

## Stanovisko Európskeho hospodárskeho a sociálneho výboru na tému „Finančná integrácia: európske burzové trhy“

(2008/C 162/25)

Európsky hospodársky a sociálny výbor sa 16. januára 2007 rozhodol podľa článku 29 ods. 2 vnútorného poriadku vypracovať stanovisko na tému

„Finančná integrácia: európske burzové trhy“.

Odborná sekcia pre hospodársku a menovú úniu, hospodársku a sociálnu súdržnosť, ktorá bola poverená vypracovaním návrhu stanoviska výboru v danej veci, prijala svoje stanovisko 24. januára 2008. Spravodajcom bol pán LEHNHOFF.

Európsky hospodársky a sociálny výbor na svojom 442. plenárnom zasadnutí 13. a 14. februára 2008 (schôdza z 13. februára 2008) prijal 103 hlasmi za, pričom 4 členovia hlasovali proti a 9 sa hlasovania zdržali, nasledujúce stanovisko:

### 1. Závery a odporúčania

1.1 Európsky hospodársky a sociálny výbor odporúča európskym inštitúciám, aby občanom Spoločenstva ešte intenzívnejšie vysvetľovali výhody, ktoré im poskytuje harmonizovaný právny rámec pre obchodovanie s cennými papiermi. Týmto spôsobom je možné pôsobiť proti ešte stále zaznamenávanému obmedzovaniu investícií na príslušný domáci trh (home bias).

1.2 Výbor odporúča Komisii, aby v rámci následného hodnotenia akčného plánu pre finančné služby ohláseného v bielej knihe o politike finančných služieb<sup>(1)</sup> venovala zvláštnu pozornosť tomu, či početné zmeny európskych právnych predpisov pre burzové a mimoburzové miesta obchodovania podporujú účelnú integráciu európskych burzových trhov a uľahčujú cezhraničné investovanie kapitálu.

1.3 Platí to predovšetkým pre dosah smernice o trhoch s finančnými nástrojmi<sup>(2)</sup>, smernice o prospekte<sup>(3)</sup> a smernice o transparentnosti<sup>(4)</sup>, ktoré sú súčasťou akčného plánu pre finančné služby, ako aj pre prebiehajúce snahy o zjednodušenie cezhraničnej realizácie obchodov s finančnými nástrojmi (tu predovšetkým pre uplatňovanie dobrovoľného záväzku prevádzkovateľov infraštruktúr prostredníctvom kódexu správania pre zúčtovanie a vyrovnanie (Code of Conduct for Clearing and Settlement) a snahy Európskej centrálnej banky o vytvorenie jednotnej európskej platformy pre zúčtovanie a vyrovnanie (Target2/Securities).

<sup>(1)</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/policy/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/policy/index_en.htm).

<sup>(2)</sup> Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2004/39/ES z 21. apríla 2004 o trhoch s finančnými nástrojmi, ktorou sa menia a dopĺňajú smernice Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a smernica Európskeho parlamentu a Rady 2000/12/ES a ktorou sa zrušuje smernica Rady 93/22/EHSV, Ú. v. L 145, 30.4.2004, s. 1-44.

<sup>(3)</sup> Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2003/71/ES zo 4. novembra 2003 o prospekte, ktorý sa zverejňuje pri verejnej ponuke cenných papierov alebo ich prijatí na obchodovanie, a o zmene a doplnení smernice 2001/34/ES, Ú. v. EÚ L 345, 31.12.2003, s. 64-89.

<sup>(4)</sup> Smernica 2004/109/ES Európskeho parlamentu a Rady z 15. decembra 2004 o harmonizácii požiadaviek na transparentnosť v súvislosti s informáciami o emitentoch.

1.4 Výbor považuje za dôležité, aby sa na tento vyhodnocovací proces počkalo, skôr než sa uskutočnia ďalšie alebo doplnujúce kroky na podporu integrácie. Ak to bude EHSV považovať za potrebné, znovu predloží návrhy ako pokročiť v integrácii burzových trhov.

1.5 V oznámení o priemyselnej politike<sup>(5)</sup> z roku 2005 je avizovaných sedem horizontálnych opatrení, pomocou ktorých sa majú uskutočniť iniciatívy špecifické pre jednotlivé odvetvia. Výbor sa domnieva, že na zoznam opatrení týkajúcich sa viacerých odvetví by sa mali dostať aj účinné finančné trhy prístupné európskym podnikom, najmä malým a stredným podnikom (MSP), pri primeraných nákladoch. Cieľom smernice o trhoch s finančnými nástrojmi je zlepšenie fungovania týchto trhov. Z dôvodu dosahov spojených s finančnými trhami je však nevyhnutné sa podrobnejšie zaoberať úlohou, ktorú tieto trhy budú hrať pri podpore európskej konkurencieschopnosti. Výbor vyjadruje poľutovanie nad tým, že pri strednodobom hodnotení priemyselnej politiky<sup>(6)</sup> nebola takáto diskusia začatá.

Pozornosť by sa mala venovať najmä burzovým miestam, pretože majú pre trhové hospodárstvo kľúčový význam. Pritom by sa mali sledovať predovšetkým pohyby prostriedkov nezávislých emitentov a štátne dlhopisy krajín, ktoré v súčasnosti zaznamenávajú vysoký hospodársky rast resp. krajín s mnohými prírodnými zdrojmi, najmä ak je ich investičný podiel na burzových trhoch výnimočne vysoký ako v prípade londýnskej burzy, na ktorej fondy z Dubaja a Kataru teraz vlastnia 48 % cenných papierov. Vo všeobecnosti by mala Komisia spolupracovať s členskými štátmi a orgánmi dohľadu, aby sa zvýšila transparentnosť týchto fondov, porozumelo sa ich kontextu, a aby sa zabezpečilo, že za nimi nebudú žiadne politické motívy. EHSV v zásade vyzýva „Komisii, aby čo najskôr predložila návrh ustanovení právnych predpisov zameraných na poskytovanie informácií zo strany inštitucionálnych investorov vzhľadom na ich politiku súvisiacu s investovaním a hlasovaním“<sup>(7)</sup>.

<sup>(5)</sup> KOM(2005) 474 v konečnom znení: „Implementácia Lisabonského programu Spoločenstva: Rámcová politika posilnenia výroby v EÚ – smerom k integrovanejšiemu prístupu k priemyselnej politike“.

<sup>(6)</sup> KOM(2007) 374 v konečnom znení „Strednodobé hodnotenie priemyselnej politiky“.

<sup>(7)</sup> ECO/202 – Hospodárske a sociálne dôsledky vývoja finančných trhov, CESE 1262/2007 – Ú. v. EÚ C 10, 2008, s. 23 a INT/332 – Preskúmanie jednotného trhu, CESE 89/2007 – Ú. v. EÚ C 93, 2007, s. 6.

## 2. Dôvody na podporu stanoviska

### 2.1 Žiadosť o vypracovanie stanoviska

2.1.1 Finančná integrácia je hlavnou súčasťou európskej hospodárskej a menovej únie. Od zavedenia eura sa integrácia európskeho finančného systému stala dôležitým cieľom. Väčšina štúdií sa zhoduje v tom, že táto integrácia má jednoznačne kladný vplyv na európske hospodárstvo.

2.1.2 Vzhľadom na značné výhody, ktoré finančná integrácia môže mať pre celé hospodárstvo, si súčasná situácia, vyznačujúca sa nedostatočnou integráciou početných segmentov trhu, vyžaduje vytrvalé úsilie všetkých zúčastnených strán o pokračovanie tohto procesu až do jeho ukončenia.

2.1.3 Vytvorenie integrovaných, konkurencieschopných a účinných finančných trhov je podstatným aspektom vnútorného trhu a lisabonských cieľov, aby výhody, pokiaľ ide o rast a zamestnanosť, mohli byť v plnom rozsahu využité.

2.1.4 Všetky finančné centrá plnia dôležité funkcie verejného záujmu. Burzy sú vzhľadom na dôležitú úlohu, ktorú zohrávajú na domácich finančných trhoch, často kladené na roveň verejných zariadení celoštátneho významu. V európskom sektore búrz dominujú tradiční účastníci, často z jednotlivých štátov. Napriek niekoľkým zlúčeniam a združeniam búrz je tento trh aj naďalej roztrieštený na množstvo rôznych finančných centier. Uskutočňovanie transakcií elektronickou formou zabraňuje tlakom a konfliktom konkrétneho zemepisného miesta.

2.1.5 Finančná integrácia je predovšetkým proces vyvolaný trhom, vyžaduje si však aj účinné vzájomné pôsobenie trhových síl a činnosť verejných orgánov. Štátne úrady v EÚ musia byť aj naďalej pevne odhodlané proces integrácie posilniť. Zahŕňa to predovšetkým neochvejnú vôľu národných a európskych úradov zaviesť právny a regulačný rámec, ktorý bude zameraný na podporu integrácie vnútorného trhu a finančnej stability.

2.1.6 Význam európskych akciových trhov ako zdroja financovania pre podniky postupom času narastal, občas až mimoriadne. Dobre rozvinutý burzový trh tak zvýši nahromadené investície a zníži náklady. Burzový trh môže byť dôležitým prínosom k poskytovaniu dodatočných externých zdrojov. Finančný sektor je aj preto dôležitý, lebo zabezpečuje pridelovanie prostriedkov, ktoré umožňujú ďalší rozvoj ostatných hospodárskych odvetví.

2.1.7 Veľmi nejednotné pravidlá finančných trhov v jednotlivých členských štátoch predstavujú prekážku. Zlúčenie búrz – ako strategický aspekt finančnej regulácie – samo nestačí na splnenie regulačných požiadaviek na harmonizáciu.

2.1.8 V prípade trhov s cennými papiermi, ako je trh s obligáciami a trh s akciami, je mimoriadne dôležité ďalej pokračovať v integrovaní infraštruktúr pre zúčtovanie a vyrovnanie. Počet nedostatočne navzájom prepojených systémov zúčtovania a vyrovnania je naďalej vysoký.

2.1.9 V čase, keď menová únia uprednostňuje prakticky celo-európsky postup pri spravovaní cenných papierov, sú akciové trhy kontinentálnej Európy v paradoxnej situácii, pretože sú riadené elektronickými príkazmi, avšak tie sú spojené s vysokými transakčnými nákladmi. Tento rozpor sa vysvetľuje v prvom rade stále príliš vysokými nákladmi na cezhraničné transakcie.

### 2.2 Všeobecné pripomienky – Európske burzové trhy

2.2.1 Burzy (cenných papierov) umožňujú stretnutie ponuky a dopytu prostredníctvom finančných nástrojov (trhová funkcia burzy). Z hľadiska investorov burza umožňuje získať alebo predáť finančné nástroje. Z hľadiska podnikov sú burzy dôležitým predpokladom získania vlastného alebo cudzieho kapitálu. Popri úverovom financovaní bankami sú burzy hlavným prvkom financovania podnikov. Bez fungujúceho obchodovania na burze by umiestňovanie nových finančných nástrojov bolo možné len vo veľmi obmedzenej miere. Vznik skutočného európskeho burzového trhu môže podnikom poskytnúť nové možnosti financovania ich obchodnej činnosti emisiami cenných papierov. Platí to aj, alebo práve pre podniky v krajinách, ktoré doteraz vykazujú burzové obchody s malou likviditou, takže emisie je možné úspešne uskutočniť iba s obmedzeniami. Okrem toho by európsky burzový trh mal prispieť k tomu, že investori sa prestanú sústreďovať na trh svojej domovskej krajiny, k čomu ešte stále dochádza, a budú môcť profitovať z rastu celého európskeho hospodárskeho priestoru.

2.2.2 Jednako je celkovo potrebné konštatovať, že podniky investujú na burzových trhoch iba malú časť prostriedkov (tvorba hrubého fixného kapitálu). Aj čisté emisie akcií v Spojených štátoch klesajú a v eurozóne vôbec neexistujú. To nie je možné vysvetliť rôznym počtom podnikov kótovaných na burze, pretože tento počet takmer nekolíše. Dá sa to však vysvetliť skutočnosťou, že podniky sa spätným nákupom zbavia vlastných akcií, aby tým dosiahli zvýšenie výnosu svojich akcií – najdôležitejšieho ukazovateľa pre finančné trhy.

2.2.3 Aby burzy mohli plniť svoju verejnú úlohu, sú potrebné dve veci: musí sa uskutočniť uzavretie obchodu (obchodovanie) a výmena finančných nástrojov za peňažnú protihodnotu (zúčtovanie a vyrovnanie)<sup>(8)</sup>. I keď sú na fungovanie burzy potrebné obidva aspekty, proces obchodovania a proces zúčtovania a vyrovnania sú oddelené procesy, ktoré sa čisto prakticky uskutočňujú na rôznych technických platformách. Obchodovanie organizujú samotné burzy, zúčtovanie

<sup>(8)</sup> Často označované ako „Clearing and Settlement“.

a vyrovnanie prebieha prostredníctvom centrálnych zmluvných strán (CCP) a tzv. centrálnych depozitárov cenných papierov (CDCP – Central Securities Depositories). Títo fungujú ako centrálni depozitári cenných papierov a vykonávajú prevody cenných papierov zaknihovaním<sup>(9)</sup>.

2.2.4 V každom členskom štáte existuje najmenej jedna burza cenných papierov<sup>(10)</sup>. Ďalej sem patria mnohostranné obchodné systémy (MTF), ktoré tak ako burzy umožňujú stretávanie nákupných a predajných príkazov prostredníctvom finančných nástrojov, a „internalizátorí“, ktorí uzatvárajú zmluvy priamo so svojimi klientmi. Zúčtovanie a vyrovnanie prebieha prevažne prostredníctvom národných CDCP, ktoré majú vo svojom štáte pre určité služby monopolné postavenie.

2.2.5 Veľký počet miest obchodovania sám osebe sa nesmie považovať za nevýhodu európskeho kapitálového trhu. Naopak: účinná hospodárska súťaž medzi miestami obchodovania by podľa pravidiel trhu mala viesť k nižším nákladom na transakcie. Je preto správne, že aj smernica o trhoch s finančnými nástrojmi<sup>(11)</sup> sleduje cieľ posilniť súťaž medzi miestami obchodovania<sup>(12)</sup>.

2.2.6 Fungovanie hospodárskej súťaže medzi miestami obchodovania však predpokladá, že si európske burzy vôbec môžu skutočne konkurovať. Prekážkou hospodárskej súťaže bolo doteraz tzv. „pravidlo koncentrácie“ existujúce v mnohých členských štátoch, podľa ktorého museli byť všetky príkazy nasmerované na regulované trhy – spravidla miestnu burzu. Vydaním smernice o trhoch s finančnými nástrojmi odpadla možnosť takejto národnej úpravy. Pretrvávajúcou prekážkou európskej hospodárskej súťaže vzhľadom na rýdzo národný charakter búrz môže predovšetkým byť to, že jednotlivé burzy môžu poskytnúť iba obmedzenú vnútroštátnu ponuku obchodovateľných finančných nástrojov. Pokiaľ by napr. nemecká burza vôbec nemohla obchodovať s francúzskymi finančnými nástrojmi, neprebíhala by ani hospodárska súťaž.

2.2.7 Pohľad na finančné nástroje obchodované na veľkých európskych burzách však ukazuje, že nehľadiac na prípadné právne bariéry skutočné prekážky hospodárskej súťaže medzi miestami obchodovania neexistujú. Napríklad na nemeckých burzách je obchodovaných viac než 13 000 zahraničných finančných nástrojov<sup>(13)</sup>. Aj keď porovnateľné údaje z iných búrz nie sú k dispozícii, z tohto príkladu jasne vyplýva, že predpoklady účinnej hospodárskej súťaže medzi miestami obchodovania existujú. Prípadné národné právne prekážky strácajú po

uplatnení akčného plánu finančných služieb (FSAP) na význame. Smernica o prospekte tak umožňuje prostredníctvom jediného prospektu obchodovanie s finančnými nástrojmi v celej Európe. Smernica o trhoch s finančnými nástrojmi harmonizuje nielen požiadavky na ochranu investorov, ale tiež aj pravidlá prevádzky a obchodu na burzách a na mimoburzových miestach obchodovania. Smernica o transparentnosti napokon zjednocuje informácie o kapitálových trhoch. Teraz už bude úlohou európskych inštitúcií, aby zhodnotili konkrétny dosah nových právnych rámcových podmienok a opravili chyby. Kritériom tu budú ciele akčného plánu pre finančné služby, predovšetkým cezhraničná organizácia finančných trhov.

2.2.8 Je možné položiť si otázku, či z hospodárskej súťaže medzi burzami nevzniká aj nebezpečenstvo pre kvalitu mechanizmov tvorby cien (a tým pre verejnú funkciu búrz) a či sa proti nemu nedá pôsobiť striktnou podporou konsolidácie. Na prvý pohľad sa to zdá z dôvodu rozdelenia likvidity na viacero miest obchodovania jasné. Z veľkého počtu miest obchodovania v Európe však nemožno nutne vyvodiť, že tvorba cien je nekvalitná. Mechanizmy obchodovania, ako napr. arbitrážny obchod, zabezpečujú vyrovnanie, okrem toho od 1. novembra 2007 existujú pre miesta obchodovania rozsiahle harmonizované požiadavky na transparentnosť pred uskutočnením obchodu a po ňom (článok 27 a nasl. smernice o trhoch s finančnými nástrojmi). Majú zabezpečovať porovnateľnosť cien na rôznych miestach obchodovania a zabráňovať tak zmienenej roztrieštenosti. Pokiaľ sa to tak krátko po uplatnení smernice o trhoch s finančnými nástrojmi v členských štátoch dá posúdiť, zdá sa, že tento prístup funguje. Tok údajov z mimoburzových obchodov zverejňuje napr. konzorcium deviatich investičných bánk – Project Boat – a veľkí poskytovatelia služieb v oblasti finančných informácií ich konsolidujú s údajmi z búrz a mnohostranných obchodných systémov (MTF). Týmto spôsobom je zabezpečené vzájomné ovplyvňovanie cien na rôznych miestach obchodovania. Konsolidácia na úrovni vlastníkov búrz na zvyšovanie likvidity nie je potrebná.

2.2.9 Rozhodnutia o uskutočnení alebo neuskutočnení fúzií alebo prevzatí sú – ako zdôrazňuje aj člen Komisie McCreevy – skôr rýdzo ekonomickými rozhodnutiami prevádzkovateľov búrz, mali by sa teda striktno riadiť požiadavkami trhu. Z politického hľadiska môže byť smerodajné iba to, či pre fúzie alebo akvizície existujú právne prekážky a keď áno, či sa dajú prekonať.

2.2.10 Pre fúzie alebo prevzatia medzi prevádzkovateľmi systémov obchodovania pritom neexistujú žiadne iné právne prekážky, než pre akékoľvek iné obchodnoprávne fúzie a akvizície. Aktuálne príklady, ako napr. plánovaná akvizícia talianskej burzy londýnskou burzou a fúzia medzi newyorskou burzou a Euronextom, ukazujú, že to tak je dokonca aj mimo európskeho právneho priestoru.

2.2.11 Osobitné právne problémy však môže so sebou priniesť vytvorenie spoločnej európskej obchodnej platformy. Za prekážku sú považované rozdiely v požiadavkách na udelenie povolenia a obchodných praktikách, v daňových predpisoch

<sup>(9)</sup> Okrem toho plnia ďalšie úlohy, ktoré vyplývajú z uchovávaní cenných papierov, napr. Corporate Actions.

<sup>(10)</sup> Zoznam jednotlivých búrz sa nachádza v prehľade Komisie o regulovaných trhoch (Ú. v. C 38 z 22. 02. 2007).

<sup>(11)</sup> Smernica 2004/39/ES (Ú. v. L 145, 30.4.2004, s. 1).

<sup>(12)</sup> Pozri: odôvodnenie 34 a ustanovenia o transparentnosti trhu v čl. 27 a nasl. smernice MiFID.

<sup>(13)</sup> Zdroj: Deutsche Börse Info Operation, Total Turnover Foreign Shares, March 2007 [www.deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/notescontent/gdb\\_navigation/listing/50\\_Reports\\_and\\_Statistics/60\\_Order\\_Book\\_Statistics/INTEGRATE/statistic?notesDoc=/maincontent/Monatsstatistik+auslaendischer+Aktien&expand=1](http://www.deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/notescontent/gdb_navigation/listing/50_Reports_and_Statistics/60_Order_Book_Statistics/INTEGRATE/statistic?notesDoc=/maincontent/Monatsstatistik+auslaendischer+Aktien&expand=1).

a účtovaní<sup>(14)</sup>. Podrobná analýza významu týchto prekážok – práve po schválení smernice o trhoch s finančnými nástrojmi a smernice o prospekte – stále ešte chýba. Pochybnosti o tom, či sú skutočne tak závažné, aby nemohli byť v praxi prekonané, sú však na mieste. Proti ich závažnosti hovorí napr. vydarená integrácia systémov obchodovania búrz v Amsterdame, Bruseli, Paríži a Lisabone do Euronextu a zlúčenie pobaltských a severských búrz do OMX Nordic. Navyše sa už krátko po prijatí smernice o trhoch s finančnými nástrojmi ukazuje, že burzy budú v budúcnosti viac vstupovať do intenzívnej hospodárskej súťaže s mnohostranné obchodné systémy, ktoré môžu na základe európskeho pasu vo všetkých členských štátoch vykonávať svoju činnosť. Príkladom môže byť iniciatíva siedmich investičných bánk s názvom „Turquoise“ a platforma Chi-X spoločnosti Chi-X Europe Limited odštartovaná v marci 2007 v Londýne. Väčšia integrácia európskych burzových trhov sa podľa toho javí byť nielen možná, ale v blízkej budúcnosti by sa mohla aj uskutočniť<sup>(15)</sup>.

2.2.12 Podpora integrácie burzových trhov by sa však nemala nesprávne chápať ako požiadavka na sústredenie miest obchodovania alebo miest zúčtovania a vyrovnania do **jednej** komerčnej paneurópskej platformy. Nemalo by sa prehliadať, že tak nové mimoburzové obchodné platformy, ako aj zavedené burzy sú podnikateľské subjekty zamerané na zisk a monopolizácia by viedla k zhoršeniu podmienok pre emitentov a investorov<sup>(16)</sup>.

2.2.13 Výbor európskym inštitúciám odporúča, aby preskúmali alternatívy k podpore integrácie na základe hospodárskej súťaže, pokiaľ by koncentrácia búrz viedla napr. k tomu, že by bol významne sťažený prístup malých a stredných podnikov pôsobiacich na regionálnej úrovni. Nemalo by sa prehliadať, že malým a stredným podnikom sa na regionálnych burzách často ľahšie úspešne obchoduje než na veľkých európskych burzách. Prostredníctvom regionálnej burzy je možné na základe úzkych kontaktov na miestnej úrovni priamo osloviť regionálnych investorov. Očakávaný skutočný vývoj by sa mal preto starostlivo posúdiť v tom zmysle, či bude prístup malých a stredných podnikov k burzám sťažený. Pokiaľ by to tak bolo, riešením by mohlo byť etablovanie jednej alebo viacerých neverejných búrz, ktoré by výslovne slúžili záujmom malých a stredných podnikov.

### 3. Osobitné pripomienky – zúčtovanie a vyrovnanie na burzových trhoch

3.1 Za hlavnú prekážku efektívnejšej európskej burzovej štruktúry však nemožno považovať tradičné regionálne zameranie búrz, ale rozdielne systémy zúčtovania a vyrovnania v rámci Európy. Tieto systémy sú roztrieštené prevažne na národnej úrovni, čo sťažuje a združuje obchodovanie na burzách za hranicami štátu. (Systémy zúčtovania a vyrovnania však

poskytujú rýdzo národným obchodom s cennými papiermi často veľmi účinné a nenákladné riešenia, ktoré sa nesmú zničiť v rámci akýchkoľvek snáh o konsolidáciu.) Na prekonanie roztrieštenosti už existuje celý rad dôležitých iniciatív, ktorých cieľom je účinnejšie formovanie európskych štruktúr zúčtovania a vyrovnania.

3.2 Giovanninoho správy<sup>(17)</sup> identifikovali a analyzovali prekážky účinného obchodovania na burzách. Podľa týchto správ spočívajú národné rozdiely najmä v *technických normách a zvyklostiach na trhu* ako aj v oblasti rôznych národných *daňových a právnych základov*<sup>(18)</sup>. V oblasti technických noriem a zvyklostí na trhu hľadajú v súčasnosti riešenia prevádzkovatelia infraštruktúr a účastníci trhu (predovšetkým banky) v koordinácii s Európskou komisiou v rámci Poradnej a monitorovacej skupiny odborníkov na zúčtovanie a vyrovnanie (CESAME)<sup>(19)</sup>. Niektoré zjednotenia, ako napr. dni sviatkov, počas ktorých sú systémy obchodovania zatvorené, sa už uskutočnili, na ďalších zjednoteniach, ako napr. „corporate actions“, sa pracuje.

3.3 Technické normy a trhové postupy by boli okrem toho vo veľkej miere harmonizované, za predpokladu že bude aktuálna iniciatíva na vytvorenie celoeurópskej platformy pre zúčtovanie a vyrovnanie úspešná. V júli 2006 predložila Európska centrálna banka (ECB) a národné emisné banky eurozóny návrh na vytvorenie jednotnej európskej platformy pre zúčtovanie a vyrovnanie cenných papierov<sup>(20)</sup>. Táto platforma sa označuje ako „Target2/Securities“, pretože je technicky prepojená s existujúcou celoeurópskou platobnou platformou „Target“. V januári 2007 zverejnila Európska centrálna banka prvé štúdie o ekonomickom, právnom a technickom dosahu plánovanej platformy<sup>(21)</sup>. V súčasnosti sa spolu s užívateľmi vypracúvajú technické požiadavky na takýto systém<sup>(22)</sup>.

3.4 Platforma Target2/Securities má podľa predstáv Európskej centrálnej banky v budúcnosti zahŕňať všetky obchody s cennými papiermi, ktoré sa uskutočňujú prostredníctvom peňažných prostriedkov centrálnej banky. Plánovaná platforma má byť v zásade k dispozícii jednotne v celej Európe a tým sa podstatne zjednoduší najmä cezhraničné zúčtovanie a vyrovnanie cenných papierov.

3.5 Pokiaľ bude platforma Target2/Securities úspešná, podarilo by sa v Európe prekonať prekážky pri cezhraničnom zúčtovaní a vyrovaní cenných papierov v peňažných prostriedkoch centrálnej banky. Tým by sa mala dosiahnuť, za predpokladu rôznych faktorov, aj podstatná úspora nákladov pre účastníkov transakcií s cennými papiermi.

<sup>(14)</sup> McAndrew/Stefanadis, Current Issues in Economics and Finance (Federal Reserve Bank of New York), jún 2002, 1, 3 a nasl.

<sup>(15)</sup> V tejto súvislosti pozri tiež mesačnú správu ECB z novembra 2007, s. 67, 77 a ďalej.

<sup>(16)</sup> V tejto súvislosti pozri tiež mesačnú správu ECB z novembra 2007, s. 67, 74 a ďalej.

<sup>(17)</sup> Pozri [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/clearing/communication\\_de.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/communication_de.htm).

<sup>(18)</sup> Pre zúčtovanie a vyrovnanie sú dôležité vnútroštátne predpisy o prevode majetku, zaknihovaní cenných papierov (depozitné právo) a o platobnej neschopnosti.

<sup>(19)</sup> Pozri [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/clearing/cesame\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/cesame_en.htm).

<sup>(20)</sup> Pozri <http://www.ecb.int/paym/market/secmar/integr/html/index.en.html>.

<sup>(21)</sup> Pozri <http://www.ecb.int/paym/market/secmar/integr/html/index.en.html>.

<sup>(22)</sup> Rozsiahly informačný materiál na túto tému je možné nájsť na internetovej stránke Európskej centrálnej banky ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)).

3.6 Prijatím kódexu správania sa okrem toho európske CDCP, centrálné zmluvné strany (CCP) a burzy voči Európskej komisii zaviazali k celému radu opatrení <sup>(23)</sup>. Tým sa má predovšetkým zintenzívniť účinnosť a interoperabilita medzi prevádzkovateľmi infraštruktúr. Výsledkom má byť pokles výdavkov na európske cezhraničné zúčtovanie a vyrovnanie. Už na začiatku roka 2007 bola splnená prvá časť záväzkov. Zverejnením a zjednotením sa tak zlepšila cenová transparentnosť, čo užívateľom umožňuje jednoduchšie porovnávanie cien. Prevádzkovatelia infraštruktúr sa okrem toho zaviazali, že zlepšia prístup k svojmu systému a interoperabilitu medzi systémami. Usmerenia uverejnené koncom júna 2007 tieto záväzky konkretizujú do takej miery, že je možné systémy účinne prepojiť. Vzhľadom na veľmi pozitívne hodnotenie doterajšieho vývoja kódexu správania a jeho uplatňovania v praxi, ako ho predniesol aj –

a predovšetkým – člen Komisie McCreevy 10. júla 2007 v Európskom parlamente, sa zdá, že je to dobrá cesta smerom k podpore nákladovo výhodného zúčtovania a vyrovnania cenných papierov v rámci celej Európy.

3.7 V súčasnosti nie je z politického hľadiska potrebné konať nad rámec uvedených iniciatív v oblasti podpory konsolidácie burzových trhov. Bolo by potrebné počkať na ukončenie rôznych prác smerujúcich k uľahčeniu konsolidácie európskeho burzového prostredia – predovšetkým v oblasti realizácie transakcií s finančnými nástrojmi – a potom analyzovať ich výsledky. Pokiaľ by všetky tieto práce mali zlyhať alebo ich výsledky by nevedli k účinnému európskemu obchodovaniu na burzách, bolo by potrebné zvážiť, či by v tejto oblasti neprinesli zlepšenie ďalšie regulačné opatrenia.

V Bruseli 13. februára 2008

Predseda

Európskeho hospodárskeho a sociálneho výboru

Dimitris DIMITRIADIS

---

<sup>(23)</sup> Pozri: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/clearing/communication\\_de.htm#code](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/communication_de.htm#code).