczna, czerwiec 2010 r.

<sup>32</sup> Chodzi tu o nową dyrektywę MiFID (w niniejszym opracowaniu przywoływana jako projekt dyrektywy MiFIDII).

<sup>33</sup> Skrót MŚP powszechnie stosuje się na określenie małych i średnich przedsiębiorstw, tak jest i w tym przypadku.

<sup>34</sup> Jak wskazuje się w uzasadnieniu „rejestracja takich rynków powinna przyczynić się do zwiększenia ich widoczności i profilu, a także do wypracowania z czasem wspólnych ogólnoeuropejskich standardów regulacyjnych dla tej kategorii rynków”.

<sup>35</sup> Jakkolwiek obrót zorganizowany może również odbywać się w drodze zawierania transakcji wewnętrznych, jednakże podmiot systematycznie internalizujący nie może kojarzyć deklaracji gotowości do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży składanych przez strony trzecie w sposób funkcjonalnie taki sam, jak rynek regulowany, MTF lub OTF. W konsekwencji nie jest on systemem obrotu.

w zakresie aspektów organizacyjnych i nadzoru rynku we wszystkich trzech systemach, a także w odniesieniu do przejrzystości przed- i potransakcyjnej. Zróżnicowane mają zostać natomiast warunki przejrzystości dla różnych typów instrumentów, a także dla różnych rodzajów obrotu<sup>36</sup>. Nowe rozwiązania prawne mają zatem zapewnić funkcjonowanie wszystkich systemów obrotu, niezależnie od przyjętego modelu, według tych samych przepisów dotyczących przejrzystości oraz ograniczenia konfliktów interesów.

Kolejną istotną zmianą jest rozszerzenie zakresu przepisów w projekcie dyrektywy MiFIDII na produkty i usługi, które nie były objęte MiFID m.in. na podmioty działające w skali lokalnej i oferujących ograniczone spektrum usług inwestycyjnych czy firmy inwestycyjne i instytucje kredytowe sprzedające swoje własne papiery wartościowe bez świadczenia doradztwa. Doprecyzowane zostały także wyłączenia tych rodzajów działalności, które nie mają kluczowego znaczenia dla MiFID (chodzi tu m.in. o transakcje na własny rachunek).

W celu zabezpieczenia integralności rynków i uwzględniając innowacje technologiczne w projekcie dyrektywy MiFID II, przewidziano nowe środki regulacyjne i nadzorcze umożliwiające odpowiednie uwzględnienie potencjalnych zagrożeń dla właściwego funkcjonowania rynków wynikających z mechanizmów transakcji opartych na algorytmach komputerowych oraz z transakcji realizowanych z wysoką częstotliwością.

W projektach zmienione zostały także przepisy dotyczące ochrony inwestorów tak, by uwzględniały nowe praktyki rynkowe i wzmocniły, nadwątlone kryzysem, zaufanie inwestorów<sup>37</sup>. Z tego względu zaostrzono wymogi dotyczące doradztwa inwestycyjnego czy zarządzania portfelem, ale również te, odnoszące się do nadzoru właścicielskiego czy odpowiedzialności kierownictwa.

Za kolejną sferę wymagającą odmiennego podejścia uznano uprawnienia organów nadzoru. Jest to wynikiem nie tylko potrzeby rewizji dotychczasowych regulacji w sektorze rynku usług inwestycyjnych, ale i aktualnego ukształtowania struktury nadzoru unijnego nad całym rynkiem finansowym<sup>38</sup>, jego nowych funkcji, zadań oraz wynikających stąd kompetencji<sup>39</sup>. W przedłożonych projektach aktów prawnych wśród szczególnie

<sup>36</sup> Zob. uzasadnienie do wniosku Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie rynków instrumentów finansowych uchylająca dyrektywę 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady, Bruksela, dnia 20.10.2011, KOM (2011) 656 wersja ostateczna, 2011/0298 (COD), s. 6.

<sup>37</sup> Chodzi tu o stworzenie regulacji pozwalających racjonalnemu inwestorowi uznać, że na każdym etapie wprowadzone zostały skuteczne, zewnętrzne ograniczenia mające zapobiegać oszustwom, J.J. Burke, *Re-examining Investor Protection in Europe and the US*, „eLaw Journal: Murdoch University Electronic Journal of Law” 2009, nr 16(2), s. 9.

<sup>38</sup> Zob. m.in. A. Jurkowska-Zeidler, *Nowe europejskie ramy ochrony stabilności wewnętrznego rynku finansowego*, [w:] *System finansów publicznych. Prawo finansowe wobec wyzwań XXI wieku*, (red.) A. Dobaczewska, E. Juchniewicz, T. Sowiński, Warszawa 2010, s. 195–205, A. Zalcewicz, *Zmiany struktury instytucjonalnej i koncepcji nadzoru nad jednolitym rynkiem finansowym UE*, [w:] *System finansów publicznych. Prawo finansowe wobec wyzwań XXI wieku*, (red.) A. Dobaczewska, E. Juchniewicz, T. Sowiński, Warszawa 2010 s. 231–240.

<sup>39</sup> Zob. szerzej: M. Fedorowicz, *Funkcje nowego europejskiego nadzoru finansowego ze szczególnym uwzględnieniem funkcji nadzorczych w sektorze bankowym*, „Kwartalnik Prawa Publicznego” 2010, nr 4, s. 59 i n.

istotnych uprawnień wymienić należy możliwość podejmowania działań w celu jednolitego stosowania zwolnień z obowiązku zachowania przejrzystości przedtransakcyjnej czy wprowadzenia środków nadzorczych w zakresie interwencji produktowej i pozycji. Zwiększenie nadzoru w tej materii przejawia się m.in. w umożliwieniu wprowadzania trwałych zakazów dla produktów finansowych lub rodzajów działalności finansowej lub praktyk (właściwy organ nadzoru w koordynacji z Europejskim Urzędem Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych – EUNGiPW) oraz zakazów tymczasowych (EUNGiPW). Przywołać tu można art. 31 projektu rozporządzenia określający uprawnienia (EUNGiPW) w zakresie tymczasowej interwencji. EUNGiPW może tymczasowo zakazać lub wprowadzić ograniczenia w UE w odniesieniu do marketingu, dystrybucji lub sprzedaży określonych instrumentów finansowych, jak i instrumentów finansowych o określonych cechach; lub rodzaju działalności czy praktyki finansowej. Podobnie, zgodnie z art. 32 projektu rozporządzenia, właściwy organ nadzoru może wprowadzić w państwie członkowskim lub z państwa członkowskiego zakaz lub ograniczenie dotyczące wskazanych działań czy instrumentów. W projekcie rozporządzenia przewidziano także normy kompetencyjne służące uzupełnieniu uprawnień określonych w projekcie dyrektywy MiFID II w zakresie zarządzania pozycjami. Zgodnie z art. 34 projektu rozporządzenia EUNGiPW prowadzi działania koordynujące w zakresie krajowych środków zarządzania pozycjami i limitów pozycji, natomiast na mocy art. 35 projektu rozporządzenia mają mu zostać przyznane uprawnienia w zarządzaniu pozycjami.

W zakresie działań porządkujących i zapewniających zarówno dostosowanie, jak i współdziałanie właściwych organów nadzoru EUNGiPW powinien umożliwiać wymianę informacji wśród nich, celem zapewnienia, aby miały one dostęp do wszystkich zapisów transakcji i zleceń, w tym również tych wprowadzonych na platformach działających poza ich terytorium, a dotyczących instrumentów finansowych objętych ich nadzorem.

Do innej kategorii uprawnień należy zaliczyć te, odnoszące się do możliwości opracowywania przez EUNGiPW projektów regulacyjnych lub wykonawczych standardów technicznych. Kompetencje do przygotowywania tego typu regulacji zostały przewidziane dla każdego z Europejskich Urzędów Nadzoru w podlegającym jego nadzorowi sektorze<sup>40</sup>.

Warto na koniec wskazać, że w związku z uznaniem, że „należyte ramy ostrożnościowe i ramy prowadzenia działalności gospodarczej w sektorze finansowym muszą

---

<sup>40</sup> Zob. 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 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.Urz. UE L 331 z 15.12.2010, s. 48; 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 L 331 z 15.12.2010, s. 84.

opierać się na systemie silnego nadzoru i skutecznych sankcji”<sup>41</sup> oprócz inicjatyw zmierzających do zmiany dotychczasowych regulacji MiFID, Komisja Europejska podjęła także działania mające na celu wprowadzenie na szczeblu wspólnotowym sankcji karanych w przypadku wykorzystywania informacji poufnych i manipulacji na rynku. Ma to zapewnić większą ochronę, jak i integrację rynku. Przedłożony w tej sprawie wniosek<sup>42</sup> jest częścią działań podjętych w następstwie komunikatu Komisji w sprawie wzmocnienia systemów sankcji w branży usług finansowych<sup>43</sup>.

#### 4. Zakończenie

Wprowadzenie rozwiązań przewidzianych w dyrektywie MiFID wywołało daleko idące konsekwencje. Zasadniczym, oczekiwanym skutkiem przyjętych regulacji było osiągnięcie większego stopnia zintegrowania rynku kapitałowego i rozwój usług inwestycyjnych w sposób sprzyjający wzrostowi gospodarczemu państw EOG oraz zapewniający odpowiedni poziom ochrony różnym kategoriom inwestorów. Ze względu na konieczność transpozycji całego skomplikowanego kompleksu norm odpowiadających nowym, ogólnoeuropejskim koncepcjom, dyrektywa MiFID spowodowała także znaczne przeobrażenia w krajowych porządkach prawnych. Jej wdrożenie wymusiło zmiany w wielu obszarach regulacji, co było procesem niełatwym i napotykało duże trudności, o czym świadczy choćby fakt, że były one opóźnione w zdecydowanej większości państw. Niezbędne było uwzględnienie nowych rozwiązań zarówno w zakresie prawa publicznego (m.in. procesy licencyjne, wymogi w odniesieniu do kadry zarządzającej), jaki prawa prywatnego (przede wszystkim rozwiązania nakierowane na ochronę inwestorów). Jednocześnie oprócz konsekwencji prawnych dla funkcjonowania rynku finansowego, pojawiły się i znaczne koszty. Szacuje się, że jednorazowe skutki w postaci kosztów wprowadzenia MiFID wyniosły 0,56% (banki detaliczne i oszczędnościowe) oraz 0,68% (banki inwestycyjne) całkowitych kosztów operacyjnych, natomiast bieżące koszty przestrzegania przepisów szacuje się na 0,11% (banki detaliczne i oszczędnościowe) do 0,17% (banki inwestycyjne) całkowitych kosztów operacyjnych<sup>44</sup>. Tymczasem należy oczekiwać, że w najbliższej przyszłości dokonane zostaną dalsze, znaczące

<sup>41</sup> Sprawozdanie grupy wysokiego szczebla ds. nadzoru finansowego w UE pod przewodnictwem Jacques’a de Larosiére, Bruksela, 25.02.2009, s. 23.

<sup>42</sup> Wniosek Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie sankcji karanych za wykorzystywanie informacji poufnych i manipulacje na rynku, Bruksela, dnia 20.10.2011, KOM(2011) 654 wersja ostateczna, 2011/0297 (COD), <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0654:FIN:PL:PDF> [dostęp: 21 lutego 2012 r.]

<sup>43</sup> Komisja Europejska, Komunikat do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów w sprawie wzmocnienia systemów sankcji w branży usług finansowych, COM (2010) 716, 8 grudnia 2010 r., <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0716:FIN:PL:HTML> [dostęp: 21 lutego 2012 r.].

<sup>44</sup> Uzasadnienie do wniosku Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie rynków instrumentów finansowych uchylająca dyrektywę 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady, Bruksela, dnia 20.10.2011, KOM (2011) 656 wersja ostateczna, 2011/0298 (COD), s. 4.

zmiany normatywne w odniesieniu do świadczenia usług inwestycyjnych, co jest wynikiem i postępującego rozwoju rynku i wzrostu jego innowacyjności, a po części koniecznością korekty przepisów, które okazały się nieskuteczne czy nieprzystające do nowych warunków rynkowych. Nie ma również wątpliwości, że zbliżanie rozwiązań prawnych funkcjonujących w poszczególnych państwach jest niezbędnym elementem współczesnej rzeczywistości. System prawny UE musi ewoluować zgodnie z kierunkiem wyznaczanym otoczeniem mikro- i makroekonomicznym oraz tendencjami na rynku finansowym. Biorąc pod uwagę, że świadczenie usług finansowych coraz częściej odbywa się w płaszczyźnie transgranicznej, naturalne jest, że państwa członkowskie UE w coraz mniejszym zakresie są w stanie samodzielnie, w dostatecznym stopniu osiągnąć cele, jakie są konieczne dla realizacji efektywnego, konkurencyjnego i zintegrowanego rynku, tym samym regulacja tych kwestii staje się domeną prawodawcy unijnego. Wykorzystując instrumenty prawne przyznane na mocy Traktatu<sup>45</sup>, z uwzględnieniem zasady pomocniczości i proporcjonalności, musi on coraz bardziej ingerować w treść norm krajowych, nie ograniczając się do tworzenia tylko ram prawnych dla usług inwestycyjnych, a tworząc regulacje wypierające rodzime rozwiązania i zmniejszając zakres swobody legislacyjnej prawodawców poszczególnych państw.

## **Materiały źródłowe**

### **Akty prawne:**

- Dyrektywa Komisji 2006/73/WE z 10 sierpnia 2006 r. wprowadzająca środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez przedsiębiorstwa inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy (akt wykonawczy), Dz.Urz. UE L 241 z 2.09.2006, s. 26.
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2004/39/WE z 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.Urz. UE L 145 z 30.04.2004, s. 1.
- Dyrektywa Rady 93/22/EWG z dnia 10 maja 1993 r. w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych, Dz.Urz. UE L 141 z 11.06.1993, s. 27.
- Rozporządzenie Komisji (WE) nr 1287/2006 z 10 sierpnia 2006 r. wprowadzające środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do zobowiązań przedsiębiorstw inwestycyjnych w zakresie prowadzenia rejestrów, sprawozdań z transakcji, przejrzystości rynkowej, dopuszczenia instrumentów finansowych do obrotu oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy (akt wykonawczy), Dz.Urz. UE L 241 z 2.09.2006, s. 1.
- 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 L 331 z 15.12.2010, s. 12.

---

<sup>45</sup> Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, Dz. Urz. UE C 83 z 30.3.2010, s. 47 – wersja skonsolidowana Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej.

- 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 uchylenia decyzji Komisji 2009/79/WE, Dz.Urz. UE L 331 z 15.12.2010, s. 48.
- 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 uchylenia decyzji Komisji 2009/77/WE, Dz.U. L 331 z 15.12.2010, s. 84.
- Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, Dz. Urz. UE C 83 z 30.3.2010, s. 47.

## Literatura:

- Burke J.J., *Re-examining Investor Protection in Europe and the US*, „eLaw Journal: Murdoch University Electronic Journal of Law” 2009, nr 16(2).
- Chłopecki A., M. Dyl, *Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2003.
- Fedorowicz M., *Funkcje nowego europejskiego nadzoru finansowego ze szczególnym uwzględnieniem funkcji nadzorczych w sektorze bankowym*, „Kwartalnik Prawa Publicznego” 2010, nr 4.
- Gorzela K., A. Braciszewska, J. Braciszewska, T. Rogalski, *Towary giełdowe i towarowe instrumenty pochodne. Prawne aspekty obrotu*, Warszawa 2011.
- Haas F., *The Markets in Financial Instruments Directive: Banking on Market and Supervisory Efficiency*, IMF Working Paper WP/07/250.
- Jurkowska-Zeidler A., *Nowe europejskie ramy ochrony stabilności wewnętrznego rynku finansowego*, [w:] *System finansów publicznych. Prawo finansowe wobec wyzwań XXI wieku*, (red.) A. Dobaczewska, E. Juchniewicz, T. Sowiński, Warszawa 2010.
- Lannoo K., *MiFID Revolution or Delayed Execution*, CEPS Commentary 26 August 2007.
- Mazurkiewicz E., M. Prucnal-Ziółkowska, *Przepisy europejskie regulujące obrót instrumentami finansowymi oraz uczestnictwo w tym obrocie – główne zagadnienia*, KPWIG Warszawa 2005.
- Nelson P., *Capital markets law and compliance: the implications of MiFID*, New York, Cambridge 2008.
- Zalcewicz A., *Zmiany struktury instytucjonalnej i koncepcji nadzoru nad jednolitym rynkiem finansowym UE*, [w:] *System finansów publicznych. Prawo finansowe wobec wyzwań XXI wieku*, (red.) A. Dobaczewska, E. Juchniewicz, T. Sowiński, Warszawa 2010.

## Internet:

- [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/isd/mifid\\_implementation\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid_implementation_en.htm) [dostęp: 21 lutego 2012 r.].
- [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/clearing/2011\\_oxera\\_study\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/2011_oxera_study_en.pdf) [dostęp: 21 lutego 2012 r.], *Monitoring Prices, Costs and Volumes of Trading and Post-trading Services*, (MARKT/2007/02/G). Report prepared for European Commission DG Internal Market and Services.
- <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0656:FIN:pl:PDF>, [dostęp: 21 lutego 2012 r.], uzasadnienie do wniosku Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie rynków instrumentów finansowych uchylająca dyrektywę 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady, Bruksela, dnia 20.10.2011, KOM(2011) 656 wersja ostateczna, 2011/0298 (COD).
- <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0652:FIN:PL:PDF> [dostęp: 21 lutego 2012 r.], wniosek Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie [EMIR] w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, partnerów centralnych i repozytoriów transakcji, Bruksela, dnia 20.10.2011, KOM(2011) 652 wersja ostateczna, 2011/0296 (COD).

- <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0301:FIN:PL:HTML> [dostęp: 21 lutego 2012 r.], Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Europejskiego Banku Centralnego „Regulacja usług finansowych dla zapewnienia zrównoważonego wzrostu”, COM(2010) 301 wersja ostateczna, czerwiec 2010 r.
- [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/de\\_larosiere\\_report\\_pl.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_pl.pdf), [dostęp: 21 lutego 2012 r.], sprawozdanie grupy wysokiego szczebla ds. nadzoru finansowego w UE pod przewodnictwem Jacques’a de Larosière, Bruksela 25 lutego 2009 r.
- <http://register.consilium.europa.eu/pdf/pl/08/st08/st08515-re03.pl08.pdf>, [dostęp: 21 lutego 2012 r.], konkluzje Rady w sprawie ram nadzorczych i ustaleń dotyczących stabilności finansowej UE, uzgodnione przez Radę (ECOFIN) w dniu 14 maja 2008 r.
- <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0654:FIN:PL:PDF> [dostęp: 21 lutego 2012 r.], wniosek Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie sankcji karnych za wykorzystywanie informacji poufnych i manipulacje na rynku, Bruksela, dnia 20.10.2011, KOM (2011) 654 wersja ostateczna, 2011/0297 (COD).
- <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0716:FIN:PL:HTML> [dostęp: 21 lutego 2012 r.], Komisja Europejska, Komunikat do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów w sprawie wzmocnienia systemów sankcji w branży usług finansowych, COM (2010) 716, 8 grudnia 2010 r.

