Opinia Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego w sprawie: „Integracja finansowa: europejskie rynki giełdowe"

(2008/C 162/25)

Dnia 16 stycznia 2007 r. Europejski Komitet Ekonomiczno-Społeczny postanowił, zgodnie z art. 29 ust. 2 regulaminu wewnętrznego, sporządzić opinię w sprawie:

„Integracja finansowa: europejskie rynki giełdowe".

Sekcja ds. Unii Gospodarczej i Walutowej oraz Spójności Gospodarczej i Społecznej, której powierzono przygotowanie prac Komitetu w tej sprawie, przyjęła swoją opinię 24 stycznia 2008 r. Sprawozdawcą był pan Jochen LEHNHOFF.

Na 442. sesji plenarnej w dniach 13–14 lutego 2008 r. (posiedzenie z 13 lutego) Europejski Komitet Ekonomiczno-Społeczny stosunkiem głosów 103 do 4 — 9 osób wstrzymało się od głosu — przyjął następującą opinię:

1. **Wnioski i zalecenia**

1.1 Europejski Komitet Ekonomiczno-Społeczny zaleca, by instytucje europejskie jeszcze aktywniej niż dotychczas tłumaczyły obywatelom Wspólnoty korzyści płynące z ujednolicenia ram prawnych w zakresie obrotu papierami wartościowymi. Pozwoli to przeciwdziałać wciąż rozpowszechnionemu ograniczaniu inwestycji do własnego rynku krajowego (*home bias*).

1.2 Komitet zaleca Komisji, aby w ramach zapowiadanej w białej księdze w sprawie polityki w dziedzinie usług finansowych ([1]) oceny ex post planu działania branży usług finansowych zwróciła szczególną uwagę na to, czy liczne zmiany w europejskich podstawach prawnych dotyczących giełdowych i pozagiełdowych miejsc obrotu, po ich wdrożeniu, sprzyjają stosownej integracji europejskich rynków giełdowych i ułatwiają transgraniczne inwestycje kapitałowe.

1.3 Dotyczy to przede wszystkim wpływu dyrektywy w sprawie rynków instrumentów finansowych (MiFID) ([2]), dyrektywy w sprawie prospektu emisyjnego ([3]) oraz dyrektywy w sprawie przejrzystości ([4]) w ramach planu działań dotyczącego usług finansowych, a także bieżących starań na rzecz ułatwienia transgranicznego rozrachunku transakcji w instrumentach finansowych (przede wszystkim wdrożenia samozobowiązania się operatorów infrastruktury poprzez kodeks postępowania w przypadku operacji rozrachunkowych i rozliczeniowych oraz starania Europejskiego Banku Centralnego na rzecz utworzenia jednolitej europejskiej platformy rozrachunku („Target2/Securities").

1.4 Komitet uważa za niezbędne, aby zaczekać na zakończenie tej oceny, zanim podejmie się dodatkowe lub uzupełniające kroki na rzecz zacieśniania integracji. Jeśli Komitet uzna to za konieczne, powróci do tego zagadnienia i przedstawi propozycje dotyczące dalszej integracji rynków giełdowych.

1.5 W komunikacie z 2005 r. dotyczącym polityki przemysłowej ([5]) Komisja zapowiada wdrożenie siedmiu inicjatyw międzysektorowych, przy pomocy których realizowane będą inicjatywy sektorowe. Komitet jest zdania, że do inicjatyw międzysektorowych powinno się włączyć również prawidłowo funkcjonujące rynki finansowe, dostępne dla europejskich przedsiębiorstw, zwłaszcza dla małych i średnich (MSP), po rozsądnych kosztach. Dyrektywa MiFID ma na celu poprawę funkcjonowania tych rynków. Z uwagi na skutki związane z rynkami finansowymi nieodzowne są kompleksowe rozważania na temat roli, jaka przypadnie tym rynkom finansowym we wzmacnianiu konkurencyjności europejskiej. Komitet ubolewa, że nie zainicjowano takiej debaty w ramach śródokresowego przeglądu polityki przemysłowej ([6]).

Szczególną uwagę należy zwrócić przede wszystkim na miejsca obrotu giełdowego, jako że mają one zasadnicze znaczenie dla gospodarki rynkowej. Należy przy tym śledzić głównie ruchy funduszy emitentów państwowych i papierów dłużnych krajów wschodzących bądź krajów bogatych w zasoby naturalne, zwłaszcza jeżeli udział ich inwestycji na rynkach giełdowych jest szczególnie wysoki (tak jak w przypadku giełdy londyńskiej, gdzie obecnie 48 % papierów wartościowych należy do funduszy z Dubaju i Kataru). Generalnie Komisja powinna współpracować z państwami członkowskimi i organami nadzoru w celu poprawy przejrzystości tych funduszy, zrozumienia stojących za nimi uwarunkowań i upewnienia się, że nie wchodzą tu w grę motywy polityczne. Zasadniczo EKES wzywa „Komisję do jak najszybszego przedstawienia projektu przepisów, których celem jest zwiększenie ilości informacji od inwestorów instytucjonalnych, dotyczących ich strategii w kwestii inwestycji i głosowania" ([7]).

([1]) http://ec.europa.eu/internal_market/finances/policy/index_en.htm

([2]) Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 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. U. L 145 z 30.4.2004, s. 1–44.

([3]) Dyrektywa 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 4 listopada 2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE, Dz.U. L 345 z 31.12.2003, s. 64–89.

([4]) Dyrektywa 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 15 grudnia 2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach.

([5]) COM(2005) 474 wersja ostateczna: „Wdrażanie wspólnotowego programu lizbońskiego: Ramy polityczne dla wzmocnienia przemysłu UE — w kierunku bardziej zintegrowanego podejścia do polityki przemysłowej".

([6]) COM(2007) 374 wersja ostateczna: „Przegląd śródokresowy polityki przemysłowej".

([7]) ECO/202 „Społeczno-gospodarczy wpływ trendów na rynkach finansowych" — CESE 1262/2007, Dz.U. 2008/C 10/23; INT/332 „Przegląd jednolitego rynku" — CESE 89/2007, Dz.U. 2007/C 93/06.

2. **Argumenty za opinią**

2.1 *Zadanie opracowania opinii*

2.1.1 Integracja finansowa stanowi podstawowy element europejskiej unii gospodarczo-walutowej. Od czasu wprowadzenia euro integracja europejskiego systemu finansowego stała się ważnym celem. Większość opracowań zgadza się, że integracja taka ma jednoznacznie pozytywny wpływ na europejską gospodarkę.

2.1.2 Z uwagi na znaczące korzyści, jakie europejska integracja finansowa może przynieść całej gospodarce, obecna sytuacja charakteryzująca się niewystarczającą integracją licznych segmentów rynku wymaga wytrwałego zaangażowania wszystkich uczestników na rzecz kontynuowania tego procesu aż do jego pełnego zakończenia.

2.1.3 Stworzenie zintegrowanych, konkurencyjnych i efektywnych rynków finansowych stanowi istotny aspekt rynku wewnętrznego oraz celów lizbońskich i umożliwia czerpanie pełnych korzyści w zakresie wzrostu i zatrudnienia.

2.1.4 Wszystkie ośrodki finansowe pełnią ważne ogólnogospodarcze funkcje. Z uwagi na istotną rolę, jaką giełdy odgrywają na krajowych rynkach finansowych, są one często utożsamiane z instytucjami publicznymi o znaczeniu krajowym. Europejski sektor giełdowy jest zdominowany przez tradycyjne i często krajowe podmioty. Pomimo pewnych fuzji i sojuszów giełdowych rynek ten jest nadal podzielony na tuzin różnych ośrodków finansowych. Jednak dzięki elektronizacji transakcji unika się ograniczeń i konfliktów wynikających z konkretnej lokalizacji geograficznej.

2.1.5 Integracja finansowa jest przede wszystkim procesem wynikającym z samego rynku, lecz wymaga ona również skutecznych interakcji pomiędzy siłami rynkowymi oraz działaniami organów publicznych. Władze państwowe w UE muszą również być nadal silnie zdeterminowane do wzmacniania procesu integracyjnego, co oznacza w szczególności niezłomną chęć władz krajowych i europejskich wprowadzenia ram prawno-regulacyjnych zapewniających integrację rynku wewnętrznego oraz stabilność finansową.

2.1.6 Wraz z upływem czasu wzrosło — niekiedy w spektakularny sposób — znaczenie europejskiego rynku akcji jako źródła finansowania przedsiębiorstw. Zatem dobrze rozwinięty rynek giełdowy zwiększy łączne inwestycje i obniży koszty. Rynek giełdowy może wnieść znaczący wkład w udostępnianie dodatkowych źródeł zewnętrznych. Sektor finansowy jest także istotny, ponieważ zapewnia on przydział środków umożliwiający dalszy rozwój innych gałęzi gospodarki.

2.1.7 Przeszkodę stanowią wysoce niejednorodne regulacje krajowe dotyczące rynków finansowych. Same fuzje giełd — jako strategiczne aspekty dostosowania finansowego — nie wystarczą, by spełnić wymagania harmonizacji w zakresie uregulowań.

2.1.8 W przypadku rynków papierów wartościowych, takich jak obligacje i akcje, jest niezmiernie istotne, by kontynuować integrację infrastruktury rozliczeń i rozrachunków. Wciąż wysoka jest liczba niewystarczająco powiązanych ze sobą wzajemnie systemów rozliczeń i rozrachunków.

2.1.9 W chwili, kiedy unia walutowa faktycznie sprzyja ogólnoeuropejskiej procedurze zarządzania papierami wartościowymi, kontynentalne europejskie rynki akcyjne są w paradoksalnej sytuacji, w której zlecenia są elektroniczne, a koszty transakcji pozostają wysokie. Sprzeczność ta wynika głównie z wciąż nadmiernych kosztów transakcji transgranicznych.

2.2 *Uwagi ogólne — europejskie rynki giełdowe*

2.2.1 Giełdy (papierów wartościowych) umożliwiają spotkanie podaży z popytem za pomocą instrumentów finansowych (funkcja rynkowa giełdy). Mówiąc z perspektywy inwestorów: giełda umożliwia zakup lub zbyt prawa własności do instrumentów finansowych. Z perspektywy przedsiębiorstwa, giełdy stanowią ważny warunek dla zdobycia kapitału własnego lub obcego. Tym samym giełdy są kluczowym, obok środków kredytowych pochodzących z banków, elementem finansowania przedsiębiorczości poprzez emisję instrumentów finansowych. Bez funkcjonującego handlu giełdowego wprowadzanie nowych instrumentów finansowych możliwe byłoby tylko w bardzo ograniczonym stopniu. Powstanie prawdziwego europejskiego rynku giełdowego może dać przedsiębiorstwom nowe możliwości finansowania swojej działalności gospodarczej poprzez emisję papierów wartościowych. Dotyczy to również i zwłaszcza przedsiębiorstw w państwach o dotychczas niskiej płynności obrotu giełdowego, tak że przeprowadzanie emisji z powodzeniem jest ograniczone. Ponadto europejski rynek giełdowy powinien przyczyniać się do tego, by inwestorzy rezygnowali z koncentrowania się na swoich rynkach krajowych, co wciąż jest powszechne, i mogli skorzystać ze wzrostu całego europejskiego obszaru gospodarczego.

2.2.2 Należy jednak ogólnie stwierdzić, że przedsiębiorstwa lokują tylko niewielką część swoich inwestycji (nakłady brutto na środki trwałe) na giełdzie. Także emisje akcji netto w USA wykazują spadek, a w strefie euro są one zerowe. Przyczyną nie są różnice w liczbie przedsiębiorstw notowanych na giełdzie, gdyż ta prawie się nie zmienia. Można to jednak wytłumaczyć faktem, że przedsiębiorstwa pozbywają się swoich własnych akcji poprzez odkupywanie ich, aby w ten sposób zwiększyć zyskowność akcji (EPS), która jest najważniejszym wskaźnikiem na rynkach giełdowych.

2.2.3 Aby giełdy mogły spełniać swoją funkcję publiczną, potrzebne są dwie rzeczy: musi nastąpić zawarcie transakcji (handel) oraz wymiana instrumentów finansowych i równowartości pieniężnej (rozliczenie) ([8]). Nawet jeżeli handel i rozliczenie umożliwiają działanie giełdy dopiero w połączeniu ze sobą, są one jednak odrębnymi procesami, które także z czysto faktycznego punktu widzenia odbywają się na różnych platformach

([8]) Określane również mianem „rozliczenie i rozrachunek" (clearing and settlement).

technicznych. Giełdy same organizują handel, natomiast rozliczenie następuje za pośrednictwem partnerów centralnych (CCP) oraz centralnych depozytów papierów wartościowych (CDPW). Te ostatnie pełnią funkcję centralnych depozytariuszy papierów wartościowych i zajmują się przeniesieniem własności w drodze przeksięgowania ([9]).

2.2.4 W każdym państwie członkowskim działa przynajmniej jedna giełda papierów wartościowych ([10]). Oprócz tego istnieją jeszcze alternatywne systemy obrotu (MTF — Multilateral Trading Facilities), które podobnie jak giełdy pozwalają na kojarzenie zleceń kupna i sprzedaży poprzez instrumenty finansowe, oraz „internalizatorzy", którzy zawierają umowy bezpośrednio z klientami. Rozliczeń dokonują najczęściej krajowe CDPW, które w odniesieniu do pewnych usług mają w poszczególnych państwach pozycję monopolistyczną.

2.2.5 Nie należy traktować mnogości miejsc obrotu jako wady europejskiego rynku kapitałowego. Przeciwnie: skuteczna konkurencja między miejscami obrotu powinna zgodnie z prawami rynkowymi prowadzić do mniejszych kosztów transakcji dla inwestorów. Zatem słuszne jest, że również dyrektywa w sprawie rynków instrumentów finansowych (MiFID) ([11]) dąży do wzmocnienia konkurencyjności miejsc obrotu ([12]).

2.2.6 Istnienie konkurencji między miejscami obrotu zakłada jednak, że europejskie giełdy są w ogóle w stanie faktycznie ze sobą konkurować. Przeszkodą dla konkurencyjności była dotychczas obowiązująca w wielu państwach członkowskich tzw. zasada koncentracji („concentration rule"), według której wszelkie zlecenia należy przekazywać na rynki regulowane — z reguły na giełdę lokalną. W związku z dyrektywą MiFID nie ma już możliwości takiej regulacji krajowej. W obliczu ściśle krajowej historii giełd przeszkodą dla konkurencji w Europie może być fakt, że poszczególne giełdy mogą przedstawiać jedynie ograniczoną, krajową ofertę zbywalnych instrumentów finansowych. Jeżeli np. dla niemieckiej giełdy zupełnie niemożliwe byłoby wprowadzenie do obrotu francuskich instrumentów finansowych, to niemożliwa jest również konkurencja.

2.2.7 Analiza handlu instrumentami finansowymi na wielkich europejskich giełdach pokazuje jednak, że — niezależnie od ewentualnych przeszkód prawnych — nie istnieją rzeczywiste bariery dla konkurencji między miejscami obrotu. Np. na niemieckich giełdach handluje się ponad 13 000 zagranicznych instrumentów finansowych ([13]). Chociaż nie są dostępne porównywalne dane z różnych giełd, to przykład ten jasno pokazuje, że istnieją podstawy dla skutecznej konkurencji między miejscami obrotu. Ewentualne krajowe przeszkody prawne tracą na znaczeniu wraz z realizacją planu działania w zakresie usług finansowych (FSAP). W ten sposób dyrektywa w zakresie prospektu emisyjnego umożliwia ogólnoeuropejski zbyt instrumentów finansowych za pomocą tylko jednego prospektu. Dyrektywa MiFID ujednolica nie tylko wymogi dotyczące ochrony inwestorów, lecz również zasady funkcjonowania i dokonywania transakcji na giełdach i pozagiełdowych miejscach obrotu. Wreszcie dyrektywa dotycząca przejrzystości ujednolica informacje na rynku kapitałowym. Odtąd do instytucji europejskich będzie należało zadanie dokonywania oceny konkretnych skutków nowych ram prawnych oraz korygowania niedociągnięć. Cele planu FSAP, zwłaszcza transgraniczna organizacja rynków finansowych, będą pod tym względem punktem odniesienia.

2.2.8 Można zadać pytanie, czy konkurencja między giełdami nie zagraża jakości mechanizmów kształtowania cen (a tym samym publicznej funkcji giełd) oraz czy można temu zapobiegać poprzez silne promowanie konsolidacji. Na pierwszy rzut oka wydaje się to prawdopodobne w związku z rozdrobnieniem płynności na wiele miejsc obrotu. Na podstawie dużej liczby miejsc obrotu w Europie nie można jednak wysuwać wniosków o niskiej jakości praktyk cenowych. O równowagę dbają w tym zakresie mechanizmy handlowe, takie jak transakcje arbitrażowe; ponadto od 1 listopada 2007 r. w odniesieniu do miejsc obrotu istnieją kompleksowe i ujednolicone wymogi przejrzystości przed i po transakcji (art. 27 i nast. MiFID). Mają one zapewnić porównywalność cen w różnych miejscach obrotu i w ten sposób zapobiegać opisanej wcześniej fragmentacji. Na tyle, na ile można to ocenić krótko po wdrożeniu dyrektywy MiFID w państwach członkowskich, podejście to wydaje się skuteczne. Przepływy danych z transakcji pozagiełdowych są publikowane (np. przez Project Boat — konsorcjum dziewięciu banków inwestycyjnych) i konsolidowane z danymi z giełd i z alternatywnych systemów obrotu (MTF) przez wielkie finansowe serwisy informacyjne. Dzięki temu możliwe jest wywieranie wpływu na ceny w różnych miejscach obrotu. Konsolidacja na poziomie właścicieli giełd w celu zwiększenia płynności nie jest zatem konieczna.

2.2.9 Decyzje o fuzjach lub przejęciach — jak podkreśla komisarz McCreevy — są raczej czysto ekonomicznymi decyzjami operatorów giełdy, powinny zatem następować ściśle w oparciu o rynek. Z politycznego punktu widzenia miarodajny może być jedynie fakt, czy istnieją prawne przeszkody dla fuzji lub przejęć, a jeżeli tak, to czy można je przezwyciężyć.

2.2.10 Dla fuzji lub przejęcia następującego między operatorami platform obrotu nie istnieją przy tym żadne inne przeszkody prawne niż dla pozostałych fuzji i przejęć przedsiębiorstw. Obecne przykłady, takie jak planowane przejęcie Borsa Italiana przez giełdę londyńską oraz fuzja giełdy nowojorskiej z Euronextem, ukazują to nawet poza europejskim obszarem prawnym.

2.2.11 Utworzenie wspólnej, obejmującej całą Europę platformy obrotu może jednak nieść ze sobą szczególne problemy prawne. Wśród przeszkód wymienia się różnice w wymogach

([9]) Ponadto wykonują inne zadania związane z przechowywaniem papierów wartościowych, np. operacje na papierach wartościowych (ang. *corporate actions*).

([10]) Wykaz poszczególnych giełd znajduje się w zestawieniu rynków regulowanych Komisji (Dz.U. C 38 z 22.2.2007).

([11]) Dyrektywa 2004/39/WE (Dz.U. L 145 z 30.4.2004, s. 1).

([12]) Por. motyw 34 oraz przepisy art. 27 i nast. MiFID dotyczące przejrzystości rynku.

([13]) Źródło: Deutsche Börse Info Operation, Total Turnover Foreign Shares, marzec 2007 r. www.deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/notes-content/gdb_navigation/listing/50_Reports_and_Statistics/60_Order_Book_Statistics/INTEGRATE/statistic?notesDoc=/maincontent/Monatsstatistik+auslaendischer+Aktien&expand=1

dopuszczenia do obrotu i praktykach handlowych, w założeniach podatkowych oraz w sprawozdawczości rachunkowej ([14]). Gruntowna analiza znaczenia tych barier — zwłaszcza po uchwaleniu dyrektywy MiFID i dyrektywy dotyczącej prospektu emisyjnego — jeszcze nie nastąpiła. Pojawiają się jednak słuszne wątpliwości, czy przeszkody te są rzeczywiście tak poważne, aby w praktyce nie dało się ich przezwyciężyć. Przeciwko temu przemawia np. udane połączenie giełd w Amsterdamie, Brukseli, Paryżu i Lizbonie w jedną platformę obrotu giełdowego, Euronext czy połączenie się giełd krajów bałtyckich i skandynawskich w giełdę OMX Nordic. Ponadto krótko po uchwaleniu dyrektywy w sprawie rynków instrumentów finansowych widoczne jest już, że w przyszłości giełdy będą we wzmożony sposób konkurować z alternatywnymi systemami obrotu, które mogą działać we wszystkich państwach członkowskich na podstawie europejskiego paszportu. Jako przykład mogą służyć inicjatywa „Turquaise", prowadzona przez siedem banków inwestycyjnych oraz platforma Chi-X uruchomiona w marcu 2007 r. w Londynie przez Chi-X Europe Limited. Wynika z tego, że większa integracja europejskich rynków giełdowych jest nie tylko możliwa, ale wręcz powinna nastąpić w najbliższej przyszłości ([15]).

2.2.12 Jednak promowanie integracji rynków giełdowych nie należy rozumieć jako wezwania do koncentracji miejsc obrotu i rozliczeń w ramach jednej komercyjnej platformy paneuropejskiej. Nie należy zapominać, że zarówno nowe pozagiełdowe platformy obrotu, jak i uznane giełdy są przedsiębiorstwami nastawionymi na zysk. Monopolizacja spowodowałaby pogorszenie warunków dla emitentów i inwestorów ([16]).

2.2.13 Komitet zaleca instytucjom europejskim, by w przypadku, gdyby koncentracja giełd miała prowadzić do wyraźnego utrudnienia dostępu dla małych i średnich przedsiębiorstw z danego regionu, zbadały alternatywne rozwiązania dla promowania integracji poprzez konkurencję. Warto wziąć pod uwagę, że małym i średnim przedsiębiorstwom często łatwiej jest wejść na giełdę regionalną niż na dużą giełdę europejską, ponieważ dzięki powiązaniom lokalnym możliwy jest na takiej giełdzie bliższy kontakt z inwestorami z regionu. Dlatego też powinno się dokładnie przeanalizować, czy oczekiwane faktyczne zmiany nie spowodują utrudnienia w dostępie do giełd dla małych i średnich przedsiębiorstw. Jeżeli miałoby to nastąpić, można rozważyć rozwiązanie polegające na utworzeniu jednej lub kilku giełd niepublicznych ukierunkowanych na interesy małych i średnich przedsiębiorstw.

3. **Uwagi szczegółowe — rozliczenia i rozrachunki na rynkach giełdowych**

3.1 Zasadniczej przeszkody w podnoszeniu efektywności europejskiej struktury giełdowej nie należy jednak upatrywać w tradycyjnie regionalnym ukierunkowaniu giełd, ile w różnych systemach rozliczeń funkcjonujących w Europie. Systemy te są w przeważającej mierze fragmentaryczne w swym wymiarze krajowym, co utrudnia i podraża rozliczanie transakcji giełdowych poza granicami kraju. (Niemniej systemy rozliczeń dla czysto krajowych transakcji papierami wartościowymi oferują często skuteczniejsze i tańsze rozwiązania, których w ramach wysiłków konsolidacyjnych nie wolno zaprzepaścić.) Przezwyciężenie fragmentacji jest już celem szeregu ważnych inicjatyw, które dążą do zwiększenia efektywności europejskich struktur rozliczeniowych.

3.2 W sprawozdaniach Giovanniniego ([17]) zidentyfikowano i przeanalizowano przeszkody w efektywnym rozrachunku transakcji giełdowych. Z powyższych sprawozdań wynika, że krajowe różnice występują w szczególności w odniesieniu do *norm technicznych i zwyczajów rynkowych*, a także w zakresie krajowych *przepisów podatkowych i prawnych* ([18]). Obecnie operatorzy infrastruktury i uczestnicy rynku (przede wszystkim banki), przy koordynacji ze strony grupy ekspertów ds. doradztwa i monitoringu w zakresie rozliczeń i rozrachunków (CESAME), poszukują rozwiązań dla pierwszej wspomnianej kwestii ([19]). Wprowadzono już w dużej mierze ujednolicenia, takie jak dni wolne, w których systemy rozliczeń są zamknięte, trwają prace nad innymi ujednoliceniami, takimi jak realizacja „corporate actions".

3.3 Ponadto, o ile powiedzie się aktualna inicjatywa dotycząca stworzenia ogólnoeuropejskiej platformy rozrachunku transakcji w obrocie papierami wartościowymi, nastąpi daleko idąca harmonizacja standardów technicznych i praktyk rynkowych. W lipcu 2006 r. Europejski Bank Centralny (EBC) i krajowe banki centralne państw strefy euro przedstawiły projekt jednolitej europejskiej platformy rozliczeń transakcji w papierach wartościowych ([20]). Z uwagi na powiązanie techniczne z istniejącą już ogólnoeuropejską platformą płatniczą „Target" określa się ją jako „Target2/Securities". W styczniu 2007 r. Europejski Bank Centralny opublikował w ramach uzupełnienia pierwsze opracowania na temat ekonomicznych, prawnych i technicznych skutków planowanej platformy ([21]). Obecnie wspólnie z użytkownikami opracowywane są wymogi techniczne dla takiego systemu ([22]).

3.4 System Target2/Securities ma zgodnie z wyobrażeniami EBC objąć w przyszłości wszystkie transakcje na papierach wartościowych, które rozlicza się przy użyciu pieniądza banku centralnego. Planowana platforma ma być zasadniczo w jednolity sposób dostępna w całej Europie i ma poprzez to znacznie ułatwić zwłaszcza transgraniczny rozrachunek papierów wartościowych.

3.5 W przypadku powodzenia „Target2/Securities" usunąłby występujące w Europie istotne bariery w transgranicznym rozliczaniu papierów wartościowych przy użyciu pieniądza banku centralnego. Tym sposobem przy założeniu różnych czynników mają zostać osiągnięte również istotne korzyści kosztowe dla uczestników transakcji na papierach wartościowych.

([14]) McAndrew/Stefanadis, „Aktualne zagadnienia dotyczące gospodarki i finansów" (ang. *Current Issues in Economics and Finance*, Federalny Bank Rezerw w Nowym Jorku), czerwiec 2002 r., 1, 3 i nast.

([15]) Patrz także: Biuletyn miesięczny EBC, listopad 2007, 67, 77 nn.

([16]) Patrz także: Biuletyn miesięczny EBC, listopad 2007, 67, 77 nn.

([17]) Por. http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/giovannini/clearing1101_en.pdf

([18]) Istotne znaczenie dla realizacji transakcji mają krajowe przepisy dotyczące przejścia własności, księgowania papierów wartościowych (ustawa o przechowywaniu i nabywaniu papierów wartościowych) oraz prawo upadłościowe.

([19]) Por.http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/cesame_en.htm

([20]) Por. http://www.ecb.int/paym/market/secmar/integr/html/index.en.html

([21]) Por. http://www.ecb.int/paym/market/secmar/integr/html/index.en.html

([22]) Obszerne materiały dotyczące tej kwestii znajdują się na stronie internetowej Europejskiego Banku Centralnego (www.ecb.int).

3.6 Przyjmując kodeks postępowania europejskie centralne depozyty papierów wartościowych (CDPW), partnerzy centralni (CCP) i giełdy zobowiązały się ponadto wobec Komisji Europejskiej do podjęcia szeregu działań ([23]). Ma to służyć zwłaszcza zwiększeniu efektywności i interoperacyjności operatorów infrastruktury. Powyższe działania mają doprowadzić do obniżenia kosztów transgranicznego europejskiego rozliczania transakcji. Już na początku 2007 r. wdrożono pierwsze elementy tego zobowiązania. Poprzez opublikowanie i ujednolicenie cenników poprawiono przejrzystość cenową, co umożliwia użytkownikom łatwiejsze porównywanie cen. Operatorzy infrastruktury zobowiązali się ponadto do poprawy dostępu do swoich systemów oraz ich interoperacyjności. Wytyczne opublikowane pod koniec czerwca 2007 r. konkretyzują to zobowiązanie, umożliwiając efektywne połączenie systemów w sieć. W związku z bardzo pozytywną oceną dotychczasowego kształtowania kodeksu postępowania i jego stosowaniem w praktyce — dokonaną przez komisarza McCreeviego w dniu 10 lipca 2007 r. podczas wystąpienia w Parlamencie Europejskim — wydaje się, że wkroczono na odpowiednią dla tego trudnego zadania drogę wspierania niedrogiego ogólnoeuropejskiego rozliczania transakcji na papierach wartościowych.

3.7 Z politycznego punktu widzenia nie ma obecnie potrzeby podejmowania działań na rzecz konsolidacji rynków giełdowych wykraczających poza opisane inicjatywy. Należy najpierw odczekać do momentu zakończenia różnych projektów ułatwiających konsolidację giełd europejskich — przede wszystkim w zakresie rozliczania transakcji na instrumentach finansowych — a następnie przeanalizować rezultaty tych projektów. W przypadku gdyby projekty te się nie powiodły lub nie doprowadziły do zwiększenia efektywności europejskiego handlu giełdowego, należałby zastanowić się, czy w takiej sytuacji kolejne przepisy regulacyjne nie mogłyby zapewnić odpowiedniej poprawy.

Bruksela, 13 lutego 2008 r.

Przewodniczący
Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego
Dimitris DIMITRIADIS

([23]) Por. http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/communication_de.htm#code