



KOMISJA EUROPEJSKA

Bruksela, dnia 7.3.2012 r.
SWD(2012) 23 final

DOKUMENT ROBOCZY SŁUŻB KOMISJI

STRESZCZENIE OCENY SKUTKÓW

Towarzyszący dokumentowi:

wniosek dotyczący rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady

w sprawie usprawnienia rozrachunku papierów wartościowych w Unii Europejskiej i w sprawie centralnych depozytów papierów wartościowych (CDPW) oraz zmieniającego dyrektywę 98/26/WE

{COM(2012) 73 final}

{SWD(2012) 22 final}

DOKUMENT ROBOCZY SŁUŻB KOMISJI

STRESZCZENIE OCENY SKUTKÓW

Towarzyszący dokumentowi:

wniosek dotyczący rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady

w sprawie usprawnienia rozrachunku papierów wartościowych w Unii Europejskiej i w sprawie centralnych depozytów papierów wartościowych (CDPW) oraz zmieniającego dyrektywę 98/26/WE

Wprowadzenie

Po każdej transakcji na rynku regulowanym lub poza nim, której przedmiotem są papiery wartościowe, mają miejsce procesy potransakcyjne, które ostatecznie prowadzą do rozrachunku tej transakcji polegającego na dostawie papierów wartościowych w zamian za środki pieniężne. Procesy te są zazwyczaj realizowane przez tzw. „infrastruktury potransakcyjne”, obejmujące m.in. partnerów centralnych w przypadku *rozliczenia* oraz centralne depozyty papierów wartościowych (CDPW) w przypadku *rozrachunku*.

CDPW odgrywają istotną rolę w obszarze procesów potransakcyjnych, zapewniając zasadniczo funkcje rejestracji, przechowywania i rozrachunku papierów wartościowych – tę ostatnią poprzez prowadzenie systemów rozrachunku papierów wartościowych. CDPW odgrywają również kluczową rolę na rynku zabezpieczeń, szczególnie na potrzeby polityki pieniężnej – niemal wszystkie zabezpieczenia uznawane do celów operacji polityki pieniężnej w UE, a w szczególności w strefie euro, przechodzą przez systemy rozrachunku papierów wartościowych. Systemy rozrachunku papierów wartościowych w UE dokonały w 2010 r. rozrachunku transakcji o wartości około 920 bln EUR i na koniec 2010 r. posiadały papiery wartościowe o wartości prawie 39 bln EUR.

CDPW mają zatem *znaczenie systemowe* dla rynków, na których działają, i stają się w coraz większym stopniu wzajemnie powiązane w wyniku rozwoju transakcji transgranicznych w Europie – według niektórych szacunków obrót transgraniczny stanowi około jednej trzeciej wszystkich transakcji na papierach wartościowych na rynku europejskim. Te wzajemne powiązania między CDPW, a także ogólnie między różnymi procesami potransakcyjnymi, nasila się jeszcze bardziej wraz z wprowadzeniem platformy Target2 Securities (T2S) – projektu zainicjowanego przez Eurosystem w celu stworzenia wspólnej platformy rozrachunku papierów wartościowych w Europie – której uruchomienie przewidziano na 2015 r.

Unijny rynek usług CDPW jest bardzo rozdrobniony – działa na nim ponad 30 CDPW oraz dwa CDPW o charakterze międzynarodowym: Clearstream Banking Luxembourg i Euroclear Bank. Dla porównania, cały rynek papierów wartościowych w USA obsługują zaledwie dwa podmioty – DTC i FedWire.

Mandat polityczny i konsultacje z zainteresowanymi stronami

Służby Komisji Europejskiej zajmują się kwestią procesów potransakcyjnych od ponad 10 lat. Prace te zostały zatwierdzone rezolucją Parlamentu Europejskiego z 2003 r. dotyczącą przeprowadzenia przez Komisję konsultacji w zakresie rozliczenia i rozrachunku papierów wartościowych, a następnie przedstawione w komunikacie Komisji do Rady i Parlamentu Europejskiego z 2004 r. dotyczącym rozliczenia i rozrachunku w UE.

Ostatnio poparcie polityczne wyrażono:

- we wspólnym piśmie z dnia 8 czerwca 2010 r., w którym kanclerz Niemiec Angela Merkel oraz prezydent Francji Nicolas Sarkozy zwrócili się do przewodniczącego KE o rozważenie możliwości harmonizacji cyklów rozrachunkowych w Europie;
- podczas obrad Rady ECOFIN w dniu 2 grudnia 2008 r., w trakcie których podkreślono potrzebę wzmocnienia bezpieczeństwa i solidności systemów rozrachunku papierów wartościowych i uzgodniono konieczność uchwalenia przepisów unijnych w celu zlikwidowania barier prawnych dotyczących procesów potransakcyjnych, w tym przeszkód w dostępie do CDPW.

Również na szczeblu międzynarodowym osiągnięto porozumienie co do tego, że niezbędne są odpowiednie standardy dla CDPW:

- Już w 2001 r. międzynarodowe gremia regulacyjne w dziedzinie bankowości i papierów wartościowych (Komitet ds. Systemów Płatności i Rozrachunku (CPSS) i Międzynarodowa Organizacja Komisji Papierów Wartościowych (IOSCO)) przyjęły zalecenia dotyczące systemów rozrachunku papierów wartościowych. W roku 2009 zostały one przyjęte – z dostosowaniami – jako niewiążące wytyczne przez europejskie organy regulacyjne (ESBC-CESR);
- W październiku 2010 r. Rada Stabilności Finansowej ponownie wezwała do przyjęcia nowoczesnych standardów zapewniających większą solidność podstawowych infrastruktur rynkowych, w tym CDPW, oraz zwróciła się o przegląd i wzmocnienie obowiązujących już standardów.

Służby Komisji przeprowadziły szerokie konsultacje z zainteresowanymi stronami, w tym organami regulacyjnymi oraz CDPW i ich klientami. Konsultacje społeczne trwały od 13 stycznia do 1 marca 2011 r. i otrzymano w ich trakcie 101 odpowiedzi.

Przegląd zagadnień

W skali krajowej CDPW działają na ogół bezpiecznie i wydajnie, jednak na poziomie *transgranicznym* współpraca i komunikacja między krajowymi systemami potransakcyjnymi jest mniej wydajna i bezpieczna; oznacza to, że inwestorzy narażeni są na wyższe koszty i większe ryzyko w przypadku dokonywania inwestycji transgranicznych. Koszty rozrachunku transakcji transgranicznej mogą być na przykład nawet czterokrotnie wyższe niż w przypadku rozrachunku wewnątrz krajowego.

W sprawozdaniu z oceny skutków wskazano trzy główne kwestie problematyczne: wyższe *ryzyko* i wyższe *koszty* w przypadku rozrachunku transgranicznego oraz *nierówne warunki konkurencji* w obszarze usług świadczonych przez CDPW. Źródłem tych problemów jest szereg czynników opisanych poniżej.

Różne praktyki rynkowe jeśli chodzi o organizację rozrachunku

a) Różne praktyki w zakresie dyscypliny rozrachunku

Na poszczególnych rynkach w UE istnieją różne praktyki jeśli chodzi o stosowanie rozmaitych środków służących zapewnieniu dyscypliny rozrachunku, takich jak wspieranie wczesnego rozrachunku, monitorowanie przypadków nieprzeprowadzenia rozrachunku, zachęty dla terminowego rozrachunku, systemy kar czy obowiązek przeprowadzenia zakupu na otwartym rynku. Prowadzi to do rosnącej liczby przypadków *nieprzeprowadzenia rozrachunku* w odniesieniu do transakcji transgranicznych i sprzyja *arbitrażowi regulacyjnemu* (zwłaszcza w warunkach konkurencji po uruchomieniu platformy T2S).

Różne są również definicje nieprzeprowadzenia rozrachunku, co zwłaszcza w środowisku transgranicznym negatywnie wpływa na możliwości uczestnika rynku, CDPW lub organu regulacyjnego w zakresie rozpoznania obszarów ryzyka, określenia środków służących jego ograniczeniu i podjęcia odpowiednich działań.

Branża podjęła inicjatywy na rzecz harmonizacji niektórych z powyższych praktyk rynkowych, ale odnotowano jedynie powolny postęp. Również zalecenia ESBC-CESR zawierają pewne zasady dotyczące dyscypliny rozrachunku, jednak w przypadku zdecydowanej większości z tych środków nie istnieją plany wdrożenia.

b) Odmienne cykle rozrachunkowe

Rozrachunek większości transakcji na papierach wartościowych nie następuje natychmiast, ale zazwyczaj kilka dni po dacie zawarcia transakcji. W przypadku większości papierów wartościowych w Europie rozrachunku dokonuje się w dniu T+3 lub T+2, czyli trzeciego lub drugiego dnia po dacie zawarcia transakcji. W przypadku transakcji transgranicznych odmienne cykle rozrachunkowe prowadzą do szeregu problemów: a) dodatkowego *ryzyka* operacyjnego; b) wyższych *kosztów* finansowania, na przykład dla inwestorów kupujących papiery wartościowe na rynku działającym w cyklu T+2 i sprzedających je na rynku działającym w cyklu T+3; oraz c) *zakłóceń w obszarze działań korporacyjnych* w związku z brakiem pewności, którzy inwestorzy są uprawnieni do otrzymania dywidendy. Dłuższe cykle rozrachunkowe prowadzą do niepewności oraz zwiększają ryzyko kontrahenta dla inwestorów.

Z inicjatywy branży w 2009 r. powstała grupa robocza ds. harmonizacji cykli rozrachunkowych działająca pod przewodnictwem służb Komisji, celem oceny potrzeby harmonizacji oraz jej preferowanych wariantów. Grupa zaleciła harmonizację cykli rozrachunkowych na dzień T+2.

Różne przepisy obowiązujące CDPW

Działalność CDPW w Unii Europejskiej podlega regulacjom na szczeblu krajowym, a państwa członkowskie przyjęły w tym względzie różne rozwiązania. Na przykład w niektórych krajach CDPW nie mogą prowadzić działalności bankowej, podczas gdy w innych mogą świadczyć niektóre usługi bankowe, co oznacza dodatkowe ryzyko dla prowadzonego przez nie rozrachunku.

Zalecenia ESBC-CESR oferują organom regulacyjnym wytyczne na potrzeby oceny bezpieczeństwa, solidności i wydajności CDPW, jednak mają one charakter ogólny i nie są wiążące.

Odmienne przepisy, w połączeniu z opisanymi poniżej barierami w dostępie, prowadzą do *fragmentacji* rynku procesów potransakcyjnych w UE. Na skutek tej fragmentacji transgraniczny rozrachunek transakcji opiera się na złożonych łańcuchach posiadania papierów wartościowych, co ma negatywne konsekwencje dla *bezpieczeństwa* i *wydajności* tych transakcji. Niska wydajność przekłada się na wyższe koszty rozrachunku transgranicznego w porównaniu z rozrachunkiem krajowym, jak również na wyższe koszty operacyjne i koszty finansowania dla inwestorów, którzy nie mają możliwości ulokowania swoich aktywów w jednej puli płynności.

Różne przepisy i bariery w dostępie przyczyniają się również do *wirtualnych pozycji monopolistycznych*, którymi krajowe CDPW dysponują przynajmniej w odniesieniu do niektórych usług i rodzajów papierów wartościowych, takich jak usługa notarialna w przypadku akcji.

Bariery w dostępie do CDPW

a) Dostęp emitentów do CDPW

W wielu państwach członkowskich swoboda wyboru przez emitenta CDPW jest nadal ograniczona, szczególnie w przypadku akcji. Ograniczenia te przyczyniają się do *braku konkurencji* między CDPW oraz do *fragmentacji* rynku UE, co wiąże się z wszystkimi opisanymi wyżej konsekwencjami.

b) Wzajemny dostęp między CDPW oraz między CDPW a innymi infrastrukturami rynkowymi

W otoczeniu o coraz bardziej transgranicznym charakterze CDPW oraz inne infrastruktury rynkowe (takie jak systemy obrotu i partnerzy centralni) muszą dysponować wzajemnym dostępem do swoich usług, tak aby konkurencja mogła być prowadzona na równych warunkach. Tego rodzaju praw dostępu nie gwarantuje ani prawodawstwo unijne, ani przepisy krajowe.

Europejskie stowarzyszenia CDPW, giełd papierów wartościowych i partnerów centralnych podpisały w 2006 r. kodeks postępowania, w którym określono pewne ogólne zasady w tym względzie, obowiązujące jednak na zasadzie dobrowolnego sam zobowiązania i tylko w stosunku do akcji.

Prawo Unii Europejskiej do podjęcia działań

Z punktu widzenia zasady pomocniczości podjęcie działań przez UE wydaje się właściwe z następujących względów:

- Opisane wyżej problemy dotyczą zasadniczo kwestii transgranicznych. W związku z tym skuteczność środków zaradczych wdrażanych autonomicznie i w nieskoordynowany sposób przez poszczególne państwa członkowskie byłaby prawdopodobnie bardzo niska w kontekście transgranicznym.
- Systemowy charakter CDPW i ich rosnące wzajemne powiązania w Europie wymagają podjęcia skoordynowanych działań.
- Niektóre aspekty wskazanych problemów są już objęte obowiązującym prawem *wspólnotowym*, w szczególności dyrektywą w sprawie uzgodnień dotyczących

zabezpieczeń finansowych, dyrektywą w sprawie zamknięcia rozliczeń, dyrektywą w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz dyrektywami w sprawie wymogów kapitałowych. Każdy nowy wniosek legislacyjny musiałby być idealnie dopasowany do tych obowiązujących przepisów UE, co najłatwiej osiągnąć w drodze wspólnego działania.

Cele

Celem oceny skutków jest analiza możliwości znalezienia na szczeblu UE rozwiązań dla problemów przedstawionych powyżej. Cele strategiczne obejmują zwiększenie bezpieczeństwa, wydajności oraz równych warunków konkurencji dla transgranicznych usług świadczonych przez CDPW. W sprawozdaniu określono również konkretne cele operacyjne:

- 1) wzmocnienie warunków ramowych rozrachunku poprzez (1.1) poprawę dyscypliny rozrachunków transgranicznych oraz (1.2) harmonizację cykli rozrachunkowych;
- 2) wprowadzenie w całej Unii spójnych przepisów dla CDPW poprzez harmonizację: (2.1) ogólnych zasad udzielania zezwoleń, (2.2) zasad ostrożnościowych i organizacyjnych oraz (2.3) systemów udzielania zezwoleń CDPW i nadzoru nad nimi;
- 3) usunięcie barier w dostępie do CDPW i przez CDPW – dotyczy to zarówno (3.1) dostępu emitentów do CDPW, jak i (3.2) wzajemnego dostępu między CDPW oraz między CDPW i innymi infrastrukturami rynkowymi.

Warianty polityki i dostępne instrumenty

Dla każdego celu operacyjnego w ocenie skutków przedstawiono i przeanalizowano szereg wariantów polityki i porównano je z wariantem polegającym na zachowaniu *status quo*.

(1.1) W odniesieniu do dyscypliny rozrachunków transgranicznych rozpatrzono następujące warianty: podjęcie dodatkowych zobowiązań przez branżę, wprowadzenie wspólnych zasad rozrachunku, nałożenie wymogu stosowania standardowych procedur zapewnienia dyscypliny rozrachunku lub wprowadzenie środków obejmujących cały łańcuch operacji związanych z zawarciem transakcji i operacji potransakcyjnych. Zdecydowano się na wariant polegający na wprowadzeniu wiążących wspólnych zasad na poziomie UE, gdyż służy on zwiększeniu standaryzacji i bezpieczeństwa, a jednocześnie umożliwia innowacje i elastyczność w zmieniającym się otoczeniu rynkowym. Jest to również wariant preferowany przez grupę roboczą ds. harmonizacji cykli rozrachunkowych.

(1.2) Jeśli chodzi o cykle rozrachunkowe, rozważano warianty T+1, T+2 i T+3. Zgodnie z konkluzjami grupy roboczej ds. harmonizacji cykli rozrachunkowych, wariant T+2 wydaje się mieć najwięcej zalet, gdyż prowadzi on do ograniczenia ryzyka kontrahenta i wymogów dotyczących zabezpieczeń, a także stanowi zachętę do dalszej automatyzacji. Korzyści te mają trwały charakter, podczas gdy koszty wdrożenia są ponoszone przez uczestników rynku jednorazowo i są tylko nieznacznie wyższe niż w przypadku harmonizacji na dzień T+3.

(2.1) Jeśli chodzi o wybór ogólnych zasad udzielania zezwoleń, w sprawozdaniu porównano wariant wzajemnego uznawania usług CDPW w całej UE z wariantem unijnego zezwolenia (i paszportu). Zezwolenie (i paszport) UE uznano za najlepszy sposób osiągnięcia równych warunków konkurencji między CDPW. Jest to zgodne z opinią zdecydowanej większości respondentów konsultacji społecznych, aczkolwiek ich poglądy są rozbieżne jeśli chodzi o

zakres zezwolenia, a w szczególności to, czy takie zezwolenie powinno obejmować usługi bankowe, w przypadku których CDPW przejmują zasadnicze ryzyko.

W odniesieniu do tych usług bankowych w sprawozdaniu dokonano porównania między modelem zintegrowanym, w ramach którego CDPW świadczący określone usługi bankowe podlega bardziej surowym wymogom niż wynikające z dyrektywy w sprawie wymogów kapitałowych (na przykład w postaci pełnego zabezpieczenia kredytu), oraz modelem opartym na podziale, w ramach którego tego rodzaju usługi bankowe są świadczone przez odrębną instytucję kredytową, która nie podlega ograniczeniom jeśli chodzi o zakres działalności, ale podlega takim samym wymogom w zakresie nadzoru ostrożnościowego w odniesieniu do tych usług. Zdecydowano się na model oparty na podziale, gdyż umożliwia on ograniczenie przenoszenia ryzyka z działalności bankowej na inne obszary działalności CDPW i tym samym zapewnia niski profil ryzyka, który jest bardziej odpowiedni dla infrastruktury o tym znaczeniu systemowym. Te istotne korzyści wydają się przeważać nad kosztami wdrożenia tego wariantu, które obejmują zasadniczo koszty prawne i transakcyjne związane z ustanowieniem odrębnej osoby prawnej i ponownym wynegocjowaniem obowiązujących umów.

(2.2) Jeśli chodzi o zasady ostrożnościowe, w sprawozdaniu rozpatrzono dwa główne warianty ich wprowadzenia: poprzez wprowadzenie wspólnych zasad do prawodawstwa UE, przy czym szczegółowe standardy techniczne miałyby zostać opracowane przez EUNGiPW we współpracy z ESBC, lub poprzez ustanowienie szczegółowych wspólnych przepisów prawnych. Zgodnie z opiniami zainteresowanych stron zdecydowano się na pierwszy z tych wariantów, gdyż umożliwia on: a) elastyczność w dostosowaniu szczegółowych przepisów do warunków rynkowych; b) lepsze dostosowanie do standardów międzynarodowych; oraz c) włączenie ESBC w proces ustanawiania tych środków – co jest ważne z punktu widzenia zarządzania obciążeniami administracyjnymi CDPW, gdyż prowadzone przez nie systemy rozrachunku są nadzorowane przez banki centralne.

(2.3) Jeśli chodzi o systemy udzielania zezwoleń CDPW i nadzoru nad nimi, w sprawozdaniu przeanalizowano kilka wariantów: krajowe zezwolenia dla CDPW i krajowy nadzór nad CDPW, w stosownych przypadkach z udziałem organów innych państw członkowskich, krajowe zezwolenia dla CDPW i krajowy nadzór nad CDPW z udziałem EUNGiPW, połączenie obu tych wariantów lub udzielanie zezwoleń i nadzór przez EUNGiPW. Zdecydowano się na wariant obejmujący połączenie krajowych zezwoleń dla CDPW i krajowego nadzoru nad CDPW z udziałem organów innych państw członkowskich i EUNGiPW, gdyż umożliwi on organom na bezpośredni udział w procesach udzielania zezwoleń CDPW prowadzącym działalność transgraniczną i sprawowania nadzoru nad CDPW prowadzącymi działalność transgraniczną w sposób na tyle elastyczny, że nie będzie on prowadził do zbędnych obciążeń administracyjnych dla mniejszych CDPW, przy jednoczesnym zapewnieniu pewnej standaryzacji tej współpracy w odniesieniu do większych CDPW.

(3.1) Przyznanie emitentom prawa do emisji papierów wartościowych za pośrednictwem wybranego przez siebie CDPW przyczyni się do dalszego otwarcia rynku osiągniętego dzięki wprowadzeniu unijnego zezwolenia. Zostanie to wzmocnione przez obowiązek emisji papierów wartościowych w formie zapisu księgowego, co powinno również zwiększyć wydajność rozrachunku i ułatwić skrócenie cykli rozrachunkowych, gdyż papiery wartościowe rejestrowane w formie zapisu księgowego są dużo łatwiejsze do dostarczania niż papiery wartościowe w postaci fizycznej. Skutki dla tych nielicznych rynków, które nadal stosują papiery wartościowe w postaci fizycznej, mogą zostać złagodzone poprzez

ustanowienie takiego terminu wdrożenia, który pozwoli tym rynkom na dokonanie niezbędnych dostosowań.

(3.2) Wzajemne prawa dostępu między CDPW oraz między CDPW i innymi infrastrukturami rynkowymi są również istotne i muszą towarzyszyć zezwoleniu unijnemu.

Wiele z przedstawionych wariantów polityki jest ze sobą powiązanych. Połączenie tych środków powinno prowadzić do:

- w krótkim okresie – zwiększonej konkurencji między CDPW, przy prawdopodobnie pozytywnych skutkach w kategoriach jakości i cen usług transgranicznych. Mogłoby to przynieść bezpośrednie korzyści emitentom, ale przełożenie zmian w opłatach CDPW na niższe koszty dla inwestorów może nastąpić jedynie wówczas, gdy nasilona konkurencja nie doprowadzi w krótkim okresie do większej fragmentacji;
- w perspektywie średnio- i długookresowej – większej konsolidacji rynku i zmniejszenia fragmentacji (krótsze transgraniczne łańcuchy posiadania papierów wartościowych), z korzyściami w kategoriach niższego ryzyka i niższych kosztów rozrachunku transgranicznego. Może się to przełożyć na niższe koszty dla inwestorów wzdłuż całego łańcucha procesów potransakcyjnych;
- w ogólnym ujęciu – proponowane warianty polityki mogą ułatwić emitentom pozyskiwanie kapitału a inwestorom lokowanie środków w bardziej bezpieczny i oszczędny sposób, przy szerszych korzyściach dla całej gospodarki.

Skwantyfikowanie tych korzyści nie jest łatwe. Projekt dokumentu roboczego służb Komisji z 2006 r. dotyczącego procesów potransakcyjnych zawierał pewne szacunki oparte na różnicach kosztów między transakcjami transgranicznymi i krajowymi oraz między transakcjami w Europie i w USA (zaczerpniętymi z dostępnych wówczas analiz, zawierających dane z lat 2001-2004):

- między 2 mld EUR a 5 mld EUR łącznych nadmiernych kosztów potransakcyjnych dla inwestorów;
- około 700 mln EUR dodatkowej redukcji kosztów dzięki konsolidacji rynku.

Powyższe liczby stanowią wskazówkę co do ogólnej skali oszczędności, ale na dzień dzisiejszy prawdopodobnie zawyżają potencjalne korzyści odpowiedniego prawodawstwa, gdyż w międzyczasie zmniejszyły się różnice między kosztami transakcji transgranicznych i krajowych, a do dalszego zmniejszenia tych kosztów powinno się również przyczynić uruchomienie platformy T2S.

W świetle preferowanych wariantów oraz konieczności zapewnienia jednolitego stosowania ram prawnych w całej UE, za instrument prawny najbardziej sprzyjający osiągnięciu założonych celów uznano rozporządzenie.

Monitorowanie i ocena

W obliczu zmieniających się warunków rynkowych ocena ex-post każdej wdrożonej polityki stanowi dla Komisji zadanie priorytetowe. W ramach tej oceny nastąpi w szczególności sprawdzenie, czy zastosowane środki są w dalszym ciągu skuteczne i wydajne w świetle

przedstawionych wyżej celów. W sprawozdaniu zaproponowano ramy monitorowania i oceny, które będą stanowiły połączenie regularnego monitorowania przez EUNGiPW, badań przeprowadzanych przez branżę oraz analiz zewnętrznych. W sprawozdaniu proponuje się również monitorowanie innych obszarów, w których stwierdzono problemy, ale nie zaproponowano podjęcia działań przez UE, takich jak internalizacja rozrachunku poza uznanymi i zgłoszonymi systemami rozrachunku.