



KOMISJA EUROPEJSKA

Bruksela, dnia 25.10.2011  
SEK(2011) 1280 wersja ostateczna

**DOKUMENT ROBOCZY SŁUŻB KOMISJI**

**STRESZCZENIE OCENY SKUTKÓW**

*Towarzyszący dokumentowi:*

**Wniosek**

**Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady zmieniająca dyrektywę 2004/109/WE w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczone są do obrotu na rynku regulowanym, oraz dyrektywę Komisji 2007/14/WE**

{KOM(2011) 683 wersja ostateczna}  
{SEK(2011) 1279 wersja ostateczna}

## 1. WPROWADZENIE

Dyrektywa w sprawie przejrzystości<sup>1</sup> („dyrektywa”) zobowiązuje emitentów papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynkach regulowanych w Unii Europejskiej („UE”) do zapewnienia inwestorom odpowiedniej przejrzystości poprzez publiczne ujawnianie i rozpowszechnianie informacji regulowanych<sup>2</sup>.

Pięć lat po dacie wejścia w życie tej dyrektywy Komisja opublikowała sprawozdanie<sup>3</sup> oceniające skutki dyrektywy. W sprawozdaniu uznano dyrektywę za użyteczną dla prawidłowego i sprawnego funkcjonowania rynku, jednak wskazano obszary, w których należy wprowadzić udoskonalenia.

W 2010 r. Komisja rozpoczęła konsultacje społeczne w sprawie nowelizacji dyrektywy. Poruszono następujące główne kwestie: atrakcyjność rynków regulowanych dla małych i średnich emitentów i sposoby poprawy systemu w zakresie znaczących pakietów praw głosu.

Respondenci biorący udział w konsultacjach społecznych mieli różne stanowiska co do tego, czy sytuacja małych i średnich emitentów może zostać poprawiona poprzez wprowadzenie zmian do dyrektywy. W odniesieniu do pakietów praw głosu konsultacje społeczne wykazały istnienie powszechnej zgody co do konieczności wprowadzenia wymogu zawiadamiania o rozliczanych w środkach pieniężnych instrumentach pochodnych<sup>4</sup> oraz zwiększenia poziomu harmonizacji w tym obszarze. Ponadto wezwano do większej przejrzystości w niektórych dziedzinach o charakterze technicznym.

Ponadto w 2010 r. Komisja uzgodniła z Parlamentem Europejskim przeprowadzenie oceny możliwości nałożenia na niektóre przedsiębiorstwa wymogu ujawniania kluczowych informacji finansowych dotyczących ich działalności w państwach trzecich<sup>5</sup>. W odrębnej ocenie skutków dotyczącej tej kwestii stwierdzono, że należy zmienić dyrektywę w sprawie przejrzystości i dyrektywę dotyczące rachunkowości<sup>6</sup> w celu uwzględnienia nowego wymogu w tym względzie.

## 2. OKREŚLENIE PROBLEMU

Stwierdzone problemy związane z istniejącym systemem można podzielić na dwie główne kategorie: a) mali i średni emitenci; oraz b) wymagania dotyczące zawiadamiania o znaczących pakietach praw głosu.

---

<sup>1</sup> Dyrektywa 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 15 grudnia 2004 r.

<sup>2</sup> Termin „informacje regulowane” obejmuje roczne, półroczne i kwartalne informacje finansowe, bieżące informacje na temat znaczących pakietów praw głosu, a także doraźnie informacje ujawnione na mocy dyrektywy w sprawie nadużyć na rynku (dyrektywa 2003/6/WE).

<sup>3</sup> COM(2010) 243 wersja ostateczna z dnia 27 maja 2010 r. Sprawozdaniu temu towarzyszył bardziej szczegółowy dokument roboczy służb Komisji (SEC(2010)61).

<sup>4</sup> Rozliczane w środkach pieniężnych instrumenty pochodne na akcje dotyczą transakcji związanych z akcjami rozliczanych wyłącznie poprzez płatności środków pieniężnych bez fizycznego dostarczania bazowych instrumentów kapitałowych.

<sup>5</sup> <http://register.consilium.europa.eu/pdf/pl/10/st15/st15650-ad01.pl10.pdf>

<sup>6</sup> Czwarta dyrektywa Rady 78/660/EWG w sprawie rocznych sprawozdań finansowych i siódma dyrektywa Rady 83/349/EWG w sprawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych.

## **2.1. Stwierdzone problemy związane z małymi i średnimi emitentami**

W UE nie istnieje prawna definicja małych i średnich emitentów. W przypadku odniesień do małych i średnich emitentów w niniejszym dokumencie należy je rozumieć zgodnie z istniejącymi krajowymi koncepcjami w państwach członkowskich.

Polepszenie otoczenia regulacyjnego dla małych i średnich emitentów oraz ułatwienie im dostępu do kapitału stanowią istotne priorytety polityki Komisji<sup>7</sup>. Chociaż wymogi dotyczące przejrzystości nie są uważane za jedyne źródło problemów napotykanych przez małych i średnich emitentów, przyczyniają się one do wysokich kosztów przestrzegania przepisów, w związku z notowaniem na rynkach regulowanych, ograniczoną widocznością małych i średnich emitentów dla analityków i inwestorów, a także tendencją do faworyzowania wyników krótkoterminowych.

### ***2.1.1. Wysokie koszty przestrzegania przepisów dla małych i średnich emitentów***

Celem dyrektywy jest zapewnienie uczestnikom rynku precyzyjnych, wyczerpujących i aktualnych informacji. Emitenci zobowiązani są do publikowania rocznych, półrocznych i kwartalnych informacji finansowych<sup>8</sup>. Dyrektywa nakłada minimalny wymóg publikacji kwartalnych śródrocznych sprawozdań zarządu o ograniczonej treści. Wiele państw członkowskich wymaga jednak ujawniania dodatkowych informacji. W przypadku małych i średnich emitentów koszty poniesione w wyniku publikacji kwartalnych informacji finansowych są stosunkowo wysokie, podczas gdy przydatność tego obowiązku nie jest oczywista.

Ponadto przestrzeganie nieprzekraczalnego terminu publikacji sprawozdań półrocznych, a także skomplikowana treść i rodzaje informacji, które należy ujawnić w opisowej części sprawozdania, mogą również być kosztowne dla emitentów i wymagać od nich znacznych nakładów.

### ***2.1.2. Faworyzowanie wyników krótkoterminowych***

Potrzeba publikacji kwartalnych informacji finansowych mogłaby doprowadzić do presji na zarządy, aby wykazywać zyski w każdym kwartale. Sprawozdania kwartalne mogą być również postrzegane jako zachęty regulacyjne dla inwestorów, aby koncentrowali się na wynikach krótkoterminowych przedsiębiorstw zamiast przyjąć wizję długoterminową.

### ***2.1.3. Mniejsza widoczność małych i średnich emitentów***

Krótki termin publikowania sprawozdań półrocznych (dwa miesiące po zakończeniu okresu sprawozdawczego) prowadzi do takiego zagęszczenia informacji pod koniec drugiego miesiąca, że zakłóca to rynek, powoduje przeciążenie inwestorów i analityków informacjami finansowymi oraz uwydatnia ich skłonność do koncentrowania się na wiodących na rynku

---

<sup>7</sup> Komunikat Komisji: „W kierunku Aktu o jednolitym rynku. W stronę społecznej gospodarki rynkowej o wysokiej konkurencyjności. 50 propozycji na rzecz wspólnej poprawy rynku pracy, przedsiębiorczości i wymiany”, COM(2010) 608 wersja ostateczna, oraz komunikat Komisji „Akt o jednolitym rynku. Dwanaście dźwigni na rzecz pobudzenia wzrostu gospodarczego i wzmocnienia zaufania. Wspólnie na rzecz nowego wzrostu gospodarczego”, COM (2011) 206 wersja ostateczna.

<sup>8</sup> Kwartalnych sprawozdań finansowych lub śródrocznych sprawozdań zarządu, określanych również ogólnie jako kwartalne informacje finansowe.

największych przedsiębiorstwach i niewielkiego zainteresowania małymi i średnimi emitentami. Ma to szczególne znaczenie w przypadku większości europejskich emitentów, których rok obrotowy odpowiada rokowi kalendarzowemu, i dla których ostateczny termin wypada zatem pod koniec sierpnia. Przyczynia się to do małej widoczności małych i średnich emitentów dla inwestorów i analityków.

Trudności napotymane przez inwestorów zainteresowanych dostępem do opublikowanych informacji, ze względu na niewystarczające wzajemne połączenia między różnymi krajowymi mechanizmami gromadzenia informacji, są kolejnym czynnikiem zmniejszającym widoczność małych i średnich emitentów.

#### ***2.1.4. Problemy stwierdzone w odniesieniu do zawiadamiania o znaczących pakietach praw głosu***

Dyrektywa zobowiązuje emitentów do zawiadamiania uczestników rynku o każdym nabyciu lub zbyciu dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym akcji, z których wynikają prawa głosu (tzn. do zawiadamiania o posiadanym udziale w prawach głosu, jeżeli udział ten osiągnie, przekroczy lub spadnie poniżej 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 50 % i 75 %). W obecnym systemie stwierdzono istnienie dwóch problemów: ukryte udziały w wyniku luk w przepisach dotyczących zawiadamiania; i rozbieżne przepisy dotyczące zawiadamiania w poszczególnych państwach członkowskich.

#### ***2.1.5. Możliwość ukrytych udziałów***

Od czasu przyjęcia dyrektywy znacznie wzrosło wykorzystanie na rynku instrumentów pochodnych rozliczanych w środkach pieniężnych. Instrumenty pochodne rozliczane w środkach pieniężnych mogą zostać wykorzystane w celu uzyskania i wywierania wpływu na spółki giełdowe lub w celu ukrytego gromadzenia akcji w spółce (istnieje kilka zgłoszonych przykładów takich działań<sup>9</sup>). Obecnie nie są one jednak objęte przepisami dyrektywy w zakresie ujawniania informacji. Taki brak przepisów może prowadzić do potencjalnych nadużyć na rynku, nieskuteczności mechanizmu ustalania cen oraz egzekwowania prawa głosu przez osoby niezainteresowane długoterminową sytuacją spółki („empty voting”), co prowadzi do niskiego poziomu zaufania inwestorów i rozbieżności interesów inwestorów z długoterminowymi interesami przedsiębiorstwa.

#### ***2.1.6. Rozbieżne przepisy dotyczące zawiadamiania w poszczególnych państwach członkowskich prowadzące do zwiększenia odpowiedzialności i ryzyka regulacyjnego oraz wysokich kosztów przestrzegania przepisów w przypadku inwestorów transgranicznych***

Rozbieżne przepisy dotyczące zawiadamiania w poszczególnych państwach członkowskich, w szczególności w odniesieniu do konsolidacji pakietów akcji z pakietami instrumentów finansowych, podnoszą koszty oraz powodują niepewność prawną dla inwestorów, którzy uczestniczą w działalności transgranicznej. Brak konsolidacji pakietów akcji z pakietami instrumentów finansowych prowadzi również do niższego poziomu przejrzystości w niektórych państwach członkowskich.

---

<sup>9</sup> Przykłady: LVMH/HERMES, Porsche/Volkswagen, Schaeffler/Continental.

### 3. ZASADA POMOCNICZOŚCI

UE ma prawo działać w tym obszarze zgodnie z art. 50 i 114 TFUE. Wszystkie stwierdzone problemy dotyczą rynku kapitałowego UE jako całości i dlatego zmiany – aby były skuteczne - należy przyjąć na szczeblu UE.

Stwierdzone problemy dotyczące małych i średnich emitentów wynikają z ustawodawstwa UE i państw członkowskich i można je rozwiązać wyłącznie poprzez zmiany w ustawodawstwie UE. Ponadto jedynie instrument prawny przyjęty na poziomie UE zapewniłby stosowanie przez wszystkie państwa członkowskie tych samych ram regulacyjnych opartych na tych samych zasadach, eliminując tym samym istniejącą obecnie fragmentację uregulowań dotyczących zawiadamiania na temat znaczących pakietów.

### 4. CELE

Planowane środki powinny uprościć niektóre obowiązki tak, aby pomóc zapewnić atrakcyjność rynków regulowanych dla małych i średnich emitentów oraz poprawić przejrzystość prawną i skuteczność systemu dotyczącego przejrzystości w odniesieniu do ujawniania informacji na temat własności przedsiębiorstwa.

### 5. WARIANTY POLITYKI: ANALIZA SKUTKÓW I PORÓWNANIE

Aby osiągnąć wyżej wymienione cele, Komisja opracowała oraz poddała analizie i porównaniu różne warianty polityki w celu określenia, które z tych wariantów w zadowalający sposób rozwiązują stwierdzone problemy. Warianty te zostały przedstawione poniżej.

#### 5.1. Warianty polityki mające umożliwić większą elastyczność w odniesieniu do częstotliwości i terminów publikowania przez małych i średnich emitentów okresowych informacji finansowych

- (1) *Niepodejmowanie żadnych działań* – ten wariant nie pozwala na osiągnięcie zakładanego celu. Wariant ten został zatem odrzucony.
- (2) *Zniesienie obowiązku przedstawiania kwartalnych sprawozdań finansowych przez małych i średnich emitentów* – wariant ten pozwoliłby ograniczyć zarówno koszty dla małych i średnich emitentów, jak i bodźce regulacyjne, które mogą zachęcać do faworyzowania wyników krótkoterminowych. Wprowadzenie zróżnicowanych systemów w odniesieniu do spółek notowanych na rynkach regulowanych na podstawie ich wielkości mogłyby jednak być mylące dla inwestorów i prowadzić również do zmniejszenia widoczności małych i średnich emitentów. Wariant ten został zatem odrzucony.
- (3) *Zniesienie obowiązku przedstawiania kwartalnych sprawozdań finansowych przez małych i średnich emitentów w początkowym okresie 3 lat po dopuszczeniu do obrotu* – wariant ten złagodziłby wprowadzenie bezpośrednią presję, z jaką mają do czynienia mali i średni emitenci, jednak jedynie opóźniłby ponoszenie kosztów. Wprowadzenie zróżnicowanych systemów w odniesieniu do spółek notowanych na rynku

regulowanym na podstawie ich wielkości i ich wieku mogłoby być mylące dla inwestorów. Wariant ten został zatem odrzucony.

- (4) *Zniesienie obowiązku przedstawiania kwartalnych sprawozdań finansowych przez wszystkie spółki giełdowe* – wariant ten pozwoliłby na zmniejszenie ponoszonych przez przedsiębiorstwa kosztów przestrzegania przepisów. Zakładana średnia redukcja kosztów, nie licząc kosztów związanych z przygotowaniem informacji kwartalnych, waha się od 2 000 EUR do 60 000 EUR rocznie na emitenta w przypadku małych i średnich emitentów i od 35 000 EUR do 250 000 EUR rocznie na emitenta w przypadku dużych emitentów. Możliwe zmniejszenie kosztów dotyczących personelu zatrudnionego do przygotowania tych informacji nie mogło zostać oszacowane w kategoriach pieniężnych w odniesieniu do małych i średnich emitentów: różni się ono znacznie dla poszczególnych emitentów – od 8 do 30 osobodni rocznie. W przypadku dużych emitentów maksymalną łączną redukcję kosztów (w tym kosztów związanych z zatrudnieniem pracowników zaangażowanych w przygotowanie tych sprawozdań) można oszacować jako maksymalnie 2 mln EUR rocznie na każdego emitenta. Wariant ten powinien umożliwić małym i średnim emitentom przeznaczenie swoich zasobów na publikowanie informacji, które najbardziej interesują inwestorów. Powinien on ograniczyć krótkoterminową presję na emitentów i zachęcić inwestorów do przyjmowania długoterminowej wizji. Nie powinien mieć negatywnego wpływu na ochronę inwestorów. Ochrona inwestorów jest już wystarczająco zagwarantowana przez obowiązkowe ujawnianie informacji na temat półrocznych i rocznych wyników finansowych, jak również poprzez obowiązki informacyjne ustanowione w dyrektywie w sprawie nadużyć na rynku i w dyrektywie w sprawie prospektu emisyjnego<sup>10</sup>. Inwestorzy powinni być zatem właściwie poinformowani o istotnych wydarzeniach i faktach, które potencjalnie mogą wpłynąć na cenę aktywów bazowych niezależnie od ckwartalnego obowiązku informacyjnego przewidzianego w dyrektywie. W związku z tym prawne zobowiązanie do ujawniania śródrocznych sprawozdań zarządu nie wydaje się konieczne. W celu zapewnienia skuteczności tego wariantu, należy również uniemożliwić państwom członkowskim nakładanie w ustawodawstwie krajowym wymogu publikacji informacjach kwartalnych. Przedsiębiorstwa będą mieć swobodę publikacji kwartalnych informacji, jeżeli wyrażą taką wolę.
- (5) *Przedłużenie terminu publikowania informacji półrocznych do 3 miesięcy po zakończeniu danego okresu sprawozdawczego dla wszystkich spółek giełdowych* – w przypadku małych i średnich emitentów oznaczałoby to pewne oszczędności kosztów, jednak najważniejsze korzyści miałyby charakter niepieniężny. Emitenci mieliby dodatkowy czas na sporządzenie sprawozdania, co wpływałoby na podniesienie jego jakości. Wariant ten miałby również pozytywny wpływ na widoczność małych i średnich emitentów, którzy mogliby w prostszy sposób ustalać termin publikacji swoich sprawozdań, tak aby nie następowało to jednocześnie z publikacją sprawozdań przez duże spółki giełdowe. Oznaczałoby to, że analitycy i inwestorzy mieliby więcej czasu na zapoznanie się z półrocznymi wynikami małych i średnich emitentów.

---

<sup>10</sup> Dyrektywa 2003/6/WE i dyrektywa 2003/71/WE.

- (6) *Przedłużenie terminu publikowania przez małych i średnich emitentów półrocznych informacji do 3 miesięcy po zakończeniu danego okresu sprawozdawczego* – wariant ten miałby pozytywny wpływ na widoczność małych i średnich emitentów. Jednakże wprowadzenie zróżnicowanych systemów w odniesieniu do spółek notowanych na rynkach regulowanych na podstawie ich wielkości mogłyby być mylące dla inwestorów. Wariant ten został zatem odrzucony.

## **5.2. Warianty polityki mające na celu uproszczenie opisowych części sprawozdań finansowych dla małych i średnich emitentów**

- (1) *Niepodejmowanie żadnych działań* – ten wariant nie pozwala na osiągnięcie zakładanego celu. Wariant ten został zatem odrzucony.
- (2) *Harmonizacja maksymalnych opisowych części sprawozdań finansowych na poziomie UE dla małych i średnich emitentów* – ujednoczenie treści sprawozdań może prowadzić do wzrostu kosztów przestrzegania przepisów przez małych i średnich emitentów posiadających siedzibę w tych państwach członkowskich, w których wymagania są obecnie niewielkie. Wariant ten pozwoliłby jednak ułatwić porównywalność informacji finansowych w całej UE. Jeśli jednak wymogi dotyczące opisowych części zostałyby ustalone na szczeblu UE na zbyt niskim poziomie w nadziei uzyskania oszczędności kosztów, mogłyby to mieć negatywne skutki dla inwestorów. Wariant ten został zatem odrzucony.
- (3) *Zobowiązanie EUNGiPW<sup>11</sup> do przygotowania dla wszystkich spółek giełdowych niewiążących wytycznych (wzorów) dotyczących opisowej części sprawozdań finansowych* – wariant ten umożliwiłby EUNGiPW odpowiednie ukierunkowanie wzorów oraz zapewnienie oszczędności kosztów. Mógłby on również ułatwić porównywalność informacji dla inwestorów i zwiększyć widoczność transgraniczną małych i średnich emitentów. Realizacja tego wariantu wiązałaby się z pewnymi jednorazowymi kosztami dla EUNGiPW.
- (4) *Zobowiązanie państw członkowskich do opracowania niewiążących wzorów lub wytycznych dotyczących opisowych części sprawozdań* – wariant ten umożliwiłby państwom członkowskim dostosowanie treści sprawozdań do ich rynku wewnętrznego. Nie ułatwiłby jednak transgranicznej porównywalności informacji. Wariant ten został zatem odrzucony.

## **5.3. Warianty polityki przewidujące wyeliminowanie luk w wymogach zawiadamiania na temat znaczących pakietów praw głosu**

- (1) *Niepodejmowanie żadnych działań* – ten wariant nie pozwala na osiągnięcie zakładanego celu. Wariant ten został zatem odrzucony.
- (2) *System ogólny: rozszerzenie systemu obowiązków informacyjnych na wszystkie instrumenty o wpływie gospodarczym podobnym do posiadania akcji i praw do nabywania akcji* – wariant ten umożliwiłby objęcie instrumentów pochodnych rozliczanych w środkach pieniężnych oraz wszelkich podobnych instrumentów finansowych, które mogą powstać w przyszłości. Wariant ten uzyskał poparcie

---

<sup>11</sup> Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych

większości respondentów uczestniczących w konsultacjach jako rozwiązanie problemów opisanych powyżej. Miałby on silny pozytywny wpływ na ochronę i zaufanie inwestorów. Nowy system obowiązków informacyjnych obejmujący wszystkie rodzaje instrumentów finansowych równoważnych posiadaniu akcji mógłby spowodować wzrost kosztów organizacyjnych i kosztów przestrzegania przepisów ponoszonych przez posiadaczy instrumentów pochodnych rozliczanych w środkach pieniężnych (maksymalne szacunkowe jednorazowe koszty wynoszą od 100 000 EUR do 600 000 EUR na posiadacza instrumentów pochodnych rozliczanych w środkach pieniężnych, ale dotyczą one jedynie inwestorów, którzy posiadają znaczną ilość tych instrumentów). Niemożliwe jest oszacowanie kosztów bieżących, gdyż różniłyby się one w zależności od wzrostu w praktyce liczby ujawnianych informacji na posiadacza. W następstwie doświadczeń w Zjednoczonym Królestwie, gdzie taki system wprowadzono już w 2009 r., szacuje się jednakże, że wzrost liczby zgłoszeń byłby ograniczony.

- (3) *Podejście ograniczające: ujawnienie nie byłoby wymagane w przypadku spełniania kryteriów „bezpiecznej przystani”* – wariant ten wymagałby ujawnienia informacji na temat wszystkich instrumentów dających dostęp do związanych z nimi praw głosu, chyba że zostaną spełnione określone kryteria. Wariant ten umożliwiłby inwestorom omięcie celu obowiązku informacyjnego. Wariant ten został zatem odrzucony.

#### **5.4. Warianty polityki przewidujące wyeliminowanie rozbieżności w wymogach zawiadamiania o znaczących pakietach akcji:**

- (1) *Niepodejmowanie żadnych działań* – ten wariant nie pozwala na osiągnięcie zakładanego celu. Wariant ten został zatem odrzucony.
- (2) *Harmonizacja systemu obowiązków informacyjnych na temat znaczących pakietów praw głosu poprzez wprowadzenie wymogu konsolidacji pakietów akcji z pakietami instrumentów finansowych dających dostęp do akcji (w tym instrumentów pochodnych rozliczanych w środkach pieniężnych)* – wariant ten zharmonizowałby metodę wykorzystywaną do obliczania progów, lecz bez harmonizowania samych progów, a tym samym stworzyłby jednolite podejście, które ograniczyłoby brak pewności prawnej, poprawiłoby przejrzystość, uprościłoby inwestycje transgraniczne i zwiększyłoby atrakcyjność rynków kapitałowych UE. Szacunkowa redukcja kosztów bieżących dla inwestorów transgranicznych wynosi 77 000 EUR rocznie na podmiot. Opcja ta mogłaby jednak powodować pewne dodatkowe koszty związane z ujawnianiem dodatkowych informacji w tych państwach członkowskich, w których nie obowiązuje obecnie wymóg konsolidacji.
- (3) *Harmonizacja systemu obowiązków informacyjnych na temat znaczących pakietów praw głosu poprzez wprowadzenie trzech odrębnych systemów obowiązków informacyjnych: jednego dla pakietów lub udziałów, drugiego w odniesieniu do instrumentów finansowych dających dostęp do akcji i trzeciego dla instrumentów pochodnych rozliczanych w środkach pieniężnych* – wariant ten przyczyniłby się do stworzenia jednolitego systemu, ale może mieć negatywny wpływ na ochronę i zaufanie inwestorów. Wariant ten został zatem odrzucony.



- (4) *Harmonizacja systemu ujawniania informacji o znaczących pakietach praw głosu w drodze zharmonizowania wartości progowych powodujących obowiązek informacyjny* – wartości progowe praw głosu nie zostały uznane za najważniejszą kwestię przez większość respondentów. Ponadto wartości progowe powodujące obowiązek informacyjny wydają się trudne do ujednoczenia ze względu na zróżnicowanie liczebności grona akcjonariusz w poszczególnych państwach członkowskich. Wariant ten został zatem odrzucony.

## **6. INSTRUMENT, KTÓRY NALEŻY ZASTOSOWAĆ, I KWESTIE ZWIĄZANE Z TRANSPOZYCJĄ I PRZESTRZEGANIEM PRZEPISÓW**

Tylko wiążący instrument prawny zapewniłby stosowanie przez wszystkie państwa członkowskie tych samych ram regulacyjnych, opartych na tych samych zasadach. Dyrektywa pozwoliłaby na maksymalną harmonizację w niektórych obszarach, ale nadal pozostawiałaby państwom członkowskim możliwość uwzględnienia ich konkretnej sytuacji w innych obszarach.

Celem zapewnienia lepszego wdrażania dyrektywy oraz w następstwie komunikatu „Wzmocnienie systemów sankcji w branży usług finansowych”<sup>12</sup> konieczne jest również udoskonalenie obowiązujących zasad dotyczących sankcji.

## **7. MONITOROWANIE I OCENA**

Komisja będzie monitorować sposób wdrożenia dyrektywy przez państwa członkowskie. W razie potrzeby służby Komisji będą udzielać pomocy państwom członkowskim. Ocenę skutków zastosowania środków prawnych należy przeprowadzić po upływie sześciu lat od daty wejścia w życie środków legislacyjnych. Komisja będzie monitorować stosowanie zmienionej dyrektywy za pośrednictwem EUNGiPW oraz poprzez intensywny dialog z głównymi zainteresowanymi stronami.

---

<sup>12</sup> Komunikat z dnia 9 grudnia 2010 r.: COM(2010) 716 wersja ostateczna.