



Goście: Edyta Kniaziowska, Maciej Kurzajewski, KNF

Przegląd Finansowy, 2009-11-08 20:35

Rynek kapitałowy czekają duże zmiany. 21 października br. weszły w życie długo oczekiwane przepisy nowelizujące ustawę o obrocie instrumentami finansowymi. Przypomnijmy, że stanowią one implementację przepisów MiFID, zawierają również rozwiązania uwzględniające postulaty zgłaszane przez podmioty działające na rynku finansowym. O tym, jakie zmiany niesie ze sobą wspomniana nowela opowiadają: **Maciej Kurzajewski** oraz **Edyta Kniaziowska** - eksperci z Departamentu Usług Finansowych, Licencjonowania i Nadzoru Funkcjonalnego Urzędu **Komisji Nadzoru Finansowego**.

Czy ostatnia nowelizacja ustawy o obrocie to kamień milowy w historii rynku kapitałowego, czy raczej modyfikacja pewnych - znanych już rynkowi - zasad postępowania ?

Edyta Kniaziowska: Krajobraz rynku kapitałowego z pewnością ulegnie istotnej transformacji. MiFID to przecież w istocie trzy akty zawierające rozwiązania w dużej mierze nowe lub nieznanne, w tak obszernym kształcie w polskim systemie prawa rynku kapitałowego. Ponadto, wartym podkreślenia jest, że nowelizacja w sposób wyraźny rozszerza stosowanie przepisów MiFID na liczną grupę banków świadczących usługi inwestycyjne w obszarze innym niż działalność maklerska. Reasumując, rynek kapitałowy czeka w najbliższym czasie skok jakościowy.

Maciej Kurzajewski: Moim zdaniem, w niektórych sferach działania uczestników rynku kapitałowego, zmiany można wręcz określić mianem rewolucyjnych. Jakkolwiek pełen ich obraz, jak również skutki, jakie wywołają, będą widoczne dopiero po zamknięciu procesu implementacji systemu MiFID. Nastąpi to wraz z wydaniem nowych aktów wykonawczych do ustawy o obrocie.

Jakie konkretnie zmiany wnosi ustawa ?

M.K.: Lista nowowprowadzonych rozwiązań i modyfikacji jest bardzo długa. Próbując je usystematyzować można powiedzieć, że nowela oddziałuje na dwa segmenty rynku kapitałowego – jego infrastrukturę oraz działających na nim pośredników.

Co się zmieni w ustawowym funkcjonowaniu wspomnianej przez Pana infrastruktury rynku ?

M.K.: Przykładowo, znacznemu doprecyzowaniu uległy zasady organizowania alternatywnego systemu obrotu przez spółki prowadzące rynek regulowany. Dotychczasowe regulacje sprowadzały się do zastrzeżenia prawa Komisji Nadzoru Finansowego do zatwierdzania regulaminu aso i jego zmian. Obecnie, uprawnienie to, w ślad za wymogami unijnymi, zostało zniesione. Jednocześnie jednak wprowadzono normy prawa wspólnotowego, dotyczące osób kierujących działalnością tegoż miejsca obrotu, interwencji w notowane na nim instrumenty finansowe, przejrzystości przed- i posttransakcyjnej. Niemniej istotną okolicznością jest objęcie definicją aso organizacji obrotu każdego rodzaju instrumentem finansowym, a nie - jak do tej pory - papierów wartościowych i instrumentów rynku pieniężnego.

Przybliżone zasady są raczej włożeniem nowych powinności na rynek regulowany. Czy przewidziano także korzyści?

M.K.: Tak. Przykładem jest możliwość swobodnego wyboru podmiotu, który będzie dokonywał rozrachunku i rozliczenia transakcji zawartych na tym rynku. Oznacza to de facto potencjalną możliwość rezygnacji z usług KDPW S.A. Ponadto, jeżeli spółka uzna to za opłacalne biznesowo, może również zorganizować nowe miejsce obrotu w segmencie rynku towarowego. Rynek regulowany uzyska również prawo do aktywnej działalności, w celu pozyskiwania nowych członków na terenie Państw Członkowskich.

Przy okazji nowelizacji dużo mówi się o „krótkiej sprzedaży”...

M.K.: „Krótka sprzedaż” to jedno z wielu rozwiązań wprowadzonych w zakresie możliwości inwestycyjnych. Niemniej istotne jest zniesienie barier dla transakcji arbitrażowych lub zawierania transakcji typu „buy sell back” czy „repo”. A co do samej „krótkiej sprzedaży”, to rzeczywiście zmienia się dotychczasowy model zawierania tego typu transakcji. Ciężar zapewnienia bezpiecznego jej organizowania spoczywa - w głównej mierze - na spółce prowadzącej rynek regulowany. Nie mając więc żadnych doświadczeń, tym bardziej należy podjąć zwiększone środki, w celu zminimalizowania ryzyka wystąpienia potencjalnych negatywnych konsekwencji. Wierzę, że zaproponowane rynkowi i nadzorcy rozwiązania spełnią te oczekiwania, doprowadzając jednocześnie do rozwoju tej instytucji w Polsce. Nie zapominajmy bowiem, że dotychczas rynek „krótkiej sprzedaży” w praktyce u Nas nie istniał.

Czy nowelizacja, w swoich regulacjach, w jakikolwiek sposób odnosi się do planowanej prywatyzacji giełdy warszawskiej?

M.K.: Tak. Nowowprowadzane przepisy umożliwiają proces zmiany dotychczasowego właściciela Giełdy jakim jest Skarb Państwa. Zniesiono bezwzględnie obowiązujący zakaz uzyskania statusu większościowego akcjonariusza przez inwestorów prywatnych oraz umożliwiono wypłatę dywidendy z akcji spółki. Równolegle, rozbudowano mechanizm kontrolny Komisji Nadzoru Finansowego nad podmiotami zamierzającymi zwiększać swoje zaangażowanie w akcjonariacie Giełdy. Przykładowo, wprowadzono trzy nowe progi w stanie posiadania akcji, których zamiar osiągnięcia lub przekroczenia powoduje konieczność uzyskania zezwolenia Komisji. Zmieniono przesłankę wyrażenia sprzeciwu Komisji na nabycie lub objęcie akcji w wielkościach kwalifikowanych. Domknięto także krąg przypadków faktycznych, w których nabycie lub objęcie akcji, wbrew zamierzeniom ustawodawcy lub Komisji, wywoła sankcję bezskuteczności przedsięwziętych działań inwestora.

Wspomniał Pan o zniesieniu monopolu Krajowego Depozytu. Na czym będzie polegało zniesienie owej wyłączności?

M.K.: Utrata pozycji monopolistycznej, którą Krajowy Depozyt miał niejako „od zawsze”, zaistnieje w dwóch obszarach, mianowicie procesu rozliczenia oraz rozrachunku transakcji. Ta dość istotna zmiana determinowana jest przez regulacje MiFID, które wskazują, że Państwa Członkowskie powinny zapewniać wolność tworzenia podmiotów wykonujących tego rodzaju działalność oraz swobodę korzystania z ich usług. Poza wspomnianym wcześniej uprawnieniem giełdy, warto zasygnalizować, że na mocy noweli będzie możliwe tworzenie, za zezwoleniem Komisji, izb rozliczeniowych lub rozrachunkowych. Czas jednak pokaże, czy w naszym kraju będzie to tylko formalne wypełnienie wymogów dyrektywy, czy też nabierze znaczenia praktycznego.

Analogicznie, jak w przypadku rynku regulowanego, nasuwa się pytanie o plusy jakie pojawią się w związku z nowelizacją w funkcjonowaniu Krajowy Depozytu?

M.K.: Nowowprowadzane przepisy tworzą wprawdzie podstawy do konkurencji na rynku rozliczeniowo-rozrachunkowym. Nie należy jednakże zapominać, że Krajowy Depozyt, ze względów bezpieczeństwa obrotu, wciąż będzie jedynym podmiotem prowadzącym depozyt papierów wartościowych, które są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym. Dodatkowo, Krajowy Depozyt uzyskuje ciekawe uprawnienia do dematerializacji i depozytu szeregu innych papierów wartościowych. Możliwość tę, wprowadzono w uwzględnieniu oczekiwań rynku, dla których Krajowy Depozyt będzie tu pełnił niejako

rolę gwaranta solidności i bezpieczeństwa rejestrowania stanów emisji.

To na pierwszy rzut oka raczej niewiele...

E.K.: Nie wspomnieliśmy o chyba najważniejszej zmianie, jaka dotknie Krajowy Depozyt. Otóż, znowelizowana ustawa o obrocie dopuszcza możliwość uzyskania przez Krajowy Depozyt niejako statusu spółki holdingowej. Rozwiązanie to sprowadza się do dopuszczalności przekazania przez Krajowy Depozyt spółkom zależnym, ustawowych zadań, do których wykonywania Krajowy Depozyt nominalnie upoważniony jest samodzielnie.

M.K.: Oczywiście w takim przypadku spółki, którym Krajowy Depozyt powierzył wykonywanie czynności, pozostaną pod nadzorem Komisji, w zakresie takim, jak to ma miejsce w przypadku Krajowego Depozytu. Przewidziany mechanizm powierzania czynności nie jest odzwierciedlony w dyrektywie MiFID. Wpisuje się wszakże w powszechną praktykę krajów o rozwiniętych rynkach kapitałowych, gdzie oddziela się ryzyko związane z rozliczaniem i rozrachunkiem transakcji.

Czy to wyczerpuje katalog zmian w instytucjach infrastruktury rynku?

M.K.: Jak podkreślałem na wstępie, sfera oddziaływania nowelizacji jest bardzo rozległa. Implementacja systemu MiFID, poza zmianami w kształcie rynku kapitałowego, przełoży się także na funkcjonowanie giełd towarowych w Polsce. Aktualnie, mogłoby to odnosić się do działalności prowadzonej przez Towarową Giełdę Energii S.A. Istota zmian sprowadza się do konieczności wejścia giełdy towarowej do krajobrazu opisywanego przez MiFID, a w Polsce przez ustawę o obrocie, w przypadku zamiaru organizacji obrotu na pochodne instrumenty towarowe. W takiej sytuacji giełda towarowa zobowiązana będzie uzyskać zezwolenie na prowadzenie rynku regulowanego pozagiełdowego. Niewykluczone jest więc, że do aktualnie działających na rynku kapitałowym GPW i BondSpot dołączy wkrótce wspomniana TGE.

Przeczytaj całość! Pobierz [Przegląd Finansowy](#).

Rozmawiała Barbara Koziar
Bankier.pl