

NBP

Narodowy Bank Polski

kdpw 



GIEŁDA PAPIERÓW
WARTOŚCIOWYCH
w Warszawie

Systemy
rozrachunku
papierów
wartościowych
w Polsce
i Unii Europejskiej



Narodowy Bank Polski

Krajowy Depozyt Papierów
Wartościowych SA

Giełda Papierów Wartościowych
w Warszawie SA

Systemy
rozzrachunku
papierów
wartościowych
w Polsce
i Unii Europejskiej

Warszawa 2009 r.

Publikacja została przygotowana przez:



Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych SA



GIEŁDA PAPIERÓW
WARTOŚCIOWYCH
w Warszawie

Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie SA

Redakcja i koordynacja publikacji:

Beata Wróbel
Karolina Nakoneczny

Autorzy publikacji:

NBP
Beata Wróbel
Karolina Nakoneczny
Małgorzata Kapis
Małgorzata Pajkowska

KDPW SA
Anna Zielińska
GPW
Elżbieta Budrewicz

Publikacja jest dostępna na stronach internetowych:

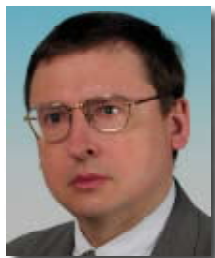
www.nbp.pl
www.kdpw.com.pl
www.gpw.pl

Skład i druk:
Drukarnia NBP

Wydął:
Narodowy Bank Polski
Departament Edukacji i Wydawnictw
00-919 Warszawa, ul. Świętokrzyska 11/21
tel. 022 653 23 35, faks 022 653 13 21

ISBN 978-83-901094-6-6

Słowo do Czytelnika



NBP
Narodowy Bank Polski

Serdecznie zapraszam do lektury niniejszej publikacji, która powstała dzięki owocnej współpracy trzech instytucji, tj. Narodowego Banku Polskiego, Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych SA i Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA. Każda z tych instytucji pełni różną, ale niezwykle ważną funkcję na rynku finansowym, i każdej z nich zależy na szybkim rozwoju usług posttransakcyjnych w Polsce, w tym na ich dostosowaniu do standardów Unii Europejskiej. Bezpieczne i efektywne funkcjonowanie systemów rozrachunku papierów wartościowych ma istotne znaczenie dla realizacji takich zadań NBP, jak przeprowadzanie operacji polityki pieniężnej, organizowanie rozliczeń pieniężnych oraz działanie na rzecz stabilności systemu finansowego. Rozwój tego obszaru rynku kapitałowego zależy w dużym stopniu od wiedzy uczestników rynku finansowego w tym zakresie, a dostęp do niej jest utrudniony ze względu na niewielką liczbę publikacji na ten temat na polskim rynku. Wyrażam więc nadzieję, że niniejsza publikacja zainteresuje wszystkie osoby zaangażowane w rozwój polskiego rynku finansowego oraz zainteresowane tą tematyką.

Adam Tochmański od 1987 r. pracuje w Narodowym Banku Polskim, w tym w latach 1992–1998 jako dyrektor Departamentu Rachunków Banków, a od 1998 r. jako dyrektor Departamentu Systemu Płatniczego. Sekretarz Rady ds. Systemu Płatniczego przy NBP od momentu jej utworzenia. Od 1995 r. członek Rady Nadzorczej Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych SA.



kdpw

Miło mi jest, wraz z pozostałymi instytucjami, przekazać Państwu niniejszą publikację. Mam nadzieję, że przyczyni się ona do pogłębienia wiedzy o istocie procesów posttransakcyjnych zachodzących na rynku kapitałowym i zrozumienia ich wagi dla sprawnego funkcjonowania rynku kapitałowego. Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych SA, jako jedna z głównych instytucji infrastruktury rynku kapitałowego w Polsce, bierze aktywny udział w działaniach mających na celu wspieranie i rozwój tego rynku, w tym – angażuje się w przedsięwzięcia popularyzujące zagadnienia dotyczące funkcjonowania rynku i jego infrastruktury. Działania te są wyrazem głębokiego przekonania o znaczeniu poszerzenia wiedzy obecnych i potencjalnych uczestników rynku kapitałowego dla jego rozwoju. Pragnę wyrazić nadzieję, że niniejsza publikacja będzie cennym źródłem informacji dla wszystkich osób zainteresowanych funkcjonowaniem rynku finansowego.

Elżbieta Pustola jest Prezesem Zarządu KDPW SA od listopada 1994 r. (od początku istnienia spółki). Jest ponadto członkiem Prezydium Komitetu Koordynacyjnego Rozwoju Systemu Giełdowego, Rady ds. Systemu Płatniczego oraz Rady Rozwoju Standardów Rynku Kapitałowego. Od 25 maja 2007 r. pełni funkcję Sekretarza European Central Securities Depositories Association.



**GIEŁDA PAPIERÓW
WARTOŚCIOWYCH
w Warszawie**

Młody polski rynek kapitałowy jest najbardziej dynamicznym rynkiem Europy Środkowo-Wschodniej. O osiągnięciu takiej pozycji zdecydowało wiele czynników. Bez wątpienia ważną rolę odegrał fakt, że rozwój rynku w Polsce dokonywał się w sposób kompleksowy, tj. dotyczył całego tzw. łańcucha wartości obejmującego zarówno sferę obrotu giełdowego, jak również obszar rozliczeń i rozrachunku. Polskie doświadczenia potwierdzają także wagę i znaczenie wiedzy i jej upowszechniania dla rozwoju rynku papierów wartościowych. Niezależnie od już osiągniętego poziomu wiedza na temat rynku kapitałowego wymaga rozwijania. Zwłaszcza kwestie dotyczące rozliczeń i rozrachunku papierów wartościowych nadal funkcjonują w powszechnym odbiorze jako przedmiot „wiedzy tajemnej”. W świetle powyższych refleksji zaangażowanie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA we wspólną inicjatywę opracowania niniejszego raportu wydaje się oczywiste. Fragmenty raportu opracowane przez GPW odnoszą się do kwestii giełdowych. Wyrażam nadzieję, że wpłynęły one na przedstawienie pełnego i pogłębionego obrazu polskiego rynku.

dr Lidia Adamska od 1994 r. pracuje na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie SA na kierowniczych stanowiskach, w tym jako dyrektor Działu Planowania Strategicznego. Od czerwca 2006 r. jest członkiem Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA.

Autorzy publikacji



NBP
Narodowy Bank Polski

Beata Wróbel, pracownik Narodowego Banku Polskiego od 1999 r. Od 5 lat kieruje Wydziałem Systemów Rozrachunku Papierów Wartościowych w Departamencie Systemu Płatniczego, wcześniej pracowała w Wydziale Systemów Płatności Wysokokwotowych, również w DSP. Absolwentka kierunku Finanse i Bankowość na Akademii Ekonomicznej w Krakowie oraz podyplomowych studiów europejskich na Uniwersytecie Warszawskim.



NBP
Narodowy Bank Polski

Karolina Nakoneczny, pracownik Narodowego Banku Polskiego od 2004 r., specjalista w Wydziale Systemów Rozrachunku Papierów Wartościowych w Departamencie Systemu Płatniczego. Absolwentka Wydziału Prawa i Administracji Uniwersytetu Warszawskiego oraz Podyplomowego Studium Prawa Europejskiego na Uniwersytecie Warszawskim.



NBP
Narodowy Bank Polski

Małgorzata Kapis, pracownik Narodowego Banku Polskiego od 1986 r. Od 14 lat kieruje Wydziałem Rejestracji Papierów Wartościowych w Departamencie Operacji Krajowych. Absolwentka Wydziału Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego.



NBP
Narodowy Bank Polski

Małgorzata Pajkowska, pracownik Narodowego Banku Polskiego od 1986 r., starszy specjalista w Wydziale Rejestracji Papierów Wartościowych w Departamencie Operacji Krajowych. Absolwentka Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego w Warszawie oraz Wydziału Prawa i Administracji Uniwersytetu Warszawskiego.



kdpw

Anna Zielińska, pracownik Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych SA od 12 lat. Od 2007 r. Starszy Specjalista w Biurze Współpracy Międzynarodowej i Harmonizacji, wcześniej pracowała m.in. w Dziale Rozwoju i Analiz KDPW SA. Absolwentka kierunku Finanse i Bankowość Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie oraz podyplomowych studiów europejskich na Uniwersytecie Warszawskim.



GIEŁDA PAPIERÓW
WARTOŚCIOWYCH
w Warszawie

Elżbieta Budrewicz, pracownik Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA od ponad 10 lat, starszy specjalista w Dziale Analiz i Informacji Strategicznej, wcześniej pracowała w Dziale Planowania Strategicznego. Absolwentka kierunku Finanse i Bankowość Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie oraz Podyplomowego Studium Metody Wyceny Spółki Kapitałowej Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie.

Słowo do czytelnika	3
Autorzy publikacji	4
Spis tabel	7
Spis schematów	7
Spis wykresów	7
Wykaz skrótów	8
Wstęp	14
Rozdział 1	
Opis procesów zachodzących na rynku kapitałowym oraz podmiotów biorących udział w tych procesach	16
1.1. Główne procesy zachodzące na rynku kapitałowym	16
1.1.1. Emisja papierów wartościowych	17
1.1.1.1. Cele i korzyści wynikające z emisji	18
1.1.1.2. Proces emisji	18
1.1.2. Rejestracja i deponowanie papierów wartościowych	21
1.1.3. Zawieranie transakcji	23
1.1.4. Rozliczenia	25
1.1.5. Rozrachunek	27
1.2. Podmioty działające na rynku kapitałowym i ich rola	28
1.2.1. Emitenci	28
1.2.1.1. Emitenci akcji	29
1.2.1.2. Emitenci obligacji	29
1.2.2. Inwestorzy	30
1.2.3. Firmy inwestycyjne i banki	32
1.2.4. Operatorzy platform obrotu	33
1.2.4.1. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA	34
1.2.4.2. MTS-CeTO SA	35
1.2.5. Izby rozliczeniowe i centralni kontrapartnerzy	35
1.2.6. Depozyty papierów wartościowych	36
1.2.7. Nadzorczy i regulatorzy	38
1.2.8. Banki centralne	39
Rozdział 2	
Historia i obecna działalność centralnych kontrapartnerów oraz depozytów papierów wartościowych w krajach Unii Europejskiej i w Polsce	41
2.1. Infrastruktura deponowania, rozliczeń i rozrachunku papierów wartościowych w Unii Europejskiej – rozwój i stan obecny	41
2.1.1. Rozwój i obecna rola centralnych kontrapartnerów w krajach UE	41
2.1.1.1. Historia tworzenia izb rozliczeniowych i centralnych kontrapartnerów	41
2.1.1.2. Obecna rola centralnych kontrapartnerów	43
2.1.1.3. Regulacje i nadzór	48
2.1.1.4. Tendencje	49
2.1.1.5. Docelowy model rozliczeń na rynku UE	53
2.1.2. Rozwój i obecna rola centralnych depozytów papierów wartościowych, w tym międzynarodowych centralnych depozytów papierów wartościowych w krajach UE	54
2.1.2.1. Historia tworzenia depozytów	54
2.1.2.2. Obecna rola depozytów papierów wartościowych	56
2.1.2.3. Regulacje i nadzór	62
2.1.2.4. Tendencje	65
2.1.2.5. Model docelowy	71
2.1.3. Obecny stopień integracji kapitałowej i operacyjnej centralnych depozytów oraz centralnych kontrapartnerów w UE	73
2.1.3.1. Poziom integracji krajowej i międzynarodowej	73
2.1.3.2. Działalność w zakresie integracji infrastruktury świadczącej usługi posttransakcyjne w UE	74
2.2. Infrastruktura deponowania, rozliczeń i rozrachunku w Polsce – historia i stan obecny	75

2.2.1.	Historia i obecna rola Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych SA	75
2.2.1.1.	Historia powstania KDPW SA	75
2.2.1.2.	Charakterystyka systemu KDPW	77
2.2.2.	Historia i obecna rola Rejestru Papierów Wartościowych	88
2.2.2.1.	Historia powstania RPW	88
2.2.2.2.	Charakterystyka RPW	90

Rozdział 3

Kierunki zmian funkcjonowania izb rozliczeniowych, centralnych kontrpartnerów oraz depozytów

papierów wartościowych na świecie, w Unii Europejskiej i w Polsce		98
3.1.	Cele integracji w zakresie infrastruktury depozytowo-rozliczeniowo-rozrachunkowej w UE	98
3.2.	Inicjatywy międzynarodowe w zakresie integracji infrastruktury depozytowo-rozliczeniowo-rozrachunkowej w UE	99
3.2.1.	Międzynarodowe inicjatywy normatywne	99
3.2.1.1.	Konwencja haska	100
3.2.1.2.	Konwencja UNIDROIT	101
3.2.2.	Międzynarodowe rekomendacje dla systemów rozrachunku papierów wartościowych i centralnych kontrpartnerów	101
3.2.2.1.	Rola BIS	101
3.2.2.2.	Rola IOSCO	105
3.2.2.3.	Wspólne inicjatywy BIS i IOSCO	107
3.2.3.	Międzynarodowe inicjatywy branżowe	108
3.2.3.1.	Prace Grupy Trzydziestu	108
3.2.3.2.	Prace ISSA	109
3.2.3.3.	Prace SMPG	110
3.3.	Inicjatywy podejmowane w ramach UE	111
3.3.1.	Rada Europejska i Rada Unii Europejskiej	111
3.3.2.	Komisja Europejska	112
3.3.2.1.	Dyrektywy	112
3.3.2.2.	Komunikaty	115
3.3.2.3.	Biała księga w sprawie polityki usług finansowych na lata 2005–2010	120
3.3.2.4.	Raport Lamfalussy'ego	121
3.3.2.5.	Raporty Giovanniniego	124
3.3.2.6.	Przyjęcie Code of Conduct i utworzenie Grupy Monitorującej	125
3.3.2.7.	Financial Integration Monitor	126
3.3.3.	Europejski System Banków Centralnych i Europejski Bank Centralny	128
3.3.3.1.	Rola nadzorcza ESBC	128
3.3.3.2.	ESBC jako użytkownik infrastruktury posttransakcyjnej	129
3.3.3.3.	Udział ESBC w tworzeniu infrastruktury posttransakcyjnej	130
3.3.3.4.	Rola ESBC w promowaniu bezpieczeństwa i efektywności rozliczeń i rozrachunku	137
3.3.4.	Europejskie inicjatywy branżowe	139
3.3.4.1.	ECSDA	139
3.3.4.2.	EACH	140
3.3.4.3.	FESE	141
3.3.4.4.	Code of Conduct	141
3.4.	Rozwój infrastruktury rynku kapitałowego w Polsce	144
3.4.1.	Programy rządowe	144
3.4.2.	Wpływ działalności i kierunków strategicznego rozwoju GPW na integrację infrastruktury deponowania, rozliczeń i rozrachunku papierów wartościowych w Polsce	148
3.4.2.1.	Strategia Giełdy Papierów Wartościowych	149
3.4.2.2.	Wpływ kierunków strategicznego rozwoju GPW na rozwój systemu rozliczeniowego	150
3.4.3.	Przewidywane kierunki rozwoju systemu KDPW oraz udział w pracach harmonizacyjnych	151
3.4.3.1.	Strategia KDPW SA	151

3.4.3.2.	Udział w pracach ECSDA	153
3.4.3.3.	Udział w pracach EACH	154
3.4.3.4.	Udział w pracach SMPG	154
3.4.3.5.	Udział w pracach RRRF	155
3.4.3.6.	Udział w pracach legislacyjnych	155
3.4.4.	Działalność NBP w zakresie rozwoju usług posttransakcyjnych	155
Zakończenie	158
Bibliografia	160
Akty prawne	160
Pozostałe źródła	160

Spis tabel

Tabela 1.	Data rozpoczęcia działalności przez obecnie funkcjonujących centralnych kontrpartnerów ...	43
Tabela 2.	Podmioty dokonujące rozliczeń transakcji, których przedmiotem są papiery wartościowe i instrumenty pochodne	44
Tabela 3.	Forma prawna i struktura własności centralnych kontrpartnerów w UE	46
Tabela 4.	Instrumenty finansowe oraz platformy obrotu obsługiwane przez centralnych kontrpartnerów w UE	47
Tabela 5.	Połączenia między centralnymi kontrpartnerami	51
Tabela 6.	Charakterystyka CSD obecnie funkcjonujących w UE	58
Tabela 7.	Wybrane gremia zajmujące się problematyką rozliczeń i rozrachunku papierów wartościowych w UE	127
Tabela 8.	Zestawienie wybranych inicjatyw w zakresie rozliczeń i rozrachunku papierów wartościowych	142

Spis schematów

Schemat 1.	Podstawowe procesy zachodzące na rynku kapitałowym oraz podmioty w nich uczestniczące	16
Schemat 2.	System rejestracji papierów wartościowych w Polsce	22
Schemat 3.	Struktura wtórnego obrotu papierami wartościowymi	24
Schemat 4.	Schemat funkcjonowania CCBM	134
Schemat 5.	Schemat funkcjonowania T2S	136

Spis wykresów

Wykres 1.	Obroty w CSD w UE w 2006 r. (całkowita wartość przetworzonych instrukcji)	58
-----------	---	----

Wykaz skrótów

Skrót	Nazwa w języku angielskim	Nazwa w języku polskim
ANNA	Association of National Numbering Agencies	–
AS	Ancillary System	system zewnętrzny
ASI	Ancillary System Interface	–
ASO	Multilateral Trading Facility	alternatywny system obrotu
BIC	Bank Identifier Code	–
BIS	Bank for International Settlements	Bank Rozrachunków Międzynarodowych
CA	Corporate Action	operacje na papierach wartościowych
CBF	Clearstream Banking Frankfurt	–
CBL	Clearstream Banking Luxembourg	–
CCBM	Correspondent Central Banking Model	model banków centralnych korespondentów
CCBM2	Collateral Central Bank Management	–
CCB	Correspondent Central Bank	zagraniczny bank centralny
CCP	Central Counterparty	centralny kontrpartner
CESAME	Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Experts' Group	Doradcza i Monitorująca Grupa Ekspertów ds. Rozliczeń i Rozrachunku
CESR	Committee of European Securities Regulators	Komitet Europejskich Regulatorów Papierów Wartościowych
CPSS	Committee on Payment and Settlement Systems	Komitet ds. Systemów Płatności i Rozrachunku
CRBS	–	Centralny Rejestr Bonów Skarbowych
CSD	Central Securities Depository	Centralny Depozyt Papierów Wartościowych
CoC	European Code of Conduct for Clearing and Settlement, Code of Conduct	Europejski Kodeks Dobrych Praktyk w zakresie Rozliczeń i Rozrachunku
COGESI	Contact Group on Euro Securities Infrastructure	Grupa Kontaktowa w Zakresie Infrastruktury Papierów Wartościowych w Euro
DFS	Detailed Functional Specifications	Szczegółowe Specyfikacje Funkcjonalne
DSP NBP	Payment Systems Department in NBP	Departament Systemu Płatniczego w NBP

Skrót	Nazwa w języku angielskim	Nazwa w języku polskim
DSPW	–	Dealer Skarbowych Papierów Wartościowych
DTCC	The Depository Trust & Clearing Corporation	–
DvP	delivery versus payment	dostawa za płatność
EACH	European Association of Central Counterparty Clearing Houses	Europejskie Stowarzyszenie Centralnych Kontrpartnerów
EBC	European Central Bank	Europejski Bank Centralny
ECAF	Eurosystem credit assessment framework	–
ECAI	External credit assessment institutions	–
ECMI	European Capital Markets Institute	–
ECGI	European Corporate Governance Institute	–
ECOFIN	Economic and Financial Affairs Council	Rada ds. Gospodarczych i Finansowych
ECSA	European Credit Sector Associations	–
ECSDA	European Central Securities Depositories Association	Europejskie Stowarzyszenie Centralnych Depozytów Papierów Wartościowych
EFC	Economic and Financial Committee	Komitet Ekonomiczno-Finansowy
EMI	European Monetary Institute	Europejski Instytut Monetarny
EOG	European Economic Area	Europejski Obszar Gospodarczy
ESF	European Securities Forum	Europejskie Forum Papierów Wartościowych
ESBC	European System of Central Banks	Europejski System Banków Centralnych
ESC	European Securities Committee	Europejski Komitet Papierów Wartościowych
ESDI	–	Elektroniczny System Dystrybucji Informacji
ESME	European Securities Markets Expert Group	Grupa Ekspertów ds. Europejskiego Rynku Papierów Wartościowych
ESRC	European Securities Regulators Committee	–
FCD	Financial Collateral Directive	Dyrektywa 2002/47/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 6 czerwca 2002 r. w sprawie ustanowienia zabezpieczeń finansowych
FESCO	Forum of European Securities Commissions	–

Skrót	Nazwa w języku angielskim	Nazwa w języku polskim
FISCO	Fiscal Compliance Group	Grupa Ekspertów ds. Zgodności Regulacji Podatkowych w zakresie Rozliczeń i Rozrachunku
FESE	Federation of European Securities Exchanges	Federacja Europejskich Giełd Papierów Wartościowych
FoP	free of payment	dostawa bez płatności
FSAP	Financial Services Action Plan	Plan Działania w zakresie Usług Finansowych
FSC	Financial Services Committee	Komitet ds. Usług Finansowych
FSPG	Financial Services Policy Group	Grupa ds. Polityki Usług Finansowych
G-10	Group of Ten	Grupa Dziesięciu
G-30	Group of Thirty	Grupa Trzydziestu
GPW	Warsaw Stock Exchange	Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA
GUR	general clearing member	generalny uczestnik rozliczający
HCB	Home Central Bank	krajowy bank centralny
ICAS	In-house credit assessment systems	–
ICSD	International Central Securities Depository	Międzynarodowy Centralny Depozyt Papierów Wartościowych
IIMG	Inter-institutional Monitoring Group	Międzyinstytucjonalna Grupa Monitorująca
IMF	International Monetary Fund	Międzynarodowy Fundusz Walutowy
IOSCO	International Organization of Securities Commissions	Międzynarodowa Organizacja Komisji Papierów Wartościowych
IPO	initial public offering	pierwsza oferta publiczna
IRB	internal ratings-based systems	–
ISD	Investment Services Directive	Dyrektywa Rady 93/22/EWG z dnia 10 maja 1993 r. w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych
ISDA	International Swap & Derivatives Association	Międzynarodowe Stowarzyszenie Dealerów Swapowych
ISIN	International Securities Identifying Number	Międzynarodowy numer identyfikujący papier wartościowy

Skrót	Nazwa w języku angielskim	Nazwa w języku polskim
ISSA	International Securities Services Association	Międzynarodowe stowarzyszenie usług papierów wartościowych
KERM	–	Komitet Ekonomiczny Rady Ministrów
KDPW	–	system rozrachunku papierów wartościowych prowadzony przez KDPW SA
KDPW SA	National Depository for Securities	Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych SA
KE/EC	European Commission	Komisja Europejska
KNF	Polish Financial Supervision Authority	Komisja Nadzoru Finansowego
KNUiFE	–	Komisja Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych
KPWIG	Polish Securities Commission	Komisja Papierów Wartościowych i Giełd
KRM	–	Komitet Rady Ministrów
LCG	Legal Certainty Group	Grupa do spraw Pewności Prawnej
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive	Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych
MIG	Market Implementation Group	–
NMPG	National Market Practice Group	–
MOG	Monitoring Group	Grupa Monitorująca
MOU	Memorandum of Understanding	–
NBP	National Bank of Poland	Narodowy Bank Polski
NIK	–	Numer Identyfikacyjny Klienta
OECD	Organization for Economic Co-operation and Development	Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju
OeKB	Oesterreichische Kontrollbank AG	–
OFE	–	otwarty fundusz emerytalny
OTC	over-the-counter	transakcje zawierane poza rynkiem regulowanym
PE	European Parliament	Parlament Europejski

Skrót	Nazwa w języku angielskim	Nazwa w języku polskim
PI	Payment Interface	–
PRIMA	Place of the Relevant Intermediary Approach	–
PTE	–	powszechne towarzystwo emerytalne
RBD	–	Rada Banków Depozytariuszy
RBP	–	Rejestr Bonów Pieniężnych
RCCP	CPSS-IOSCO Recommendations for central counterparties	Rekomendacje dla Centralnych Kontrpartnerów
RE	European Council	Rada Europejska
RPW	–	Rejestr Papierów Wartościowych
RRG	–	Rada Rynku Giełdowego
RRK	–	Rada Rynku Kapitałowego
RRRF	–	Rada Rozwoju Rynku Finansowego
RSSS	CPSS-IOSCO Recommendations for Securities Settlement Systems	Rekomendacje dla Systemów Rozrachunku Papierów Wartościowych
RTGS	Real Time Gross Settlement	rozrachunek brutto w czasie rzeczywistym
RUE	Council of the European Union	Rada Unii Europejskiej
SEG	–	Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych
SFD	Settlement Finality Directive	Dyrektywa 98/26/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 19 maja 1998 r. w sprawie zamknięcia rozliczeń w systemach płatności i rozrachunku papierów wartościowych
SMPG	Securities Market Practice Group	–
SORBNET	–	system płatności w złotych prowadzony przez NBP
SORBNET-EURO	–	system płatności w euro prowadzony przez NBP
SPO	secondary public offering	wtórna oferta publiczna
S&R	settlement and reconciliation	rozrachunek i uzgodnienie
SRPW	–	system rozrachunku papierów wartościowych
SSP	Single Shared Platform	jednolita wspólna platforma

Skrót	Nazwa w języku angielskim	Nazwa w języku polskim
SSS	Securities Settlement System	system rozrachunku papierów wartościowych
STP	straight-through-processing	przetwarzanie w trybie automatycznym
TARGET	Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer system	transeuropejski zautomatyzowany błyskawiczny system rozrachunku brutto w czasie rzeczywistym
TFI	–	towarzystwo funduszy inwestycyjnych
TWE	Treaty establishing the European Community	Traktat Ustanawiający Wspólnotę Europejską
T2S	TARGET2-Securities	–
UE	European Union	Unia Europejska
UGW	Economic and Monetary Union	Unia Gospodarcza i Walutowa
UNIDROIT	International Institute for the Unification of Private Law	Międzynarodowy Instytut Unifikacji Prawa Prywatnego
WZA	–	walne zgromadzenie akcjonariuszy
ZBP	–	Związek Banków Polskich
ZSZR	–	Zintegrowany System Zarządzania Ryzykiem
ZUR	ordinary clearing member	zwykły uczestnik rozliczający
ZUS	–	Zakład Ubezpieczeń Społecznych

Wśród procesów zachodzących na rynku kapitałowym funkcje depozytowe, rozliczeniowe i rozrachunkowe są mniej widoczne niż zawieranie transakcji, a wiedza dotycząca funkcjonowania depozytów papierów wartościowych i systemów rozliczeniowo-rozrachunkowych jest zdecydowanie mniej rozpowszechniona niż wiedza na temat giełd papierów wartościowych. Tymczasem rola procesów posttransakcyjnych jest nie do przecenienia. Czasami infrastrukturę posttransakcyjną porównuje się z systemem wodno-kanalizacyjnym wielkiego miasta – jeżeli wszystko działa prawidłowo, to nikt nie uświadamia sobie jego znaczenia, ale gdy nastąpi awaria, wielu mieszkańców boleśnie ją odczuwa. Podobnie jest z systemami rozliczeniowo-rozrachunkowymi transakcji, których przedmiotem są papiery wartościowe. Póki działają efektywnie i przy zachowaniu najwyższych standardów bezpieczeństwa, cieszą się niewielkim zainteresowaniem, ale gdyby zawiodły – ryzyko systemowe na rynku kapitałowym gwałtownie by wzrosło i wielu uczestników rynku mogłoby ponieść straty.

Celem niniejszej publikacji jest więc usystematyzowanie i rozpowszechnienie wiedzy na temat procesów zachodzących na rynku kapitałowym ze szczególnym uwzględnieniem funkcji depozytowo-rozliczeniowo-rozrachunkowych i świadomości, jakie znaczenie mają te procesy dla prawidłowego funkcjonowania rynku finansowego.

Publikacja jest prezentowana w wyjątkowo interesującym okresie ze względu na natężenie w ciągu ostatnich kilku lat inicjatyw mających na celu poprawę efektywności, konkurencyjności i bezpieczeństwa funkcjonowania infrastruktury posttransakcyjnej w Unii Europejskiej. Jest to w znacznej mierze skutek wzrostu zainteresowania tą działalnością ze strony różnych organizacji unijnych zrzeszających uczestników rynku, a także regulatorów i nadzorców rynku kapitałowego. Zainteresowanie to wynika z kolei z dążeń do utworzenia wspólnego europejskiego rynku finansowego oraz konieczności wyeliminowania istniejących barier w przeprowadzaniu efektywnych transgranicznych rozliczeń i rozrachunku na poziomie Unii Europejskiej, czego efektem byłoby zrównanie opłat za rozliczenia i rozrachunek transakcji transgranicznych z transakcjami krajowymi.

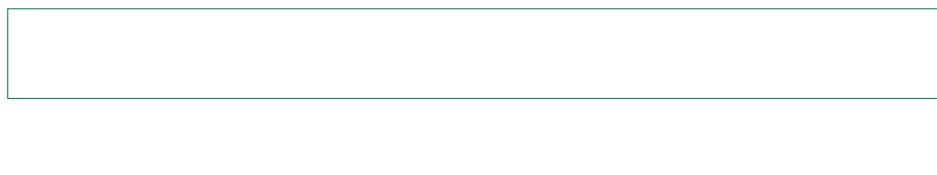
Należy zwrócić uwagę, że Polska ma rozwiniętą i nowoczesną infrastrukturę depozytowo-rozliczeniowo-rozrachunkową na poziomie europejskim. Ponadto uczestnicy polskiego rynku biorą aktywny udział w wielu inicjatywach unijnych mających na celu zwiększenie efektywności i bezpieczeństwa infrastruktury posttransakcyjnej poprzez harmonizację regulacji, praktyk rynkowych i systemów operacyjnych.

Niniejsza publikacja składa się z trzech rozdziałów. Pierwszy rozdział przedstawia wiedzę teoretyczną na temat głównych procesów zachodzących na rynku kapitałowym oraz podmiotów biorących udział w tych procesach, ze szczególnym uwzględnieniem polskich rozwiązań. Czytelnik może więc zapoznać się z istotą i przebiegiem emisji papierów wartościowych, rejestracji i deponowania papierów wartościowych, zawierania transakcji oraz ich rozliczania i rozrachunku. Ponadto może się dowiedzieć, jaką rolę odgrywają na rynku kapitałowym emitenci, inwestorzy, firmy inwestycyjne i banki, operatorzy platform obrotu, izby rozliczeniowe i centralni kontrapartnerzy, depozyty papierów wartościowych oraz nadzorcy, regulatorzy i banki centralne.

Drugi rozdział przedstawia historię i stan obecny infrastruktury depozytowo-rozliczeniowo-rozrachunkowej w krajach Unii Europejskiej, w tym w Polsce. W pierwszej kolejności Czytelnik zapoznaje się z historią powstawania centralnych kontrapartnerów i depozytów papierów wartościowych w krajach Unii Europejskiej, z podmiotami odgrywającymi obecnie największą rolę w tym zakresie, kierunkami zmian ich działalności oraz aspektami regulacyjno-nadzorczymi na poziomie unijnym. Druga część rozdziału prezentuje historię oraz funkcjonowanie depozytów papierów wartościowych obsługujących rejestrację, deponowanie, rozliczenia i rozrachunek zawieranych w Polsce transakcji, których przedmiotem są instrumenty finansowe.

Rozdział trzeci poświęcony jest kierunkom zmian funkcjonowania izb rozliczeniowych, centralnych kontrapartnerów oraz depozytów papierów wartościowych na świecie oraz w Unii Europejskiej w ciągu ostatnich lat. W szczególności rozdział ten przedstawia rolę różnych międzynarodowych oraz unijnych instytucji i gremiów oraz podejmowane przez nie inicjatywy mające na celu zwiększenie bezpieczeństwa, efektywności i harmonizacji sposobu realizacji usług posttransakcyjnych, a także udział polskich instytucji w tych inicjatywach. Na tym tle zaprezentowano strategię rozwoju polskiej infrastruktury rynku kapitałowego.

W publikacji zebrano informacje o systemach rozrachunku papierów wartościowych w Polsce i Unii Europejskiej według stanu na wrzesień 2008 r.



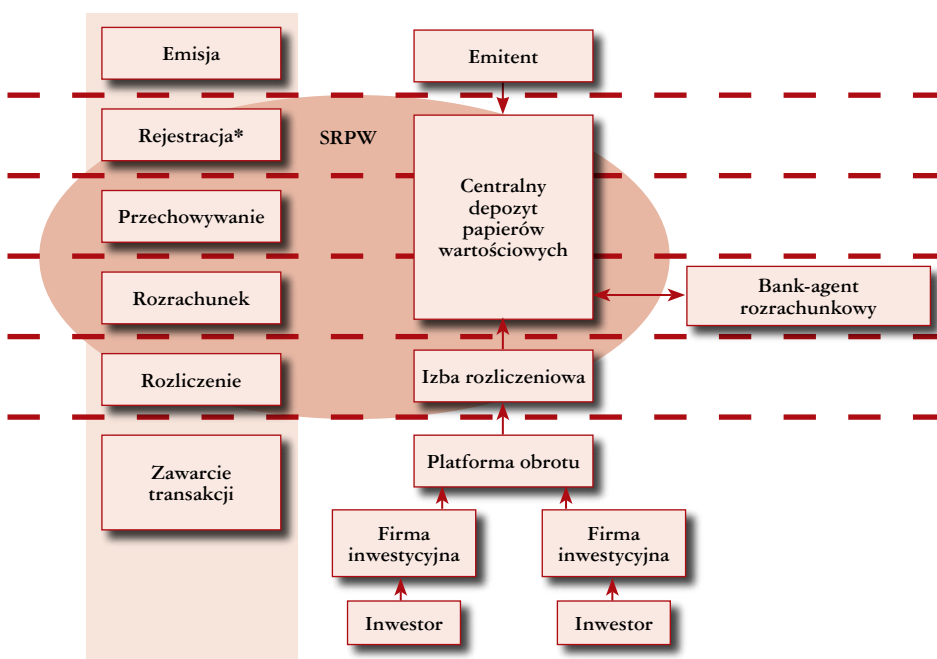
Rozdział 1

Opis procesów zachodzących na rynku kapitałowym oraz podmiotów biorących udział w tych procesach

1.1. Główne procesy zachodzące na rynku kapitałowym

Podstawowe procesy zachodzące na rynku kapitałowym koncentrują się na kreacji papieru wartościowego oraz na przenoszeniu praw z tego papieru między inwestorami. Pod tym względem rynek kapitałowy¹ dzielimy na rynek pierwotny (*primary market*) oraz rynek wtórny (*secondary market*). Rynek pierwotny obejmuje emisję (*issue*) i sprzedaż papierów wartościowych inwestorom przez uprawnione do ich emisji podmioty gospodarcze. Na rynku pierwotnym dochodzi do pozyskania kapitału przez emitenta. Rynek wtórny obejmuje natomiast obrót wyemitowanymi papierami wartościowymi, czyli zawieranie przez inwestorów transakcji kup-

Schemat 1. Podstawowe procesy zachodzące na rynku kapitałowym oraz podmioty w nich uczestniczące



* Dla uproszczenia na schemacie pominięto, analogiczne do rejestracji, pojęcie deponowania, odnoszące się do powierzania instytucji świadczącej usługi depozytowe papierów wartościowych występujących w formie materialnej.

Źródło: opracowanie NBP.

na i sprzedaży, których przedmiotem są papiery wartościowe. Transakcje te mogą być zawierane w obrocie zorganizowanym (np. na giełdzie) lub poza nim. Papiery wartościowe danego emitenta są przedmiotem obrotu bez udziału emitenta.

¹ Rynek kapitałowy – segment rynku finansowego, na którym obraca się papierami wartościowymi o pierwotnym okresie wykupu dłuższym niż jeden rok. Jeden rok dla pierwotnego okresu wykupu jest zwyczajowo przyjętą cezurą czasową, oddzielającą rynek pieniężny od kapitałowego.

Obsługa procesów związanych z obrotem zdematerializowanymi papierami wartościowymi obejmuje głównie zawarcie przez inwestorów transakcji (*trading*), której przedmiotem są papiery wartościowe, oraz czynności posttransakcyjne (*post-trading activities*), w szczególności rozliczenie (*clearing*) transakcji, czyli ustalenie wielkości wzajemnych zobowiązań stron transakcji, i rozrachunek (*settlement*), czyli przeniesienie papierów wartościowych i środków pieniężnych między kontami stron transakcji. Rozwiązania instytucjonalne służące do przechowywania (*safekeeping, custody*) papierów wartościowych oraz rozliczania i rozrachunku transakcji, których przedmiotem są papiery wartościowe, określa się mianem systemu rozrachunku papierów wartościowych (SRPW)². Podstawowe procesy zachodzące na rynku kapitałowym oraz podmioty w nich uczestniczące przedstawia schemat 1.

1.1.1. Emisja papierów wartościowych

Katalog instrumentów finansowych (*financial instruments*), do których zalicza się również papiery wartościowe (*securities*), będące przedmiotem obrotu na danym rynku kapitałowym, zależy od regulacji prawnych na nim obowiązujących i może być w związku z tym różny na poszczególnych rynkach.

W Polsce, zgodnie z ustawą o obrocie³, instrumentami finansowymi są papiery wartościowe oraz niebędące papierami wartościowymi: tytuły uczestnictwa w instytucjach zbiorowego inwestowania, instrumenty rynku pieniężnego, kontrakty terminowe, umowy *forward*, swapy, opcje, pochodne instrumenty towarowe⁴ oraz inne instrumenty dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym (lub będące przedmiotem ubiegania się o takie dopuszczenie).

Papierami wartościowymi są akcje, obligacje, prawa poboru, prawa do akcji, warranty subskrypcyjne, kwity depozytowe, listy zastawne, certyfikaty inwestycyjne i inne zbywalne instrumenty finansowe, wymienione w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi⁵, w tym prawa pochodne. Papiery wartościowe mogą mieć postać dokumentu papierowego lub być zdematerializowane. Dematerializacja (*dematerialization*) oznacza, że papiery wartościowe występują jedynie jako zapis elektroniczny w systemie depozytu papierów wartościowych lub zapis w systemie informatycznym firmy inwestycyjnej czy banku. Papiery wartościowe będące przedmiotem obrotu na rynku regulowanym w Polsce występują wyłącznie w formie zdematerializowanej i są rejestrowane w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych (KDPW).

Z kolei zgodnie z nazewnictwem wynikającym z praktyki obrotu instrumentami finansowymi, można wśród nich wyróżnić kategorię instrumentów pochodnych. Instrumenty pochodne to instrumenty finansowe, których wartość zależy od wartości instrumentu lub innego aktywu bazowego (np. akcje, waluty, stopy procentowe, towary). Zaliczymy do nich niebędące papierami wartościowymi (niemające charakteru emisyjnego) instrumenty, takie jak

² *Securities Settlement System (SSS) – The full set of institutional arrangements for confirmation, clearance and settlement of securities trades and safekeeping of securities (Recommendations for securities settlement systems, CPSS-IOSCO, November 2001).* Definicja systemu rozrachunku papierów wartościowych zawarta w tekście nie obejmuje potwierdzenia warunków transakcji (*confirmation*) ze względu na fakt, że często uważa się to za część procesu rozliczania transakcji, podobnie jak zestawianie zleceń (fr. *comparaison*, ang. *matching*).

³ Art. 2 ust. 1 ustawy z 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. Nr 183, poz. 1538, ze zm.).

⁴ Prawa majątkowe, których cena zależy bezpośrednio lub pośrednio od wartości oznaczonych co do gatunku rzeczy, określonych rodzajów energii, mierników i limitów wielkości produkcji lub emisji zanieczyszczeń.

⁵ Ustawa z 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. Nr 183, poz. 1538, ze zm.).

kontrakty terminowe typu *futures, forward*, opcje i swapy. W kategorii tej mieszczą się również będące papierami wartościowymi prawa pochodne⁶.

1.1.1.1. Cele i korzyści wynikające z emisji⁷

Podstawowym celem emisji papierów wartościowych (głównie akcji i obligacji) jest pozyskanie środków na finansowanie działalności i dalszego rozwoju przedsiębiorstwa. Emitent, który decyduje się na emisję papierów wartościowych w formie oferty publicznej, połączonej z notowaniem akcji na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu (ASO), może osiągnąć dodatkowe korzyści w postaci: zwiększenia wiarygodności i prestiżu spółki, uzyskania efektu marketingowego poprzez promocję spółki, uzyskania rynkowej wyceny spółki oraz zapewnienia większej płynności papierów wartościowych będących w posiadaniu inwestorów. Emisja może służyć spółce do motywowania pracowników i menedżerów poprzez zaferowanie im pakietów akcji w ramach programów motywacyjnych.

Celem kreowania lub oferowania instrumentów pochodnych przez organizatora obrotu tymi instrumentami jest poszerzenie oferty instrumentów finansowych, co umożliwi inwestorom stosowanie różnych strategii inwestycyjnych. Należą do nich: zabezpieczanie się przed ryzykiem zmiany ceny instrumentu lub aktywu bazowego (*hedging*), podejmowanie ryzyka poprzez wykorzystanie zmiany cen w celu osiągnięcia zysków (spekulacja) oraz osiąganie zysków bez ponoszenia ryzyka poprzez wykorzystanie różnic w wycenach instrumentu pochodnego oraz instrumentu (aktywu) bazowego (arbitraż).

1.1.1.2. Proces emisji

Ze względu na sposób oferowania papierów wartościowych ich emisja może się odbywać poprzez ofertę publiczną⁸ lub poprzez ofertę niepubliczną.

W przypadku zakładania spółki akcyjnej mamy do czynienia z emisją założycielską. Kolejne emisje akcji związane z podwyższaniem kapitału zakładowego mogą odbywać się w formie oferty niepublicznej lub poprzez ofertę publiczną. Podobnie obligacje mogą być emitowane w ramach oferty niepublicznej lub publicznej.

Publiczna oferta papierów wartościowych

Ofertą publiczną jest udostępnianie na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, w dowolnej formie i w dowolny sposób, co najmniej 100 inwestorom lub nieoznaczonemu adresatowi, informacji o papierach wartościowych i warunkach dotyczących ich nabycia, stanowiących dostateczną podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych papierów wartościowych⁹. W emisji papierów wartościowych w trybie oferty publicznej bierze udział emitent (podmiot emitujący papiery wartościowe we własnym imieniu)¹⁰. Emitent do przeprowadzenia oferty publicznej papierów wartościowych zatrudnia firmę inwestycyjną (koordynator procesu emisji) oraz biegłego rewidenta (badający sprawozdania finansowe). W zależności od stopnia skom-

⁶ Przykładem praw pochodnych są certyfikaty strukturyzowane będące przedmiotem obrotu na GPW.

⁷ M. Poślad, S. Thiel, T. Zwoliński, *Akcje i obligacje korporacyjne – oferta publiczna i rynek regulowany*, KPWiG, Warszawa 2006, s. 27 oraz Bogdan Duszek, *Jak pozyskać kapitał z giełdy?*, GPW, Warszawa 2007, s. 7.

⁸ W przypadku dokonywania po raz pierwszy oferty publicznej mówimy o tzw. pierwszej ofercie publicznej (*initial public offering*, IPO), przy kolejnej mówimy o tzw. wtórnej ofercie publicznej (*secondary public offering*, SPO).

⁹ Art. 3 ustawy z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. Nr 184, poz. 1539, ze zm.).

¹⁰ Ofertę publiczną może także przeprowadzić właściciel papierów wartościowych.

plikowania oferty wynajmowani są dodatkowo¹¹ doradcy prawni, finansowi, firmy *public relations* i *investor relations* oraz subemitent inwestycyjny (nabywa na własny rachunek papiery wartościowe, na które nie złożono zapisów) lub usługowy (nabywa na własny rachunek papiery wartościowe w celu dalszego ich zbywania)¹².

Ofertę publiczną lub wprowadzanie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym można przeprowadzić na podstawie prospektu emisyjnego, memorandum informacyjnego lub bez konieczności sporządzania dokumentu informacyjnego, w ściśle określonych przypadkach.

Pierwsze wprowadzenie papierów wartościowych na rynek regulowany, co do zasady, zawsze wymaga sporządzenia prospektu emisyjnego lub memorandum informacyjnego (zależnie od wielkości oferty). Obowiązku sporządzania prospektu lub memorandum informacyjnego nie ma w przypadku m.in. oferty publicznej kierowanej wyłącznie do inwestorów kwalifikowanych¹³ oraz gdy emitentami są Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski (NBP), czy dotyczącej papierów wartościowych, których jednostkowa wartość nominalna wynosi nie mniej niż 50 000 euro lub równowartość tej kwoty w złotych, lub w przypadku dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym akcji, które w okresie kolejnych 12 miesięcy stanowią mniej niż 10% wszystkich akcji spółki, oraz w innych przypadkach określonych w ustawie o ofercie publicznej¹⁴. W przypadku zwolnienia z konieczności sporządzania dokumentu informacyjnego emitent lub wprowadzający określa zakres i formę informacji przekazywanych zainteresowanym inwestorom.

Dokumenty informacyjne – prospekt emisyjny i memorandum informacyjne

Prospekt emisyjny jest podstawowym dokumentem, na bazie którego przeprowadzana jest oferta publiczna, i jednocześnie stanowi główne źródło informacji dla inwestorów. Na podstawie prospektu emisyjnego (sporządzonego w języku angielskim) można przeprowadzić ofertę publiczną oraz wprowadzić papiery do obrotu na rynku regulowanym w dowolnym państwie członkowskim Unii Europejskiej (UE). Na poziomie UE zagadnienia związane z obowiązkiem zatwierdzenia oraz publikacji prospektu emisyjnego reguluje dyrektywa prospektowa¹⁵ oraz – w zakresie zawartości i treści prospektu emisyjnego – rozporządzenie¹⁶ wykonujące tę dyrektywę. Dyrektywy są wprowadzone do regulacji krajowych. Rozporządzenia unijne obowiązują w Polsce bezpośrednio w polskiej wersji językowej. Termin ważności prospektu emisyjnego wynosi 12 miesięcy od dnia jego udostępnienia do publicznej wiadomości. Emitent jest zobowiązany do aktualizacji prospektu w formie aneksu w momencie wystąpienia zdarzeń lub okoliczności, które mogłyby istotnie wpłynąć na cenę papieru wartościowego przed wejściem na rynek regulowany. Aneks podlega zatwierdzeniu przez Komisję Nadzoru Finansowego (KNF).

W memorandum informacyjnym prezentowany jest mniejszy zakres informacji niż w prospekcie emisyjnym. Sporządza się je w wybranych sytuacjach przewidzianych ustawą o ofer-

¹¹ M. Poślad, S. Thiel, T. Zwoliński, *Akcje i obligacje korporacyjne – oferta publiczna i rynek regulowany*, KPWiG, Warszawa 2006, s. 66.

¹² Umowa o subemisję inwestycyjną (*standby underwriting*) lub usługową (*firm commitment underwriting*) zawierana jest w celu ograniczenia lub wyeliminowania ryzyka niepowodzenia emisji.

¹³ Patrz punkt 1.2.2 „Inwestorzy”.

¹⁴ Wyłączenia od konieczności sporządzania prospektu emisyjnego zawiera art. 7 ust. 2–4 ustawy o ofercie publicznej.

¹⁵ Dyrektywa 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 4 listopada 2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych.

¹⁶ Rozporządzenie Komisji (WE) nr 809/2004 z 29 kwietnia 2004 r. wykonujące dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie informacji zawartych w prospektach emisyjnych oraz formy, włączenia przez odniesienie i publikacji takich prospektów emisyjnych oraz rozpowszechniania reklam.

cie¹⁷, np. w związku z przejmowaniem innej spółki oraz łączeniem się z inną spółką, przy mniejszych ofertach publicznych, których wartość nie przekracza 2,5 mln euro, lub w odniesieniu do papierów wartościowych już dopuszczonych do obrotu na innym rynku regulowanym.

Oferta publiczna oraz wprowadzenie instrumentów finansowych do obrotu

Proces publicznej oferty akcji rozpoczyna się od podjęcia uchwały przez akcjonariuszy spółki o publicznej emisji akcji na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy (WZA) spółki. Spółka musi wybrać i podpisać umowę z domem maklerskim, który będzie koordynował proces oferty. Powinna również podjąć prace nad sporządzeniem prospektu emisyjnego razem z biegłym rewidentem, wybranym domem maklerskim oraz doradcami prawnymi i finansowymi. Dom maklerski w imieniu emitenta składa w KNF prospekt wraz z wnioskiem o zatwierdzenie prospektu. Po zatwierdzeniu prospektu emisyjnego przez KNF dom maklerski przeprowadza publiczną ofertę papierów emitenta na rynku pierwotnym. Następnie ma miejsce rejestracja akcji nowej emisji przez sąd i zarejestrowanie ich w KDPW. Jeśli oferta publiczna ma być powiązana z wprowadzeniem akcji na rynek regulowany, kolejnym krokiem jest złożenie wniosku do organizatora obrotu o dopuszczenie akcji spółki do obrotu na rynku regulowanym. Po dopuszczeniu akcje spółki zostają wprowadzone do obrotu na rynku regulowanym.

Przedmiotem obrotu mogą być także obligacje. Największym emitentem obligacji w Polsce jest Skarb Państwa. Skarbowe papiery wartościowe są emitowane przez Ministra Finansów. Obrót obligacjami skarbowymi odbywa się w Polsce głównie poza rynkiem regulowanym. Pozostałe rodzaje obligacji, tj. korporacyjne, banków i komunalne, są mniej rozpowszechnione. Emisja obligacji skarbowych odbywa się na podstawie listu emisyjnego, a obligacji komunalnych na podstawie memorandum informacyjnego. W odniesieniu do emisji przeprowadzanych w trybie oferty publicznej proces emisji obligacji korporacyjnych i bankowych przebiega podobnie jak w przypadku emisji akcji, na podstawie prospektu zatwierdzonego przez KNF. Wymóg sporządzania prospektu nie istnieje w przypadku emisji w trybie oferty niepublicznej. W przypadku obligacji nieskarbowych dla powodzenia emisji istotne są wiarygodność kredytowa emitenta i odpowiednia ocena ryzyka kredytowego (*rating*) dokonywana przez wyspecjalizowane agencje ratingowe (*rating agencies*).

W przypadku instrumentów pochodnych niebędących papierami wartościowymi¹⁸ nie mówimy o ofercie publicznej, ale o dopuszczeniu do obrotu. Na rynku regulowanym (w Polsce jest to GPW)¹⁹ organizator obrotu instrumentami pochodnymi opracowuje standard instrumentów pochodnych, czyli podstawowe elementy konstrukcji danego instrumentu pochodnego. Następnie organizator obrotu przygotowuje warunki obrotu (w tym sposób rozliczenia) i występuje do regulatora rynku (KNF) o ich zatwierdzenie. Po zatwierdzeniu organizator obrotu podejmuje uchwałę o wprowadzeniu instrumentu do obrotu. Procedury rozliczenia operacji, których przedmiotem są instrumenty pochodne, ich ewidencjonowania oraz minimalną wysokość depozytu zabezpieczającego²⁰ określa izba rozliczeniowa.

¹⁷ Zgodnie z art. 38–42 ustawy o ofercie publicznej.

¹⁸ Instrumenty nie mające charakteru emisyjnego.

¹⁹ Ponadto w Polsce instrumenty pochodne są także przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym. Instytucje finansowe (banki) oferują swoim klientom zawieranie transakcji kupna i sprzedaży instrumentu pochodnego na bazie umowy ramowej. Umowa jest tworzona w oparciu o *Rekomendacje ZBP dotyczące zawierania wybranych transakcji na polskim rynku międzybankowym*, regulacje wewnętrzne (regulamin produktu, regulamin transakcji itp.) lub na podstawie rekomendacji ISDA (*International Swap & Derivatives Association*). Procedury ustalania depozytu zabezpieczającego i rozliczania transakcji określa oferująca instrumenty pochodne instytucja finansowa.

²⁰ Jest to jeden z elementów zarządzania ryzykiem rozliczeniowym stosowanych przez KDPW. Szerzej opisano go w punktach 1.1.4 „Rozliczenia” oraz 2.2.1.2 „Charakterystyka systemu KDPW”.

Oferta papierów wartościowych niebędąca ofertą publiczną

Oferta niepubliczna papierów wartościowych skierowana jest do ograniczonej liczby inwestorów (nie więcej niż 99) i odbywa się na zasadach określonych w ogólnych przepisach prawa (m.in. kodeksie spółek handlowych w przypadku akcji i ustawie o obligacjach w przypadku obligacji). Papiery te mogą zostać następnie wprowadzone do obrotu zorganizowanego na ASO²¹ lub obrót nimi może nie mieć charakteru obrotu zorganizowanego²².

1.1.2. Rejestracja i deponowanie papierów wartościowych

Deponowanie papierów wartościowych polega na powierzeniu instytucji świadczącej usługi depozytowe przechowywania papierów wartościowych występujących w formie materialnej²³. Celem deponowania jest zapewnienie bezpieczeństwa przechowywania instrumentów finansowych. Następstwem deponowania może być immobilizacja, oznaczająca zapisanie papierów wartościowych na kontach depozytowych prowadzonych przez depozyt papierów wartościowych. Od tego momentu zaczynają one funkcjonować w obrocie w formie zapisu księgowego na rachunku papierów wartościowych prowadzonym przez depozyt lub firmę inwestycyjną dla ich właściciela, przy czym zdeponowane papiery materialne nie ulegają unieważnieniu.

Termin **rejestracja** odnosi się do zdematerializowanych papierów wartościowych (są to papiery wartościowe mające od chwili powstania wyłącznie formę zapisów księgowych) i oznacza zapisywanie wprowadzanych do obrotu papierów w systemie kont prowadzonym w depozycie papierów wartościowych.

Zgodnie z ustawą o obrocie instrumentami finansowymi²⁴ depozyt papierów wartościowych jest to system rejestracji zdematerializowanych papierów wartościowych obejmujący rachunki papierów wartościowych i konta depozytowe. W Polsce operatorem tego systemu dla większości instrumentów finansowych jest, na mocy ww. ustawy, Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych SA (KDPW SA), a dla bonów skarbowych emitowanych przez Ministerstwo Finansów oraz bonów pieniężnych emitowanych przez NBP – Rejestr Papierów Wartościowych (RPW) prowadzony przez NBP.

Rejestracja papierów wartościowych odbywa się na wniosek emitenta. We wniosku wskazane są liczba i cechy charakterystyczne papierów wartościowych danej emisji. Po zaakceptowaniu wniosku instytucja prowadząca depozyt papierów wartościowych wydaje uchwałę o przyjęciu papierów wartościowych. Ze względu na swą jednorodność²⁵ (*fungibility*) wszystkie papiery wartościowe danej emisji są oznaczane, na podstawie uchwały podejmowanej przez instytucję prowadzącą depozyt papierów wartościowych, wspólnym kodem (w Polsce stosowany jest kod ISIN – *International Securities Identifying Number*)²⁶ i zapisywane na koncie emisyjnym prowadzonym w depozycie papierów wartościowych. Stan tego konta odzwierciedla wielkość emisji²⁷.

²¹ Alternatywny system obrotu, czyli ang. *Multilateral Trading Facility*.

²² Patrz także punkt 1.1.3 „Zawieranie transakcji”.

²³ W dokumencie KE *Draft Working Document on Post-Trading “deposit”* jest zdefiniowany jako “*the storage of physical securities on behalf of others*”. Patrz punkt 2.1.2.2 „Obecna rola depozytów papierów wartościowych”.

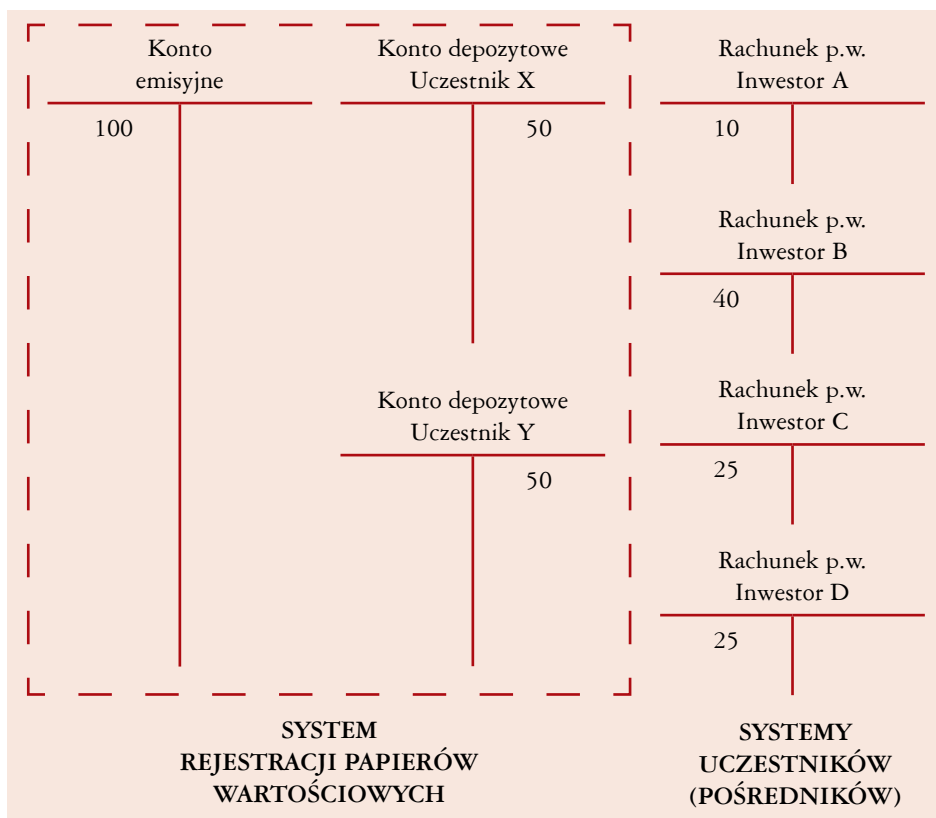
²⁴ Art. 3 pkt 21 ustawy.

²⁵ Oznacza to, że wszystkie papiery objęte daną emisją dają posiadaczowi te same prawa.

²⁶ ISIN jest to kod umożliwiający identyfikację papieru wartościowego w procesie obrotu i rozrachunku.

²⁷ Opis dotyczy wyłącznie papierów wartościowych. W przypadku instrumentów pochodnych rejestracja odbywa się na kontach prowadzonych przez izbę rozliczeniową w procesie ewidencji operacji (głównie transakcji) na tych instrumentach, poprzez zapisywanie pozycji zajmowanych przez sprzedającego (pozycja krótka) i kupującego (pozycja długa). Dla instrumentów pochodnych nie jest więc prowadzone konto emisyjne.

Schemat 2. System rejestracji papierów wartościowych w Polsce



Źródło: opracowanie KDPW SA.

Rejestracja w depozycie prowadzona jest zgodnie z zasadą podwójnego zapisu: zapisom na koncie emisyjnym odpowiadają zapisy na kontach depozytowych, obrazujące stan posiadania papierów wartościowych przez inwestorów. Konta depozytowe mogą być prowadzone na poziomie indywidualnym (*direct holding system*) bądź na poziomie pośredników: banków powierniczych i domów maklerskich (*indirect holding system*). W przypadku pierwszego modelu depozyt papierów wartościowych prowadzi oprócz kont emisyjnych także konta depozytowe bezpośrednio dla inwestorów finalnych. Rozwiązanie to, praktykowane na niektórych rynkach kapitałowych, np. skandynawskich czy w Grecji, nie jest stosowane w Polsce. W przypadku drugiego modelu (stosowanego w polskim depozycie papierów wartościowych) konta depozytowe mają charakter zbiorczy, tzn. zapisywana jest na nich ogólna liczba papierów wartościowych posiadanych przez klientów pośredników. Pośrednicy z kolei prowadzą w swoich systemach ewidencję szczegółową dla klientów: inwestorów finalnych bądź innych pośredników. Ewidencja instrumentów finansowych dla inwestorów finalnych prowadzona jest na **rachunkach papierów wartościowych**, na których zapisywane jest prawo do instrumentów finansowych.

Zgodnie z definicją zawartą w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi²⁸ rachunki papierów wartościowych umożliwiają identyfikację osób uprawnionych z zapisanych na nich

²⁸ Art. 4 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

instrumentów finansowych (inwestorów finalnych) i mogą być prowadzone na rzecz tych osób przez domy maklerskie, banki prowadzące działalność maklerską, banki powiernicze, zagraniczne firmy inwestycyjne, KDPW SA i NBP. Stany kont depozytowych prowadzonych w depozycie papierów wartościowych na rzecz pośredników stanowią zbiorcze odzwierciedlenie stanów rachunków papierów wartościowych prowadzonych przez nich dla swoich klientów. Suma stanów na rachunkach papierów wartościowych prowadzonych przez pośrednika powinna być zgodna ze stanem na prowadzonym dla niego koncie depozytowym. System rejestracji papierów wartościowych w Polsce przedstawiono na schemacie 2.

Zapisy na kontach depozytowych i wynikające z nich zapisy na rachunkach papierów wartościowych powstają w związku z przeniesieniem **praw** z papierów wartościowych na rzecz finalnych inwestorów w wyniku dystrybucji zachodzącej na rynku pierwotnym lub w wyniku przeprowadzania transakcji na rynku wtórnym. W obu przypadkach instrumenty finansowe są przenoszone w procesie jednoczesnego obciążania (*debit*) i uznawania (*credit*) kont depozytowych.

W przypadku gdy zachodzi potrzeba przedstawienia przez inwestora pisemnego potwierdzenia posiadania uprawnień z papierów wartościowych zapisanych na jego rachunku (np. w celu uczestnictwa w WZA spółki, której akcje posiada), podmiot prowadzący ten rachunek wystawia inwestorowi pisemne, imienne **świadcstwo depozytowe**. Papiery wartościowe wskazane w świadectwie są blokowane na rachunku, co uniemożliwia ich sprzedaż w okresie ważności świadectwa depozytowego.

1.1.3. Zawieranie transakcji

Wyemitowane i sprzedane pierwszemu posiadaczowi papiery wartościowe trafiają do obrotu na rynku wtórnym. Przez pojęcie obrotu na rynku wtórnym należy przede wszystkim rozumieć zawieranie przez inwestorów (bez udziału emitenta) transakcji (kojarzenie zleceń kupna i sprzedaży), których przedmiotem są papiery wartościowe²⁹. Strukturę wtórnego obrotu papierami wartościowymi przedstawia schemat 3.

Przez obrót zorganizowany rozumie się obrót papierami wartościowymi lub innymi instrumentami finansowymi dokonywany na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej na rynku regulowanym albo w alternatywnym systemie obrotu (ASO)³⁰. Rynkiem regulowanym jest system obrotu instrumentami finansowymi dopuszczonymi do tego obrotu, działający w sposób stały, zapewniający inwestorom powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie przy kojarzeniu ofert nabycia i zbycia instrumentów finansowych oraz jednakowe warunki nabywania i zbywania tych instrumentów, zorganizowany i podlegający nadzorowi KNF³¹. KNF wskazuje Komisji Europejskiej (KE) rynki regulowane, które istnieją w Polsce. KE publikuje listę wszystkich rynków regulowanych działających w poszczególnych krajach członkowskich UE. ASO³² jest wielostronnym systemem obrotu dokonywanego poza ryn-

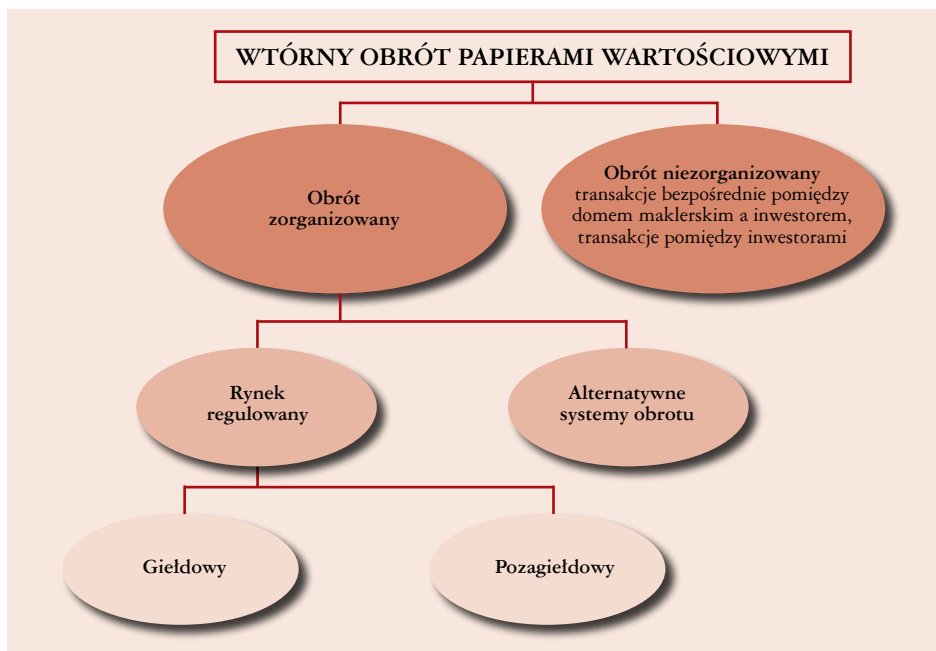
²⁹ Szczegółowe regulacje dotyczące wtórnego obrotu można znaleźć w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi (m.in. art. 3 pkt 7, oraz dział II Wtórny obrót instrumentami finansowymi).

³⁰ Art. 3 pkt 9 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

³¹ Art. 14 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

³² Art. 3 pkt 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. W porównaniu z rynkiem regulowanym rynek ASO charakteryzuje się niższymi wymaganiami informacyjnymi wobec notowanych instrumentów oraz bardziej elastycznymi procedurami dopuszczania instrumentów i uczestników do obrotu. ASO cechuje się wyższym ryzykiem inwestycyjnym dla inwestorów ze względu na mniejszą przejrzystość rynku. Dzięki prostszym regulacjom i niższym wymaganiom regulatora ASO mogą być tańszymi platformami obrotu niż rynki regulowane; w zależności od przyjętego modelu biznesowego może dotyczyć to emitenta lub inwestora.

Schemat 3. Struktura wtórnego obrotu papierami wartościowymi



Źródło: opracowanie GPW.

kiem regulowanym, organizowanym przez firmę inwestycyjną lub spółkę prowadzącą rynek regulowany.

Obecnie inwestor ma możliwość zawierania transakcji na rynku regulowanym (na rynku giełdowym, w Polsce prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie SA GPW i na rynku pozagiełdowym, w Polsce prowadzonym przez MTS-CeTO SA) oraz poza rynkiem regulowanym, tj. na ASO (rynek NewConnect dla akcji oraz MTS Poland w zakresie obligacji³³), bezpośrednio z firmą inwestycyjną (transakcje bezpośrednie³⁴) lub z innym inwestorem³⁵. W Polsce pośrednictwo firmy inwestycyjnej wymagane jest tylko w przypadku zawierania transakcji na rynku regulowanym³⁶. Firma inwestycyjna ma obowiązek zapewnienia inwestorom najlepszych warunków realizacji zlecenia (tzw. zasada *best execution*).

³³ Warto zauważyć, że MTS Poland z jednej strony nie stanowi alternatywnego systemem obrotu w rozumieniu przepisów prawa polskiego (art. 3 pkt 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi), z uwagi na to, że jest rynkiem, na którym organizowany jest obrót papierami Skarbu Państwa. Natomiast z drugiej strony MTS Poland znajduje się na liście ASO publikowanej przez Komitet Europejskich Regulatorów Rynku Papierów Wartościowych (Committee of European Securities Regulators, CESR), zgodnie z wymaganiami dyrektywy MiFID.

³⁴ Transakcją bezpośrednią jest wykonanie przez firmę inwestycyjną zlecenia nabycia lub zbycia papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu zorganizowanego, poprzez zawarcie na własny rachunek umowy sprzedaży ze zleceniodawcą (art. 74 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi).

³⁵ W praktyce w przypadku wszystkich transakcji zawieranych poza właściwym parkietem giełdy mówimy o rynku *over-the-counter* (OTC).

³⁶ Pierwotnie zasada pośrednictwa firm inwestycyjnych dominowała na rynkach regulowanych. Obecnie wiele rynków odchodzi od zasady wyłączności.

Inwestor, który zamierza dokonać transakcji na rynku regulowanym, musi zawrzeć umowę i założyć rachunek inwestycyjny w wybranej firmie inwestycyjnej. Rachunek inwestycyjny składa się z rachunku papierów wartościowych oraz rachunku pieniężnego. W przypadku instrumentów pochodnych inwestor musi uzyskać także Numer Identyfikacji Klienta (NIK) nadawany przez izbę rozliczeniową. Firma inwestycyjna, której klient zlecił dokonanie transakcji, odpowiada za prawidłowe wykonanie zlecenia. Przy zawieraniu transakcji na ASO nie ma obowiązku korzystania z pośrednictwa firmy inwestycyjnej. Inwestor może złożyć zlecenie, które jest kojarzone bezpośrednio ze zleceniem innego inwestora.

W celu zawarcia transakcji na rynku zorganizowanym klient przekazuje firmie inwestycyjnej zlecenie zakupu lub sprzedaży instrumentów finansowych. Zlecenia można składać osobiście w domu maklerskim lub w inny sposób przez telefon, faks lub Internet. Zlecenie jest weryfikowane przez firmę inwestycyjną. Weryfikacja obejmuje m.in. sprawdzenie, czy inwestor ma na swoim rachunku papiery, które chce sprzedać, lub czy ma wystarczającą ilość środków pieniężnych, gdy chce je kupić. Następnie zlecenie przekazywane jest do realizacji. Zlecenia kupna i sprzedaży są kojarzone przez system obrotu według ściśle określonych kryteriów. Zestawione zlecenia tworzą transakcję. Po jej zawarciu organizator obrotu przekazuje firmom inwestycyjnym potwierdzenie zawarcia transakcji. Firma inwestycyjna przekazuje inwestorowi informacje o zawarciu transakcji. Potwierdzenia zawarcia transakcji, po akceptacji przez firmę inwestycyjną, przekazywane są do izby rozliczeniowej w celu ich rozliczenia (w Polsce funkcję tę pełni KDPW SA).

Transakcja poza rynkiem zorganizowanym może być zawierana bezpośrednio z firmą inwestycyjną lub innym inwestorem. Firma inwestycyjna może wykonać zlecenie klienta poprzez zawarcie na własny rachunek umowy sprzedaży instrumentów finansowych z klientem. Zawieranie transakcji bezpośrednio z firmą inwestycyjną wymaga zgody klienta na taki sposób realizacji zlecenia w odpowiedniej umowie o świadczenie usług. Inwestor może także zawrzeć transakcję z innym inwestorem na podstawie ogólnych przepisów prawa cywilnego.

1.1.4. Rozliczenia

Opisane w punkcie 1.1.3 zawarcie transakcji jest pierwszym etapem jej realizacji, rozpoczynającym tzw. łańcuch transakcyjny. Obejmuje on cały cykl przetwarzania transakcji – od zawarcia, przez rozliczenie, aż do rozrachunku, który kończy realizację transakcji poprzez przekazanie sprzedającemu środków pieniężnych, a kupującemu nabytych papierów wartościowych.

Po zawarciu transakcji konieczne jest ustalenie wysokości wynikających z niej zobowiązań stron transakcji oraz sprawdzenie dostępności aktywów (papierów wartościowych i środków pieniężnych) potrzebnych do wypełnienia tych zobowiązań³⁷. Proces ten jest określany jako **rozliczenie**. Rozliczenie jest wykonywane w izbach rozliczeniowych, które mogą być prowadzone w ramach centralnego depozytu papierów wartościowych lub przez odrębne podmioty.

W Polsce rozliczenia transakcji zawieranych na rynku regulowanym (a także poza nim, jeżeli przedmiotem transakcji są instrumenty finansowe zarejestrowane w KDPW) prowadzi KDPW SA zarówno dla papierów wartościowych, jak i instrumentów pochodnych. Na podstawie potwierdzenia zawarcia transakcji, otrzymanego z rynku regulowanego, KDPW oblicza należności i zobowiązania stron w odniesieniu do instrumentów finansowych będących

³⁷ Na podstawie definicji zamieszczonej w dokumencie KE *Draft working document on post-trading activities*, 23.05.2006, http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/draft/draft_en.pdf.

przedmiotem transakcji oraz środków pieniężnych, z uwzględnieniem planowanej daty realizacji zobowiązań.

Zobowiązania wynikające z poszczególnych transakcji mogą być obliczane niezależnie od siebie na zasadzie brutto bądź kompensowane. **Kompensacja**, czyli obliczenie zobowiązań na zasadzie netto (*netting*), polega na pomniejszeniu zobowiązań instytucji finansowej do realizacji w danym dniu (lub w danej sesji rozliczeniowej, jeśli w ciągu dnia rozliczenie prowadzone jest w kilku sesjach) o wielkość jej należności w tym dniu (sesji) i może być stosowana do wzajemnych zobowiązań dwóch uczestników (**kompensacja dwustronna**) bądź grupy uczestników (**kompensacja wielostronna**)³⁸. Kompensacja może dotyczyć zobowiązań w papierach wartościowych lub środkach pieniężnych, a jej stosowanie umożliwia zmniejszenie liczby i wolumenu transferów papierów wartościowych i przepływów pieniężnych. Po ustaleniu wysokości zobowiązań instytucja prowadząca rozliczenie informuje (za pomocą raportów) strony transakcji o ich należnościach i zobowiązaniach, co pozwala im przygotować aktywa potrzebne do realizacji rozrachunku we wskazanym dniu.

Ostatnim elementem rozliczenia jest **sprawdzenie dostępności** papierów wartościowych i środków pieniężnych potrzebnych do realizacji zobowiązań. Jeśli są one dostępne, transakcja jest kierowana do dalszego przetwarzania – rozrachunku. W przypadku stwierdzenia braku tych aktywów izba rozliczeniowa może zaniechać dalszego przetwarzania danej transakcji i poinformować o tym zainteresowaną instytucję finansową bądź podjąć próbę uzyskania aktywów potrzebnych do rozrachunku, korzystając z mechanizmów zapewniania płynności rozliczenia, takich jak pożyczki papierów wartościowych, fundusz gwarantowania rozliczeń czy zabezpieczenia³⁹.

Rozliczanie transakcji, których przedmiotem są instrumenty pochodne niebędące papierami wartościowymi, rozpoczyna się od rejestracji na kontach prowadzonych przez izbę rozliczeniową⁴⁰ (oraz na rachunkach papierów wartościowych prowadzonych przez firmy inwestycyjne) instrumentów pochodnych powstałych w wyniku transakcji. Następnie izba rozliczeniowa szacuje, wykorzystując modele matematyczne, ryzyko niewywiązania się stron z podjętych zobowiązań. Na tej podstawie wyznacza wysokość tzw. depozytów zabezpieczających (*margin*), czyli puli instrumentów finansowych i środków pieniężnych, które strony transakcji przekazują do izby rozliczeniowej w celu zabezpieczenia realizacji swoich zobowiązań wynikających z zajmowanych pozycji⁴¹. Izba rozliczeniowa na bieżąco monitoruje sytuację rynkową (ceny instrumentów finansowych, obroty), która wpływa na poziom ryzyka, i co najmniej raz dziennie (w razie gwałtownych zmian na rynku – częściej) aktualizuje wysokość pobieranych depozytów⁴².

Codzienna aktualizacja zabezpieczeń trwa do momentu zamknięcia przez inwestora zajmowanej przez niego pozycji w instrumentach pochodnych – poprzez zawarcie przeciwnego kontraktu bądź realizację przysługujących mu praw z instrumentu pochodnego.

³⁸ *A glossary of terms used in payments and settlement systems, Committee on Payment and Settlement Systems, Bank for International Settlements, March 2003, s. 9 i 33.*

³⁹ Szerszy opis mechanizmów optymalizacji rozliczenia stosowanych przez KDPW znajduje się w punkcie 2.2.1.2 „Charakterystyka systemu KDPW” w akapicie „Zarządzanie ryzykiem”, a przez RPW w punkcie 2.2.2.2 „Charakterystyka RPW”, w akapicie „Zarządzanie ryzykiem”.

⁴⁰ Na potrzeby rozliczeń rynku instrumentów pochodnych w KDPW są prowadzone konta na poziomie inwestorów indywidualnych (identyfikowanych za pomocą kodu klienta NIK), niebędące jednak rachunkami papierów wartościowych.

⁴¹ Depozyty zabezpieczające w wielu krajach są stosowane także na rynku kasowym.

⁴² System zarządzania ryzykiem stosowany w KDPW jest szerzej opisany w punkcie 2.2.1.2 „Charakterystyka systemu KDPW” w akapicie „Zarządzanie ryzykiem”.

W pierwszym przypadku instrument pochodny jest wyksięgowywany z konta i na tym kończy się proces rozliczeń, natomiast w przypadku realizacji praw z instrumentów pochodnych izba rozliczeniowa określa rodzaj i wysokość zobowiązań wynikających z kontraktu i przekazuje je do rozrachunku.

1.1.5. Rozrachunek

Ostatnim elementem łańcucha transakcji w przypadku zdematerializowanych papierów wartościowych jest **rozrachunek** transakcji. Polega on na przeniesieniu praw z papierów wartościowych poprzez dokonanie zapisu obciążającego konto strony przekazującej te papiery (zbywcy) oraz uznającego konto strony przyjmującej papiery wartościowe (nabywcy), a także ewentualnej realizacji towarzyszących im przepływów pieniężnych. Celem rozrachunku jest więc realizacja (zamknięcie) transakcji, której przedmiotem są papiery wartościowe, poprzez transfer instrumentów finansowych i środków pieniężnych pomiędzy kontami stron transakcji (czyli najczęściej między kontami kupującego i sprzedającego)⁴³.

Rozrachunek jest na ogół realizowany przez centralne depozyty papierów wartościowych na prowadzonych przez nie kontach depozytowych. W Polsce – na mocy ustawy o obrocie instrumentami finansowymi⁴⁴ – rozrachunek transakcji zawieranych na rynku regulowanym i na ASO jest dokonywany przez KDPW.

Zobowiązania wynikające z transakcji mogą być realizowane w dniu zawarcia transakcji bądź w innym dniu wskazanym w transakcji jako dzień rozrachunku. Zwykle termin rozrachunku wynika ze standardowego, przyjętego na danym rynku, cyklu rozrachunkowego. Na polskim rynku kapitałowym termin realizacji zobowiązań wynikających z transakcji zawartych na rynku regulowanym wynosi 3 dni (T+3)⁴⁵. Wyjątkiem są transakcje, których przedmiotem są obligacje skarbowe – w tym przypadku termin rozrachunku wynosi 2 dni (T+2). Strony transakcji zawartych poza rynkiem regulowanym mogą same wskazać uzgodnioną datę rozrachunku.

Rozrachunek może przebiegać na zasadzie **dostawy za płatność** (*delivery versus payment*, DvP) lub **bez płatności** (*free of payment*, FoP) w zależności od tego czy dostawa papierów wartościowych jest związana z jednoczesnym dokonaniem płatności, czy nie. W przypadku dostawy bez płatności rozrachunek polega na przeniesieniu papierów wartościowych pomiędzy kontami. W przypadku dostawy za płatność rozrachunek w papierach wartościowych łączy się z jednoczesnym rozrachunkiem w środkach pieniężnych, a więc obciążeniem rachunku pieniężnego strony przekazującej środki pieniężne oraz uznaniem rachunku pieniężnego strony otrzymującej środki pieniężne w wyniku rozliczenia transakcji⁴⁶. Rozrachunek może się odbywać w pieniądzu banku centralnego (za pośrednictwem rachunków pieniężnych prowadzonych dla uczestników rozrachunku przez bank centralny) bądź w pieniądzu banku komercyjnego (za pośrednictwem rachunków pieniężnych prowadzonych przez bank komercyjny). W roli banku komercyjnego może także występować centralny depozyt papierów wartościowych, jeśli istnieją ku temu odpowiednie podstawy

⁴³ Na podstawie definicji zamieszczonej w dokumencie KE *Draft working document on post-trading activities*, 23.05.2006, http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/draft/draft_en.pdf.

⁴⁴ Zgodnie z art. 48 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

⁴⁵ Oznacza to, że rozrachunek transakcji następuje w trzecim dniu po dniu zawarcia transakcji.

⁴⁶ Według przedstawionej w dokumencie pt.: *Delivery versus Payment in Securities Settlement Systems* (September 1992) klasyfikacji Banku Rozrachunków Międzynarodowych w Bazylei (BIS) wyróżnia się trzy modele rozrachunku przeprowadzanego na zasadzie DvP: Model 1 obejmujący rozrachunek na bazie brutto w papierach wartościowych i środkach pieniężnych, Model 2 obejmujący rozrachunek na bazie brutto w papierach wartościowych i netto w środkach pieniężnych oraz Model 3 obejmujący rozrachunek na bazie netto zarówno w papierach wartościowych, jak i w środkach pieniężnych.

prawne. W Polsce rozrachunek pieniężny transakcji, których przedmiotem są papiery wartościowe denominowane w złotych polskich i w euro, odbywa się w pieniądzu banku centralnego.

Obowiązkiem instytucji przeprowadzającej rozrachunek na zasadzie dostawy za płatność jest zapewnienie, by transfer papierów wartościowych nastąpił tylko i wyłącznie pod warunkiem przeprowadzenia transferu środków pieniężnych i *vice versa* – dlatego ważne jest jednoczesne przeprowadzenie obu elementów rozrachunku. W przypadku braku wystarczającej ilości papierów wartościowych lub środków pieniężnych rozrachunek transakcji nie dochodzi do skutku i uruchamiane są procedury zapewniające rozrachunek. KDPW – ponieważ wykonuje zarówno rozliczenie, jak i rozrachunek transakcji i oba te procesy ściśle łączą się ze sobą – stosuje wtedy procedury opisane w punkcie 1.1.4 jako mechanizmy zapewnienia płynności rozliczenia⁴⁷.

W Polsce przeniesienie praw z papierów wartościowych następuje w momencie dokonania odpowiedniego zapisu na rachunku papierów wartościowych inwestora. Zgodnie z ustawą o obrocie instrumentami finansowymi⁴⁸ dokonanie takiego zapisu może nastąpić dopiero po zarejestrowaniu przeniesienia papierów wartościowych pomiędzy odpowiednimi kontami depozytowymi prowadzonymi w KDPW. Wykonanie rozrachunku zamyka cykl realizacji transakcji na rynku kapitałowym.

Z procesem rozliczenia i rozrachunku papierów wartościowych ściśle łączy się problematyka zarządzania różnymi rodzajami ryzyka, które w jego toku występują. Podstawowe rodzaje ryzyk wyróżniane w tym zakresie to ryzyko kredytowe (*credit risk*)⁴⁹, ryzyko utraty płynności (*liquidity risk*)⁵⁰ oraz ryzyko operacyjne (*operational risk*)⁵¹.

1.2. Podmioty działające na rynku kapitałowym i ich rola

1.2.1. Emitenci

Emitentem na rynku kapitałowym jest podmiot dokonujący emisji papierów wartościowych we własnym imieniu. Emitentami mogą być różne podmioty, tj. przedsiębiorstwa, instytucje rządowe i samorządowe lub instytucje finansowe (np. fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne, banki, domy maklerskie, firmy ubezpieczeniowe). Zdolność podmiotów do emisji poszczególnych papierów wartościowych określają odpowiednie ustawy, np. kodeks spółek handlowych, ustawa o obligacjach, ustawa o funduszach inwestycyjnych i ustawa o finansach publicznych.

Emitenci na rynku kapitałowym zapewniają podaż papierów wartościowych. Sprzedając papiery wartościowe inwestorom, emitenci pozyskują kapitał na finansowanie działalności. Szeroka oferta papierów na rynku zapewnia inwestorom większe możliwości dy-

⁴⁷ Szerszy opis tych procedur znajduje się w punkcie 2.2.1.2 „Charakterystyka systemu KDPW” oraz w punkcie 2.2.2.2 „Charakterystyka RPW”.

⁴⁸ Art. 7 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

⁴⁹ Ryzyko kredytowe jest to ryzyko, że strona transakcji nie ureguluje zobowiązania w pełnej wysokości ani w terminie zapadalności, ani w żadnym innym późniejszym terminie. Ryzyko kredytowe może być ograniczone przez prowadzenie rozrachunku na zasadzie DvP w czasie rzeczywistym.

⁵⁰ Ryzyko utraty płynności jest to ryzyko, że strona transakcji (lub uczestnik systemu rozrachunku) nie ureguluje we właściwym czasie zobowiązania w pełnej wysokości. Ryzyko utraty płynności nie powoduje niewypłacalności strony transakcji lub uczestnika, gdyż jest możliwe, że ureguluje on wymagane zobowiązania debetowe w późniejszym, nieokreślonym terminie.

⁵¹ Ryzyko operacyjne jest to ryzyko poniesienia nieoczekiwanej straty przez uczestników systemu, wynikające z nieprawidłowego funkcjonowania systemu spowodowanego błędami ludzkimi, technicznymi lub zewnętrznym zdarzeniem, np. atakiem terrorystycznym.

wersyfikacji inwestycji. Na rynku kapitałowym mamy najczęściej do czynienia z emitentami akcji oraz obligacji.

1.2.1.1. Emitenci akcji

Akcje to papiery wartościowe, których istnienie wiąże się z tworzeniem i funkcjonowaniem spółek akcyjnych. Akcje mogą być emitowane przez przedsiębiorstwa prowadzące działalność gospodarczą w formie spółki akcyjnej i komandytowo-akcyjnej. Akcja jest udziałowym papierem wartościowym potwierdzającym, że jej posiadacz ma udział w kapitale przedsiębiorstwa. Najważniejsze prawa akcjonariuszy to prawo do uczestniczenia w WZA, prawo głosu, prawo do udziału w zyskach (prawo do dywidendy) oraz prawo poboru akcji w przypadku nowej emisji akcji przez spółkę.

Spółki mogą pozyskiwać kapitał poprzez emisję w trybie oferty niepublicznej, kierując papiery wartościowe do nie więcej niż 99 inwestorów. Większe możliwości pozyskania finansowania daje jednak spółce publiczna oferta akcji. W większości przypadków wiąże się ona z ich wprowadzeniem do obrotu regulowanego. W Polsce jest to głównie rynek GPW. Na polskiej giełdzie najwięcej emitentów akcji stanowią spółki o prywatnym rodowodzie⁵². Na drugim miejscu znajdują się spółki z udziałem Skarbu Państwa oraz prywatne o państwowym rodowodzie. Rośnie również znaczenie zagranicznych emitentów akcji na polskiej giełdzie. Wynika to przede wszystkim z członkostwa Polski w UE⁵³. Spółki zagraniczne notowane są w formule *dual listing* (tj. jednoczesnego notowania na zagranicznej giełdzie oraz na giełdzie warszawskiej) lub wyłącznie na rynku polskim.

1.2.1.2. Emitenci obligacji

Obligacja jest dłużnym papierem wartościowym, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji (obligatariusza) i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia⁵⁴.

Obligacje mogą być emitowane m.in. przez spółki, gminy i władze lokalne, banki oraz Skarb Państwa. W przypadku emitenta obligacji nieskarbowych ważna jest wiarygodność kredytowa danej emisji i posiadanie odpowiedniej oceny ryzyka kredytowego (*rating*) dokonywanej przez wyspecjalizowane agencje ratingowe (*rating agencies*). Do największych agencji ratingowych należą: Moody's, Standard&Poor's oraz Fitch Ratings.

W Polsce przedmiotem obrotu najczęściej są obligacje skarbowe. Popyt na dłużne papiery skarbowe na całym świecie wynika z traktowania tych papierów jako inwestycji pewnej i bezpiecznej, gdyż ich wykup jest zagwarantowany przez państwo.

Obligacje mogą być także emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego, m.in. gminy, powiaty, województwa oraz związki tych jednostek⁵⁵, a za granicą także np. przez okręgi szkolne. Papiery te są uważane za drugie po papierach skarbowych pod względem bezpieczeństwa. Obligacje te zazwyczaj emitowane są w formie oferty niepublicznej.

Obligacje korporacyjne emitowane są przez podmioty prowadzące działalność gospodarczą mające osobowość prawną (np. spółki akcyjne oraz spółki z o.o.), na podstawie ustawy o obligacjach. Rentowność obligacji korporacyjnych ustalana jest w zależności od ryzyka

⁵² *Rodowód spółek giełdowych*, Rocznik Giełdowy 2008, s. 123.

⁵³ Wiąże się to z istnieniem tzw. paszportu europejskiego dla emitentów.

⁵⁴ Art. 4 ust. 1 ustawy z 29 czerwca 1995 r. o obligacjach (Dz.U. z 2001, Nr 120, poz. 1300, ze zm.).

⁵⁵ Art. 2 pkt 2 ustawy o obligacjach.

niewypłacalności emitenta. Obligacje korporacyjne w Polsce są mniej popularną formą pozyskiwania kapitału obcego w porównaniu z kredytami bankowymi. Jako przyczyny takiej sytuacji wymienia się słabą znajomość rynku papierów dłużnych przez potencjalnych emitentów, koszty związane z emisją oraz konieczność zwiększenia przejrzystości przedsiębiorstwa⁵⁶. Na ograniczony rozwój tego segmentu rynku może wpływać także szeroka oferta bardziej bezpiecznych obligacji skarbowych. Jednocześnie obligacje zyskują coraz większe znaczenie wśród papierów dłużnych i należy oczekiwać, że ten segment rynku będzie rozwijał się dynamicznie w przyszłości.

Emitentami obligacji mogą być także różnego rodzaju instytucje finansowe: banki, międzynarodowe instytucje finansowe, banki centralne. Najczęściej na rynku mamy do czynienia z obligacjami bankowymi. Polskie banki rzadko wykorzystują obligacje jako środek finansowania swojej działalności; głównie przeznaczają środki pozyskane z emisji na zwiększenie akcji kredytowej.

1.2.2. Inwestorzy

Inwestor jest to osoba fizyczna, prawna lub jednostka organizacyjna niemająca osobowości prawnej, która lokuje swój kapitał w celu osiągnięcia zysku. Kupując papiery wartościowe na rynku pierwotnym, inwestorzy reprezentują stronę popytową rynku kapitałowego. Bierąc udział w nabywaniu papierów wartościowych w pierwotnym obrocie oraz w obrocie wtórnym, liczą na osiągnięcie poziomu dochodu atrakcyjnego w stosunku do alternatywnych form inwestowania, np. w banku. Na rynku kapitałowym spotykamy się z dwiema głównymi kategoriami inwestorów: inwestorami indywidualnymi oraz instytucjonalnymi.

Inwestorzy indywidualni to najczęściej drobni inwestorzy. Można wśród nich wyróżnić takich, którzy sporadycznie lokują własne oszczędności w papiery wartościowe, oraz aktywnych, bardziej doświadczonych, którzy systematycznie analizują rynek i traktują inwestycję jako źródło dochodu. Regulacje unijne, w szczególności dyrektywa w sprawie rynków instrumentów finansowych (*Markets in Financial Instruments Directive*, MiFID)⁵⁷, oraz polska ustawa o obrocie instrumentami finansowymi przyznają klientom detalicznym (inwestorom indywidualnym) ochronę w relacjach z firmami inwestycyjnymi. Jednym z jej elementów jest zasada najlepszej realizacji zlecenia (*best execution*). Inwestorzy indywidualni mogą zresztać się w klubach inwestora. Członkowie klubu zobowiązują się m.in. do wspólnego działania w celu zdobywania wiedzy o zasadach inwestowania w obrocie zorganizowanym, w szczególności poprzez wspólne inwestowanie w zdematerializowane papiery wartościowe dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym.

Inwestorzy instytucjonalni to zwykle profesjonalni uczestnicy obrotu, ze względu na posiadaną wiedzę, doświadczenie i środki (zasoby finansowe, *know-how* w zakresie inwestycji na rynku kapitałowym oraz wyszkoloną kadrę). Dysponują kapitałem własnym lub lokują na rynku kapitałowym środki powierzone przez klientów w formie lokat, depozytów, składek, zgodnie z przyjętą strategią inwestycyjną. Regulacje unijne (MiFID) oraz polskie (ustawa o obrocie instrumentami finansowymi) przyznają inwestorom instytucjonalnym (pro-

⁵⁶ Por. Wybrane determinanty rozwoju rynku akcji i korporacyjnych instrumentów dłużnych w Polsce. Wyniki badania ankietowego, Narodowy Bank Polski, Warszawa, styczeń 2005. Badanie przeprowadzono w 2004 r. przy współpracy Komisji Papierów Wartościowych i Giełd oraz Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA.

⁵⁷ Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 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.

fesjonalnym klientom firm inwestycyjnych) mniejszą niż inwestorom indywidualnym ochronę w relacjach z firmami inwestycyjnymi, z racji ich profesjonalnej wiedzy i doświadczenia. Do inwestorów instytucjonalnych zaliczamy przede wszystkim instytucje finansowe: banki, fundusze inwestycyjne, otwarte fundusze emerytalne, firmy ubezpieczeniowe czy firmy zarządzające aktywami (*asset management*).

Ustawa o ofercie publicznej wprowadza także odrębną kategorię inwestorów, tzw. inwestorów kwalifikowanych⁵⁸, do których może być kierowana oferta publiczna bez prospektu emisyjnego. Inwestorem kwalifikowanym może być m.in. instytucja finansowa lub inna osoba prawna uprawniona do działania na rynkach finansowych, państwo, bank centralny państwa, mały i średni przedsiębiorca czy osoba fizyczna po spełnieniu warunków określonych w/w ustawą. Osoby prawne lub fizyczne powinny dysponować odpowiednimi środkami finansowymi lub mieć doświadczenie w działaniu na rynkach finansowych. Podmioty chcące uzyskać status inwestora kwalifikowanego muszą zostać wpisane do rejestru inwestorów kwalifikowanych prowadzonego przez KNF.

Banki można podzielić na banki uniwersalne oraz banki specjalistyczne, w tym inwestycyjne. Banki uniwersalne zajmują się głównie działalnością depozytowo-kredytową. Banki inwestycyjne specjalizują się w różnorodnej działalności inwestycyjnej, m.in. świadczą usługi związane z emisją papierów wartościowych i obrotem nimi, doradztwem w transakcjach fuzji i przejęć. Ponieważ dysponują znacznymi aktywami, występują w roli aktywnych inwestorów instytucjonalnych.

Fundusze inwestycyjne to instytucje zbiorowego inwestowania. Celem funduszy inwestycyjnych jest jak najkorzystniejsze ulokowanie środków wpłaconych przez uczestników funduszy. Funduszami inwestycyjnymi zarządzają towarzystwa funduszy inwestycyjnych (TFI). Fundusze dzielą się na fundusze inwestycyjne otwarte i specjalistyczne fundusze otwarte, zbywające oraz odkupujące jednostki uczestnictwa, oraz zamknięte fundusze inwestycyjne, emitujące certyfikaty inwestycyjne⁵⁹. W wielu krajach środki ulokowane w funduszach przewyższają środki zgromadzone na rachunkach bankowych.

Otwarte fundusze emerytalne (OFE) stanowią specyficzny rodzaj instytucji zbiorowego inwestowania. Gromadzą środki pieniężne przyszłych emerytów i inwestują je w papiery wartościowe lub inne aktywa w celu uzyskania maksymalnego stopnia bezpieczeństwa i rentowności dokonywanych lokat⁶⁰ zgodnie z przyjętą strategią inwestycyjną. Wielkość udziałów uczestnika w aktywach funduszu odzwierciedla wartość posiadanych przez niego tzw. jednostek rozrachunkowych. OFE są istotnym elementem nowego systemu emerytalnego, tzw. II filarem. Są one tworzone i zarządzane przez powszechne towarzystwa emerytalne (PTE). Otwarte fundusze emerytalne ze względu na wartość zarządzanych aktywów oraz ich systematyczny wzrost należą do znaczących inwestorów instytucjonalnych działających na polskim rynku kapitałowym.

Firmy ubezpieczeniowe (zakłady ubezpieczeń) to instytucje finansowe oferujące różnego rodzaju usługi ubezpieczeniowe w ramach dwóch głównych działów: Działu I – ubezpieczenia na życie, oraz Działu II – pozostałe ubezpieczenia osobowe oraz ubezpieczenia majątkowe⁶¹. W ramach ubezpieczeń na życie firmy oferują klientom zarówno typowe produkty ochron-

⁵⁸ Art. 8 ustawy z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. Nr 184, poz. 1539, ze zm.).

⁵⁹ Rodzaje i zasady funkcjonowania funduszy inwestycyjnych reguluje ustawa z 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz.U. Nr 146, poz. 1546, ze zm.).

⁶⁰ Art. 139 ustawy z 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (Dz.U. Nr 139, poz. 934, ze zm.).

⁶¹ W ustawie z 22 maja 2003 r. o działalności ubezpieczeniowej (Dz.U. Nr 124, poz. 1151, ze zm.) określony został podział ubezpieczeń według działów, grup i rodzajów ryzyka.

ne, jak i produkty o charakterze inwestycyjnym, np. ubezpieczenia na życie z funduszem inwestycyjnym. Część składki inwestora jest inwestowana w celu zebrania sumy zapewniającej wypłatę przyszłego świadczenia.

Firmy zarządzające aktywami (*asset management*) świadczą usługi zarządzania cudzym pakietem papierów wartościowych na zlecenie. Usługi te mogą świadczyć domy maklerskie oraz TFI. Korzystanie z tego rodzaju usług wymaga posiadania przez inwestora znacznych kapitałów. Firmy zarządzające aktywami zwykle oferują klientom do wyboru kilka podstawowych portfeli z różnym udziałem poszczególnych papierów wartościowych, o określonej stopie zwrotu oraz poziomie ryzyka inwestycyjnego.

1.2.3. Firmy inwestycyjne i banki

Inwestorzy dokonują operacji na rynku kapitałowym za pośrednictwem instytucji finansowych: firm inwestycyjnych i banków. W polskim prawie przez pojęcie **firmy inwestycyjnej** rozumie się domy maklerskie, banki prowadzące działalność maklerską oraz zagraniczne firmy inwestycyjne prowadzące działalność maklerską na terytorium Polski. Działalność maklerska obejmuje przyjmowanie i przekazywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych oraz wykonywanie tych zleceń w imieniu klientów, zawieranie transakcji na własny rachunek, zarządzanie portfelem akcji, oferowanie instrumentów finansowych, świadczenie usług w zakresie emisji i wprowadzania instrumentów finansowych oraz prowadzenie rachunków papierów wartościowych i rachunków pieniężnych służących do ich obsługi, doradztwo inwestycyjne i prowadzenie ASO⁶². Prowadzenie działalności inwestycyjnej wymaga uzyskania zezwolenia od organu nadzoru kraju siedziby danej firmy inwestycyjnej.

Firmy inwestycyjne świadczą usługi zarówno na rzecz inwestorów, jak i emitentów. Podstawową działalnością firm inwestycyjnych jest świadczenie inwestorom usług brokerskich, polegających na zawieraniu przez dom maklerski umów nabycia lub zbycia papierów wartościowych na rzecz klientów. Przepisy polskiego prawa nakładają na inwestorów obowiązek korzystania z pośrednictwa firm inwestycyjnych w przypadku transakcji zawieranych na rynku regulowanym. W tym celu inwestor zawiera z firmą inwestycyjną umowę o świadczenie usług brokerskich, w tym – prowadzenie rachunku papierów wartościowych i rachunku pieniężnego. Firma inwestycyjna przekazuje na rynek zlecenia składane przez klientów, pośredniczy w ich realizacji, a następnie ich rozliczeniu i rozrachunku.

Firmy inwestycyjne świadczą swoim klientom także usługi w zakresie zarządzania pakietem papierów wartościowych (podejmowanie i realizacja decyzji inwestycyjnych na rachunek klienta zgodnie z ogólnymi warunkami ustalonymi w umowie) oraz doradztwa w zakresie obrotu papierami wartościowymi (przygotowywanie rekomendacji dla klientów).

Firmy inwestycyjne reprezentują także inwestorów w systemach rozliczeń i rozrachunku papierów wartościowych prowadzonych przez izby rozliczeniowe i centralne depozyty papierów wartościowych, odgrywając rolę uczestników rozliczających (*clearing members*) w przypadku izb rozliczeniowych lub agentów rozrachunkowych (*settlement agents*) w przypadku depozytów papierów wartościowych. Firmy inwestycyjne niebędące bezpośrednimi uczestnikami tych instytucji korzystają z pośrednictwa innych firm inwestycyjnych w celu rozliczenia i rozrachunku zawieranych przez siebie transakcji.

⁶² Art. 3 pkt 33 i art. 69 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

Firmy inwestycyjne prowadzą ewidencję papierów wartościowych posiadanych przez swoich klientów oraz papierów własnych firmy na podstawie prowadzonych przez siebie rachunków papierów wartościowych. Zapisy na tych rachunkach dokonywane są na podstawie informacji otrzymanych z instytucji prowadzącej depozyt papierów wartościowych (w formie wyciągu z konta depozytowego). Zadaniem firmy inwestycyjnej jest zapewnienie zgodności prowadzonej przez siebie ewidencji z zapisami na kontach prowadzonych w depozycie papierów wartościowych.

Ze względu na to, że rozrachunek pieniężny transakcji rynku kapitałowego w Polsce odbywa się za pośrednictwem rachunków bieżących prowadzonych przez bank centralny wyłącznie dla podmiotów bankowych, firmy inwestycyjne niebędące bankami korzystają w tym zakresie z pośrednictwa banków, tzw. banków-płatników.

Firmy inwestycyjne mogą również występować na rynku w roli podmiotu reprezentującego emitentów. Przedsiębiorstwom zamierzającym pozyskać kapitał w drodze emisji papierów wartościowych oferują usługi doradztwa w zakresie struktury emisji, sporządzania analiz i dokumentacji, wsparcia w kontaktach z regulatorem, marketingu oferty oraz sprzedaży papierów wartościowych. Podejmując się roli subemitenta, firmy inwestycyjne mogą gwarantować powodzenie emisji poprzez zobowiązanie się do zakupu papierów wartościowych nieobjętych przez inwestorów. Doradzają także w procesach fuzji i przejęć, jak również uczestniczą w restrukturyzacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych.

1.2.4. Operatorzy platform obrotu

Operatorami platform obrotu na rynku kapitałowym są podmioty gospodarcze lub firmy inwestycyjne organizujące i prowadzące system obrotu, który kojarzy zlecenia kupna i sprzedaży instrumentów finansowych. Operatorzy platform prowadzą rynki giełdowe, rynki pozagiełdowe oraz alternatywne platformy obrotu (ASO).

Historia giełd sięga XIII i XIV w.⁶³. W miastach północnych Włoch (Florencja, Genua, Wenecja) odbywały się regularne zebrania uczestników zawierających transakcje, których przedmiotem były pieniądze zagraniczne oraz weksle. Wraz z rozwojem handlu zwyczaj urządzania zebrań przenosił się do kolejnych miast europejskich. W Brugii zebrania odbywały się w domu rodziny kupieckiej *van den Beurse*. Stąd wywodzi się nazwa giełd w wielu krajach europejskich. Polska nazwa giełdy pochodzi od niemieckiego słowa *die Gilde*, oznaczającego zawodowe zrzeszenie, rodzaj cechu kupieckiego. W XVI w. powstała giełda w Amsterdamie; w XVII w. pojawiły się na niej pierwsze akcje. W ten sposób giełda w Amsterdamie stała się pierwszą giełdą papierów wartościowych. Na drugą połowę XX w. przypada rozwój elektronicznych regulowanych rynków pozagiełdowych. Pierwszy w pełni elektroniczny rynek pozagiełdowy Nasdaq powstał w 1971 r. Obecnie obserwuje się znaczny rozwój nowych platform obrotu papierami wartościowymi ASO⁶⁴. Rozwijają się one szczególnie intensywnie w USA, gdzie stały się poważną konkurencją dla tradycyjnych rynków giełdowych, zyskując do 30% rynku obrotu papierami wartościowymi. Na rynku europejskim ASO rozwinęły się głównie w krajach, w których nie obowiązywała zasada koncentracji obrotu na rynkach regulowanych (m.in. w Wielkiej Brytanii). Wprowadzenie dyrektywy MiFID ostatecznie znosi zasadę koncentracji. Postępująca liberalizacja europejskiego rynku finansowego powoduje, że również na rynku europejskim rośnie znaczenie ASO.

Zasady działania organizatorów obrotu na rynku europejskim reguluje dyrektywa MiFID. Zgodnie z nią, podmioty prowadzące rynki regulowane (giełdy oraz rynki pozagiełdowe) pod-

⁶³ Por. red. W. Januszkiewicz, *Giełdy w gospodarce światowej*, PWE, Warszawa 1991, s. 168.

⁶⁴ Patrz punkt 1.1.3 „Zawieranie transakcji”.

dane są surowszym wymaganiom organizacyjnym czy funkcjonalnym niż pozostałe systemy obrotu. Na poziomie krajowym zasady prowadzenia platform obrotu reguluje ustawa o obrocie instrumentami finansowymi.

Zadaniem platform obrotu jest organizacja obrotu instrumentami finansowymi. Platformy zapewniają koncentrację podaży i popytu na instrumenty finansowe, bezpieczny i sprawny przebieg transakcji oraz upowszechnianie informacji o kursach i zawieranych transakcjach. Prowadzenie platformy obrotu wymaga zezwolenia odpowiedniego organu. Główne platformy obrotu na rynku kapitałowym w Polsce to:

- rynek giełdowy prowadzony przez GPW,
- rynek pozagiełdowy prowadzony przez MTS-CeTO SA, którego jednym z akcjonariuszy jest GPW,
- rynek NewConnect, będący rynkiem nieregulowanym (ASO), prowadzony przez GPW.

1.2.4.1. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA

Tradycje giełdy papierów wartościowych w Polsce sięgają początków XIX w. W 1817 r. powołano Giełdę Kupiecką w Warszawie. W momencie wybuchu II wojny światowej giełda ta została zamknięta. GPW rozpoczęła działalność w obecnej formie 16 kwietnia 1991 r., po blisko pięćdziesięcioletniej przerwie. Na pierwszej sesji notowane były akcje pięciu spółek (Ton-sil, Próchnik, Krosno, Kable i Exbud).

GPW jest spółką akcyjną powołaną przez Skarb Państwa, który jest jej większościowym akcjonariuszem (posiada obecnie 98% udziału w kapitale zakładowym). Akcjonariuszami giełdy mogą być również firmy inwestycyjne, banki, towarzystwa funduszy inwestycyjnych, zakłady ubezpieczeń, powszechne towarzystwa emerytalne oraz emitenci papierów wartościowych notowanych na giełdzie. Za zgodą KNF akcje giełdy mogą nabywać inne krajowe i zagraniczne osoby prawne. W przypadku gdy giełda stanie się spółką publiczną, ograniczenia te nie będą obowiązywać.

GPW prowadzi obrót instrumentami finansowymi na dwóch rynkach: Głównym Rynku Giełdy oraz rynku NewConnect. Główny Rynek działa od dnia uruchomienia GPW w dniu 16 kwietnia 1991 r. i jest to rynek regulowany podlegający nadzorowi KNF i wykazany w rejestrze Komisji Europejskiej. Stronami transakcji giełdowych są członkowie giełdy: domy maklerskie i banki, które pośredniczą w zawieraniu transakcji przez inwestorów. Giełda ma także tzw. zdalnych członków. Zdalni członkowie to firmy zagraniczne, które mają możliwość bezpośredniego dostępu do systemu giełdowego bez fizycznej i formalnej obecności w Polsce lub korzystania z pośrednictwa krajowych firm.

Warszawska giełda jest największym rynkiem regulowanym w Polsce. Główne instrumenty finansowe notowane na giełdzie to akcje i instrumenty pochodne. Instrumenty pochodne pojawiły się na warszawskiej giełdzie w 1998 r. Były to kontrakty terminowe na indeks WIG20. Na koniec września 2008 r. na GPW notowano następujące instrumenty pochodne: kontrakty terminowe na indeksy, na akcje spółek, na waluty, jak również opcje na indeks oraz jednostki indeksowe.

W dniu 30 sierpnia 2007 r. GPW uruchomiła alternatywny system obrotu – rynek NewConnect, będący rynkiem nieregulowanym. Na pierwszej sesji notowane były akcje pięciu spółek. NewConnect to rynek akcji finansujący rozwój młodych rozwijających się przedsiębiorstw o dużym potencjale wzrostu. Dostęp do rynku jest łatwiejszy z uwagi na uproszczone wymogi formalne (dopuszczeniowe oraz wynikające z obowiązków informacyjnych). Proces wejścia na rynek NewConnect jest szybszy w porównaniu z rynkiem regulowanym. Wynosi około 3 miesięcy. W przygotowaniach do debiutu spółkę wchodzącą na NewConnect

wspiera autoryzowany doradca. Współpracuje on ze spółką, doradzając w zakresie funkcjonowania na NewConnect oraz wspierając w wypełnianiu obowiązków informacyjnych przez co najmniej rok od wejścia na NewConnect.

1.2.4.2. MTS-CeTO SA

Rynek pozagiełdowy powstał w Polsce w styczniu 1996 r. pod nazwą Centralna Tabela Ofert SA z inicjatywy ponad 20 największych polskich banków i domów maklerskich. W 2004 r. CeTO weszła w alians strategiczny z włoską spółką MTS S.p.A. (MTS), w związku z czym zmieniono jej nazwę na MTS-CeTO SA. MTS łączy i obsługuje grupę elektronicznych rynków obrotu papierami wartościowymi w Europie. GPW ma 31,1% udziałów w kapitale MTS-CeTO SA, banki mają łącznie 30,95% udziałów, a MTS 25% udziałów.

Przedmiotem działalności MTS-CeTO SA jest prowadzenie:

- regulowanego pozagiełdowego Rynku Papierów Wartościowych CeTO, podlegającego nadzorowi KNF (notowane są tam obligacje, listy zastawne, akcje oraz certyfikaty inwestycyjne na zasadach takich jak na GPW) oraz
- rynku nieregulowanego MTS Poland, który jest hurtowym rynkiem obrotu obligacjami i bonami skarbowymi.

1.2.5. Izby rozliczeniowe i centralni kontrpartnerzy

Instytucjami realizującymi rozliczanie transakcji, których przedmiotem są papiery wartościowe, są **izby rozliczeniowe**. Funkcją izby rozliczeniowej może pełnić powołana w tym celu wyspecjalizowana instytucja albo wydzielona część instytucji prowadzącej giełdę lub centralny depozyt papierów wartościowych (w Polsce jest to KDPW SA).

Izby rozliczeniowe mogą obsługiwać jeden lub kilka segmentów rynku kapitałowego. W przypadku obsługi rynku nieregulowanego zestawiają i porównują (ang. *matching* lub fr. *comparison*) zlecenia składające się na transakcję (na rynkach regulowanych jest to wykonywane w momencie zawarcia transakcji przez operatora platformy obrotu), co umożliwia stronom tej transakcji potwierdzenie jej warunków przed ostateczną realizacją (rozrachunkiem).

Głównym zadaniem izb rozliczeniowych jest jednak prowadzenie rozliczeń transakcji, czyli ustalanie wysokości zobowiązań stron i sprawdzanie dostępności środków na pokrycie tych zobowiązań. Izby stosują przy tym wiele mechanizmów pozwalających na obniżenie ryzyka niewywiązania się stron ze zobowiązań wynikających z zawartych transakcji. Podstawowym mechanizmem zmniejszającym to ryzyko jest kompensacja (obliczanie wartości netto) należności i zobowiązań pieniężnych oraz należności i zobowiązań dotyczących tego samego instrumentu finansowego wobec różnych stron transakcji, dzięki czemu zmniejszają się liczba i wolumen transferów. Możliwość użycia do ostatecznego rozrachunku mniejszej kwoty lub ilości papierów wartościowych niż te, które wynikają z pojedynczych transakcji, obniża prawdopodobieństwo wystąpienia braku wystarczających środków u stron rozliczenia, natomiast zmniejszenie liczby przelewów wpływa na obniżenie kosztu rozliczenia.

Izby rozliczeniowe stosują ponadto mechanizmy zabezpieczania realizacji rozrachunku, m.in. wykorzystując aktywa wnoszone przez strony transakcji w postaci depozytów zabezpieczających i wpłat do funduszu gwarancyjnego. Depozyty zabezpieczające są pobierane od stron transakcji. Mają one pokryć ewentualny wzrost wartości zobowiązań w przypadku znacznej zmiany ceny przedmiotu transakcji w okresie pomiędzy jej zawarciem a rozrachunkiem. W tym czasie są monitorowane przez izbę rozliczeniową, która dostosowuje ich wysokość w zależności od bieżącego poziomu cen na rynku, pobierając od uczestnika rozliczenia

dotatkowe środki na zabezpieczenie lub zwracając mu nadwyżkę. Fundusz gwarancyjny jest natomiast tworzony na wypadek niemożności wywiązania się uczestnika systemu z podjętych zobowiązań. Ze środków zgromadzonych w funduszu korzysta się dopiero po wyczerpaniu innych metod optymalizacji rozliczeń, takich jak pożyczki papierów wartościowych, kredyt śróddzienny czy zmiana kolejności rozliczania transakcji (tak aby rozliczenie jednych transakcji zapewniło środki na rozliczenie kolejnych).

Niektóre izby rozliczeniowe stosują także inne mechanizmy zapewniające środki na rozliczenie, np. polisy ubezpieczeniowe.

Niektóre izby rozliczeniowe przejmują na siebie ryzyko rozrachunku transakcji, stając się centralnym kontrpartnerem. **Centralny kontrpartner (CCP)**⁶⁵ to podmiot, który przejmuje wzajemne prawa i obowiązki stron transakcji, stając się kupującym dla każdego sprzedającego i sprzedającym dla każdego kupującego⁶⁶. W związku z tym strony stają się dla siebie anonimowe, każda z nich ma należności i zobowiązania wyłącznie wobec centralnego kontrpartnera. Ryzyko niewypłacalności drugiej strony transakcji zostaje zamienione na ryzyko niewypłacalności centralnego kontrpartnera. Ponieważ jest to instytucja wyspecjalizowana w zarządzaniu ryzykiem i dysponuje wieloma mechanizmami jego ograniczania, uważa się ją za bardzo bezpiecznego kontrpartnera.

Centralny kontrpartner może pełnić swoją funkcję, stosując konstrukcję nowacji (*novation*), czyli prawnego, nieodwracalnego przejmowania zobowiązań stron transakcji po jej zawarciu, bądź zasadę tzw. *open offer*, stając się stroną transakcji już w momencie jej zawarcia na rynku.

Ponieważ centralny kontrpartner staje się w ten sposób stroną transakcji, zostaje jednocześnie obciążony odpowiedzialnością za wypełnienie przejętych zobowiązań tak jak pierwotna strona transakcji. Wynika stąd dodatkowa gwarancja realizacji zobowiązań dla inwestorów (mających za kontrahenta bezpieczne CCP) w związku z przeniesieniem ryzyka kredytowego na izbę rozliczeniową.

Niektóre izby rozliczeniowe, choć nie stają się prawnie stroną rozliczenia, swoimi funkcjami i znaczeniem nie odbiegają od CCP, ponieważ poza dokonywaniem rozliczeń zapewniają bezpieczeństwo systemu poprzez wykorzystanie zaawansowanych metod zarządzania wszystkimi rodzajami ryzyka związanego z rozliczaniem. W takich przypadkach możemy mówić o pełnieniu przez nie faktycznej funkcji CCP.

1.2.6. Depozyty papierów wartościowych

Depozyty papierów wartościowych powstały w związku z immobilizacją i dematerializacją papierów wartościowych. Są to podmioty prowadzące system rejestracji instrumentów finansowych w formie zapisów księgowych na prowadzonych przez siebie kontach depozytowych i zapewniające w ten sposób efektywne przenoszenie własności tych instrumentów bez konieczności wymiany fizycznych certyfikatów.

Rejestracja papierów wartościowych jest prowadzona zgodnie z zasadą podwójnego zapisu. Z jednej strony na kontach emisyjnych rejestrowana jest liczba wyemitowanych instrumentów finansowych, z drugiej – na kontach depozytowych rejestrowany jest stan posiadania instrumentów finansowych przez poszczególnych uczestników systemu depozytowego, którymi najczęściej są firmy inwestycyjne i banki (choć niektóre depozyty identyfikują także in-

⁶⁵ Centralna strona rozliczeń, nazywana też centralnym kontrpartnerem lub partnerem centralnym (ustawa o ostateczności rozrachunku), *central counterparty*.

⁶⁶ Na podstawie definicji zamieszczonej w dokumencie KE *Draft working document on post-trading activities*, 23.05.2006, http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/draft/draft_en.pdf.

dywidualnych inwestorów). Depozyt papierów wartościowych ma za zadanie kontrolować wielkość emisji (może się ona zmienić wyłącznie poprzez realizację operacji na papierach wartościowych na wniosek emitenta) oraz zapewnić jej integralność, czyli zgodność liczby papierów znajdującej się na kontach uczestników (na rynku) z wielkością emisji. Do podstawowych zadań depozytu papierów wartościowych należy także wykonywanie operacji na papierach wartościowych. Powodują one zmianę liczby i właściwości wyemitowanych papierów (podział, łączenie, wymiana) i są na ogół przeprowadzane jednocześnie na koncie emisyjnym i na kontach depozytowych uczestników.

Ponieważ depozyt papierów wartościowych prowadzi konta depozytowe dla firm inwestycyjnych, zajmuje się również z reguły rozrachunkiem transakcji – przenosi papiery wartościowe pomiędzy kontami uczestników reprezentujących strony transakcji oraz przeprowadza (jeśli prowadzi rachunki pieniężne dla uczestników) bądź nadzoruje (jeśli rozrachunek prowadzony jest na rachunkach pieniężnych poza depozytem) przeniesienie środków pieniężnych. Do zadań depozytu papierów wartościowych często należy też rozliczanie transakcji, które podlegają rozrachunkowi w tym depozycie – w tym przypadku depozyt pełni funkcje izby rozliczeniowej.

Oprócz realizowania rozliczeń i rozrachunku depozyty papierów wartościowych, pozostające z jednej strony w bezpośredniej relacji z emitentem, a z drugiej mające bezpośredni lub pośredni kontakt z inwestorami, często są pośrednikami w realizacji zobowiązań emitenta wobec jego akcjonariuszy: pośredniczą w wypłacie świadczeń pieniężnych – dywidend i odsetek (ustalanie uprawnionych, dokonywanie podziału i dystrybucji środków), oraz w przekazywaniu świadczeń w papierach wartościowych, takich jak akcje nowej emisji czy prawa do akcji (ustalanie uprawnionych, rejestracja papierów wartościowych na kontach depozytowych).

Depozyty papierów wartościowych mogą świadczyć również inne usługi, takie jak prowadzenie rejestrów właścicieli papierów wartościowych na potrzeby operacji na papierach i wypłaty pożytków, obsługa opcjonalnych zdarzeń korporacyjnych, takich jak wykup na żądanie czy konwersja (zbieranie zgłoszeń, dokonywanie przydziału), obsługa podatkowa (w zakresie podatków od pożytków z papierów wartościowych) oraz pośredniczenie na rzecz akcjonariuszy w głosowaniu na WZA.

Uczestnikami depozytu papierów wartościowych mogą być firmy inwestycyjne, instytucje państwowe, jak bank centralny czy Skarb Państwa, oraz zagraniczne depozyty papierów wartościowych. Dzięki uczestnictwu zagranicznych depozytów możliwy jest transgraniczny rozrachunek transakcji zawieranych przez uczestników obu depozytów i przenoszenie pomiędzy systemami depozytowymi papierów wartościowych, które są przedmiotem obrotu na rynkach w różnych krajach (*dual listing*).

Funkcje sprawowane przez depozyt papierów wartościowych są bardzo ważne dla prawidłowego funkcjonowania zdematerializowanego rynku papierów wartościowych. Z tego względu prowadzi go zwykle instytucja o charakterze centralnym. Jest ona z reguły uznawana za instytucję zaufania publicznego i podlega nadzorowi systemowemu regulatorów rynków finansowych oraz banków centralnych. W Polsce instytucją taką jest KDPW SA⁶⁷.

Poza centralnymi (krajowymi) depozytami papierów wartościowych (CSD)⁶⁸ istnieją też depozyty międzynarodowe (ICSD)⁶⁹. Określenie to odnosi się do dwóch instytucji działających w Europie: Euroclear Bank i Clearstream Banking Luxembourg. Utworzono je w celu przechowywania i obsługi emisji euroobligacji; następnie objęły swoją działalnością także inne pa-

⁶⁷ Funkcjonowanie KDPW zostało opisane szerzej w punkcie 2.2.1.2 „Charakterystyka systemu KDPW”.

⁶⁸ Central Securities Depository.

⁶⁹ International Central Securities Depository.

piery wartościowe (głównie papiery dłużne). Ich uczestnikami są duże instytucje finansowe zawierające transakcje na rynku międzynarodowym oraz krajowe depozyty papierów wartościowych, które mogą korzystać z ich pośrednictwa w dokonywaniu transferów papierów wartościowych do innych depozytów (np. w przypadku *dual listing*).

1.2.7. Nadzorcy i regulatorzy

Niezbędnym elementem infrastruktury rynku kapitałowego jest instytucja sprawująca nadzór nad jego funkcjonowaniem. Idea wprowadzenia nadzoru nad rynkiem kapitałowym zrodziła się w USA w związku z wielkim kryzysem z lat 30. XX w. W UE dyrektywa MiFID⁷⁰ nakłada na państwa członkowskie obowiązek ustanowienia organu władzy publicznej pełniącego funkcje nadzorcze względem rynku kapitałowego. Na poziomie krajowym system nadzoru może być zorganizowany według trzech różnych modeli:

- tradycyjnego modelu rozproszonego (*separate agencies system*), w którym nadzór nad poszczególnymi sektorami rynku finansowego sprawuje kilka niezależnych instytucji,
- modelu koordynacji współpracy (*coordinated lead regulator system*), w którym działanie ww. instytucji jest koordynowane,
- modelu nadzoru zintegrowanego (*integrated agency system*), w którym kontrola nad wszystkimi segmentami rynku finansowego skoncentrowana jest w jednym podmiocie⁷¹.

Centralnym organem administracji rządowej sprawującym nadzór nad polskim rynkiem finansowym, w tym nad rynkiem kapitałowym, jest obecnie KNF. Nadzór nad działalnością KNF sprawuje Prezes Rady Ministrów. Komisja została utworzona w celu realizacji idei nadzoru zintegrowanego 19 września 2006 r. na mocy ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym⁷². Do 31 grudnia 2007 r. sprawowany przez KNF nadzór obejmował sektor ubezpieczeniowy, sektor funduszy emerytalnych oraz nadzór uzupełniający nad konglomeratami finansowymi⁷³, a także nadzór nad rynkiem kapitałowym⁷⁴. W dniu 1 stycznia 2008 r. KNF przejęła również zadania wykonywane wcześniej przez Komisję Nadzoru Bankowego w zakresie nadzoru bankowego oraz nadzoru nad instytucjami pieniądza elektronicznego.

Celem nadzoru sprawowanego przez KNF w odniesieniu do rynku kapitałowego jest zapewnienie prawidłowego funkcjonowania tego rynku, w szczególności bezpieczeństwa obrotu oraz ochrony inwestorów i innych jego uczestników, a także przestrzegania reguł uczciwego obrotu. W związku z tym do zadań KNF należą:

- podejmowanie działań służących prawidłowemu funkcjonowaniu rynku kapitałowego,
- sprawowanie nadzoru nad działalnością podmiotów tworzących jego infrastrukturę (w tym nad GPW, MTS-CeTO SA i KDPW SA),
- podejmowanie działań edukacyjnych i informacyjnych,
- przygotowywanie projektów aktów prawnych związanych z funkcjonowaniem rynku kapitałowego.

Działalność nadzorcza KNF w zakresie dopuszczenia instrumentów finansowych do obrotu na rynku regulowanym polega w szczególności na zatwierdzaniu prospektów emisyjnych, prowadzeniu akcji informacyjnej oraz prowadzeniu listy inwestorów kwalifikowanych. Spra-

⁷⁰ Dyrektywa 2004/39/WE.

⁷¹ J. Socha, *Rynek papierów wartościowych w Polsce*, Warszawa 2003, s. 505.

⁷² Ustawa z 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz.U. Nr 157, poz. 1119, ze zm.).

⁷³ Zadania przejęte od Komisji Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych (KNUiFE).

⁷⁴ Zadania przejęte od Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (KPWiG).

wowanie nadzoru nad działalnością podmiotów nadzorowanych wiąże się przede wszystkim z wydawaniem zezwoleń na prowadzenie określonej działalności.

W skład KNF wchodzi Przewodniczący i jego dwóch Zastępców, powoływani przez Prezesa Rady Ministrów, oraz czterech członkowie, którymi są: minister do spraw instytucji finansowych oraz minister do spraw zabezpieczenia społecznego lub ich przedstawiciele, Prezes NBP albo delegowany przez niego Wiceprezes NBP oraz przedstawiciel Prezydenta Rzeczypospolitej Polskiej. Działalność KNF jest wspomagana przez Urząd KNF.

1.2.8. Banki centralne

Rola banku centralnego na rynku kapitałowym przejawia się głównie poprzez działania w zakresie systemów rozrachunku papierów wartościowych (SRPW). Zainteresowanie banku centralnego bezpiecznym i sprawnym funkcjonowaniem SRPW wynika z jego trzech podstawowych zadań. Są to:

1. Odpowiedzialność za stabilność systemu finansowego. Poważne nieprawidłowości w funkcjonowaniu SRPW mogą nie tylko być źródłem problemów w danym systemie, ale również mogą wpłynąć na inne systemy, a tym samym spowodować szeroko rozumianą niestabilność finansowo-ekonomiczną.
2. Odpowiedzialność za efektywne przeprowadzanie operacji polityki pieniężnej. W SRPW odbywa się rozliczenie i rozrachunek w papierach wartościowych będących przedmiotem operacji kupna i sprzedaży dokonywanych przez bank centralny oraz ustanawia się zabezpieczenie na papierach wartościowych w celu udzielania kredytów przez banki centralne. Nieprawidłowości w funkcjonowaniu tych systemów bezpośrednio spowodowałyby brak efektywności operacji polityki pieniężnej.
3. Odpowiedzialność za sprawne funkcjonowanie systemu płatniczego. SRPW stanowią nieodłączną część systemu płatniczego, a nieprawidłowości w ich funkcjonowaniu mogą wywołać zaburzenia w funkcjonowaniu systemów płatności wykorzystywanych przez SRPW do rozrachunku zobowiązań pieniężnych wynikających z transakcji, których przedmiotem są papiery wartościowe.

Regulacje UE nie definiują precyzyjnie roli, odpowiedzialności, zadań ani narzędzi, które banki centralne mogą wykorzystywać w celu zapewnienia bezpieczeństwa i efektywności funkcjonowania SRPW. Niemniej jednak jest powszechną praktyką, że banki centralne podejmują w tej kwestii różnorodne działania, które obejmują głównie:

- 1) sprawowanie nadzoru systemowego (*oversight*)⁷⁵ nad SRPW (wszystkie banki centralne UE),
- 2) tworzenie i prowadzenie SRPW (7 banków centralnych UE),
- 3) posiadanie udziałów i akcji w spółce prowadzącej SRPW (6 banków centralnych UE) lub prawo do uczestnictwa w pracy organów korporacyjnych spółki bez posiadania w niej udziałów (3 banki centralne UE),
- 4) współpracę z podmiotami pełniącymi funkcje nadzorcze i regulacyjne w stosunku do SRPW (16 banków centralnych UE ma formalne porozumienia w tym zakresie),
- 5) stosunki umowne regulujące świadczenie usług SRPW przez bank centralny lub korzystanie z usług SRPW (19 banków centralnych UE),

⁷⁵ Nadzór systemowy (*oversight*) zgodnie z definicją BIS oznacza: „działalność publiczną nakierowaną przede wszystkim na wspieranie bezpieczeństwa i sprawności systemów płatności oraz systemów rozrachunku papierów wartościowych, a także w szczególności na ograniczanie ryzyka systemowego”.

- 6) wywieranie wpływu na SRPW poprzez oświadczenia publiczne lub perswazję (*moral suasion*) opartą na prestiżu banku centralnego.

NBP odgrywa ważną rolę w kilku obszarach związanych z funkcjonowaniem polskich SRPW. Przede wszystkim NBP jest właścicielem i operatorem systemu depozytowo-rozrachunkowego papierów wartościowych funkcjonującego pod nazwą Rejestru Papierów Wartościowych (RPW), w którym dokonywane są: rejestracja, deponowanie oraz rozrachunek bonów skarbowych i bonów pieniężnych NBP. Rozrachunek zobowiązań pieniężnych związanych z obrotem papierami wartościowymi zarejestrowanymi w RPW jest wykonywany w pieniądzu banku centralnego utrzymywanym na rachunkach bieżących banków prowadzonych przez NBP.

Ponadto NBP jest akcjonariuszem KDPW SA, pełniącego funkcję centralnej instytucji w zakresie rejestracji, depozytu, rozliczeń i rozrachunku papierów wartościowych. NBP jest również uczestnikiem KDPW, a prowadzony przez Krajowy Depozyt rachunek papierów wartościowych dla NBP służy przede wszystkim do zarządzania zabezpieczeniami operacji kredytowych banku centralnego. Zabezpieczeniem tych operacji są, poza papierami skarbowymi, również obligacje NBP.

NBP jest również agentem rozrachunkowym KDPW. Oznacza to, że zobowiązania pieniężne w walucie polskiej i w euro związane z transakcjami, których przedmiotem są papiery wartościowe zdeponowane w KDPW, są przenoszone na rachunkach bieżących banków prowadzonych przez NBP z wykorzystaniem rachunku pomocniczego prowadzonego przez NBP dla KDPW.

Na mocy ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym Prezes NBP lub delegowany przez niego Wiceprezes NBP jest jednym z siedmiu członków KNF, która odpowiada m.in. za sprawowanie nadzoru ostrożnościowego⁷⁶ nad podmiotami prowadzącymi depozyt papierów wartościowych.

Ponadto NBP wykonuje zadania w zakresie nadzoru systemowego nad polskimi SRPW, nie będąc wyposażonym w narzędzia ustawowe obejmujące funkcjonujące obecnie systemy. Jedynie utworzenie nowego SRPW lub zmiana zasad jego funkcjonowania, zgodnie z ustawą o ostateczności rozrachunku w systemach płatności i systemach rozrachunków papierów wartościowych oraz zasadach nadzoru nad tymi systemami⁷⁷, uwarunkowane są uzyskaniem zgody KNF wydanej po zasięgnięciu opinii Prezesa NBP. W odniesieniu do KDPW NBP sprawuje nadzór systemowy, wykorzystując inne narzędzia nadzorcze, tj. głównie uprawnienia korporacyjne wynikające z uczestnictwa w akcjonariacie KDPW SA. Docelowo NBP dąży do uzyskania uprawnień ustawowych do sprawowania, we współpracy z KNF, nadzoru systemowego nad wszystkimi polskimi SRPW.

⁷⁶ Nadzór ostrożnościowy (*supervision*) zgodnie z definicją BIS oznacza „ocenę i realizację zgodności funkcjonowania instytucji finansowych z przepisami prawa, zarządzeniami i innymi zasadami, których celem jest zapewnienie, że podmioty te działają w sposób bezpieczny i pewny oraz że posiadają kapitał i rezerwy wystarczające do zabezpieczenia przed ryzykiem generowanym w obszarze ich działalności”.

⁷⁷ Ustawa z 24 sierpnia 2001 r. o ostateczności rozrachunku w systemach płatności i systemach rozrachunku papierów wartościowych oraz zasadach nadzoru nad tymi systemami (Dz.U. Nr 123, poz. 1351, ze zm.).

Rozdział 2

Historia i obecna działalność centralnych kontrpartnerów oraz depozytów papierów wartościowych w krajach Unii Europejskiej i w Polsce

2.1. Infrastruktura deponowania, rozliczeń i rozrachunku papierów wartościowych w Unii Europejskiej - rozwój i stan obecny

Infrastruktura deponowania, rozliczeń i rozrachunku papierów wartościowych, na którą składają się głównie centralne depozyty papierów wartościowych oraz centralni kontrpartnery, stanowi podstawę prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego. Dlatego też jej rozwój podąża za rozwojem giełd papierów wartościowych i innych platform obrotu oraz zmian dokonujących się wśród uczestników rynków kapitałowych. W ostatnich dziesięcioleciach XX w. tempo tego rozwoju znacznie się zwiększyło w krajach UE, wraz z rozwojem gospodarki, systemów finansowych oraz technologii. Ponadto zapewnienie swobodnego przepływu kapitału, towarów, usług i ludzi, a przede wszystkim wprowadzenie wspólnej waluty euro, mające na celu utworzenie wspólnego rynku europejskiego, tzw. *single market*, wywołały znaczny wzrost zainteresowania inwestorów europejskich zawieraniem transakcji na rynkach zagranicznych. To z kolei wymusiło liczne procesy integracyjne i konsolidacyjne na rynkach kapitałowych UE.

Infrastruktura depozytowo-rozliczeniowo-rozrachunkowa w UE w dalszym ciągu jest dość zróżnicowana i rozdrobniona. Ogromny wpływ na jej integrację, a w szczególności konsolidację wywierają jednak współpraca krajów UE w zakresie gospodarki i finansów, harmonizacja regulacji i szybki rozwój nowoczesnych technologii oraz zwiększająca się w ich wyniku konkurencja i dostępność usług. Lokalizacja infrastruktury ma obecnie coraz mniejsze znaczenie na skutek możliwości dostępu zdalnego, a inwestorzy widzą coraz mniej przeszkód i coraz więcej zalet inwestowania na rynkach zagranicznych. Poniżej opisano ewolucję centralnych kontrpartnerów, depozytów papierów wartościowych oraz zachodzące procesy integracyjne.

2.1.1. Rozwój i obecna rola centralnych kontrpartnerów w krajach UE

2.1.1.1. Historia tworzenia izb rozliczeniowych i centralnych kontrpartnerów

Historia rozwoju centralnych kontrpartnerów obsługujących giełdy jest bardzo długa, a różnice między funkcjonowaniem pierwszych, bardzo prostych systemów rozliczeniowych oraz obecnych, nowoczesnych centralnych kontrpartnerów, w szczególności w zakresie zarządzania ryzykiem, są bardzo duże, mimo że podstawowe zasady prowadzenia rozliczeń nie zmieniły się aż tak bardzo.

Pierwszy system rozliczeniowy powstał we Francji w XIII w. Towary były kupowane i sprzedawane na targu poprzez zawieranie, odpowiednio, transakcji obciążających i uznających z miejscowym bankierem. Po zakończeniu targu wszystkie transakcje były rozliczane poprzez wyciszenie jednego salda, które było regulowane poprzez pojedynczą płatność dokonaną między bankierem a każdym kupcem. Rozwiązanie to znacznie redukowało liczbę dokonywanych płatności¹.

Funkcjonowanie izb rozliczeniowych ma źródła w bankowości, a tworzenie bankowych izb rozliczeniowych miało prawdopodobnie duży wpływ na rozwój izb rozliczeniowych instru-

¹ E. Nevin, E.W. Davis, *The London Clearing Banks*, Elek, London 1970.

mentów pochodnych². Na rynku londyńskim pierwszą bankową izbę rozliczeniową utworzono w 1773 r.³. Natomiast pierwsze giełdowe izby rozliczeniowe powstały w 1874 r. dla London Stock Exchange⁴, w 1876 r. lub 1879 r. dla Liverpool Cotton Association, tj. pierwszej giełdy produktów rolnych⁵, a w 1888 r. powstał London Clearing House, który rozliczał wówczas kontrakty towarowe⁶. W celu ograniczenia strat brokerów izby te wprowadziły okresowe (cotygodniowe) rozrachunki kontraktów, które można porównać z dzisiejszymi operacjami *marking to market*⁷. Wszystkie nierozliczone kontrakty były porównywane z obowiązującą w danym tygodniu ceną rozrachunkową i wszystkie różnice musiały być rozliczone⁸.

Pierwsze na świecie izby rozliczeniowe działające na zasadach centralnego kontrpartniera, tzn. przejmujące rolę kupującego dla każdego sprzedającego i sprzedającego dla każdego kupującego we wszystkich transakcjach zawieranych na określonym rynku, mają swoje korzenie w rynku europejskim. Ich historia sięga końca XIX w., kiedy zaczęły obsługiwać giełdy produktów rolnych we Francji (Caisse de Liquidation w Paryżu, Havre, Lille i Roubaix) i w Niemczech (Liquidationskasse w Hamburgu)⁹.

Współcześnie funkcjonujący centralni kontrpartnery mają zaledwie kilkunastoletnią lub nawet kilkuletnią historię. Wyjątkiem są LCH.Clearnet Ltd, utworzony w 1888 r. jako London Clearing House, oraz LCH.Clearnet SA, który powstał ponad 80 lat później jako Banque Centrale de Compensation SA. Można więc mówić o tendencji do tworzenia centralnych kontrpartnerek w okresie ostatnich kilkunastu lat, spowodowanej szybkim rozwojem rynków kapitałowych, w szczególności rynków instrumentów pochodnych, które wymagały zaawansowanych mechanizmów rozliczania i zarządzania ryzykiem rozliczeniowym. Pewien wpływ na tworzenie centralnych kontrpartnerek można również przypisać wydaniu w 2001 r. przez CPSS-IOSCO Rekomendacji dla systemów rozrachunku papierów wartościowych. Zalecały one przeprowadzenie analizy korzyści i kosztów utworzenia centralnego kontrpartniera na rynkach, na których on jeszcze nie funkcjonuje. Tabela 1 przedstawia zestawienie centralnych kontrpartnerek obecnie funkcjonujących w krajach UE wraz z datami ich utworzenia.

W drugiej połowie 2008 r. na rynku europejskim rozpoczął funkcjonowanie nowy centralny kontrpartner – European Central Counterparty Ltd (EuroCCP), będący filią amerykańskiej instytucji depozytowo-rozliczeniowo-rozrachunkowej The Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC). EuroCCP ma siedzibę w Londynie i działa zgodnie z prawem brytyjskim. Agentem rozrachunkowym nowego CCP jest Citigroup. EuroCCP rozlicza transakcje zawierane na nowej platformie obrotu, utworzonej przez siedem czołowych banków aktywnych na rynku międzynarodowym¹⁰, zwanej Turquoise¹¹.

² J.T. Moser, *Origins of the Modern Exchange Clearinghouse: A history of early clearing and settlement methods at futures exchange*, April 1994.

³ W.E. Spahr, *The clearing and collection of checks*, Bankers Publishing, New York 1926.

⁴ W.S. Jevons, *Money and the Mechanism of Exchange*, Kegan Paul, Trench & Co, London 1903.

⁵ T. Ellison, *Gleanings and Reminiscences*, 1905, H.C. Emery, *Speculation on the stock and produce exchanges of the United States*, Columbia University, New York 1896.

⁶ www.lchclearnet.com

⁷ *Marking to market* – dokonywanie aktualnej wyceny rynkowej; praktyka przeszacowania wartości instrumentów finansowych z wykorzystaniem bieżących cen rynkowych.

⁸ R.B. Forrester, *Commodity Exchanges in England*, American Academy of Political and Social Science, Philadelphia 1931.

⁹ J.T. Moser, *Origins of the Modern Exchange Clearinghouse: A history of early clearing and settlement methods at futures exchange*, April 1994.

¹⁰ Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Citi i UBS.

¹¹ Platforma Turquoise rozpoczęła działalność 22 września 2008 r.

Tabela 1. Data rozpoczęcia działalności przez obecnie funkcjonujących centralnych kontrpartnerów

Centralny kontrpartner	Data rozpoczęcia działalności
LCH.Clearnet Ltd	1888 r. jako The London Clearing House (LCH)
LCH.Clearnet SA	1969 r. jako Banque Centrale de Compensation SA
OMX Nordic Exchange Stockholm	1984 r. (rok utworzenia giełdy)
MEFF	1989 r., od 1992 r. pełni funkcję CCP
CC&G	1992 r.
ADECH (ETESSEP)	1998 r.
EUREX Clearing	1998 r.
KELER	1993 r., od 2002 r. ma status CCP
MEFFCLEAR	2003 r.
CCP Austria	2004 r.

Źródło: opracowanie NBP.

2.1.1.2. Obecna rola centralnych kontrpartnerów

Obecnie centralni kontrpartnerzy funkcjonują na wszystkich znaczących rynkach papierów wartościowych w UE. Odgrywają bardzo ważną rolę, minimalizując ryzyko kredytowe rozrachunku, redukując zapotrzebowanie na płynność i zabezpieczenia finansowe oraz ich koszt, a także zapewniając anonimowość transakcji. Popyt na usługi centralnego kontrpartnera będzie się utrzymywał w UE ze względu na zwiększającą się liczbę transakcji oraz pozytywny wpływ działalności CCP na efektywność i stabilność rynków finansowych.

Na rynkach UE, na których nie występuje centralny kontrpartner, funkcje rozliczeniowe są realizowane przez izby rozliczeniowe, które najczęściej są częścią centralnego depozytu papierów wartościowych lub – rzadziej – giełdy papierów wartościowych. Zakres usług świadczonych przez izby rozliczeniowe oraz ich rola znacznie się różni. Niektóre z nich pod względem funkcji i znaczenia nie odbiegają od centralnego kontrpartnera. Poza dokonywaniem rozliczeń zapewniają bowiem bezpieczeństwo systemu dzięki wykorzystaniu zaawansowanych metod zarządzania wszystkimi rodzajami ryzyka związanego z rozliczeniem i rozrachunkiem. Podstawową i czasami jedną z nielicznych różnic między izbą rozliczeniową a centralnym kontrpartnerem jest to, że nie staje się ona prawnie stroną każdej rozliczanej transakcji z danego segmentu rynku, tzn. nie jest kupującym dla każdego sprzedającego i sprzedającym dla każdego kupującego. W takich przypadkach mówimy o odgrywaniu faktycznej roli CCP, w odróżnieniu od CCP w sensie prawnym. Przykładem takiej izby rozliczeniowej jest KDPW SA.

Funkcje rozliczeniowe w krajach UE, jak pokazuje tabela 2, są realizowane przez różne instytucje. W 12 krajach UE transakcje rozliczane są w ramach CCP będących oddzielnymi podmiotami, w 4 krajach w CCP, które funkcjonują w strukturach giełdy, i w jednym kra-

ju, na Węgrzech, w CCP działającym w ramach depozytu papierów wartościowych. W większości krajów UE, w szczególności w tych, które przystąpiły do UE w 2004 r. i później, funkcje rozliczeniowe są jednak realizowane w depozytach papierów wartościowych, jako proces poprzedzający rozrachunek transakcji. W 4 krajach funkcje rozliczeniowe realizowane są przez giełdę. Warto również zauważyć, że nie zawsze kraj, w którym dokonywana jest transakcja, jest tożsamy z krajem, w którym jest ona rozliczana; np. LCH.Clearnet SA, Stockholm Stock Exchange, Eurex Clearing obsługują rozliczenia transakcji pochodzących z różnych krajów.

Tabela 2. Podmioty dokonujące rozliczeń transakcji, których przedmiotem są papiery wartościowe i instrumenty pochodne

Kraj	Nazwa podmiotu dokonującego rozliczeń	Forma działalności
Austria	CCP Austria	CCP
Belgia	LCH.Clearnet SA	CCP
Bułgaria	CDAD, GSD	depozyty
Cypr	CSE	giełda
Czechy	UNIVYC, SKD, RM-SYSTEM	depozyty
Dania	Stockholm Stock Exchange VP	CCP w strukturze giełdy depozyt
Estonia	ECSD	depozyt
Finlandia	APK/NCSD Stockholm Stock Exchange Eurex Clearing AG	depozyt CCP w strukturze giełdy CCP
Francja	LCH.Clearnet SA	CCP
Grecja	ADECH (od 2006 r. część Helex) Hellenic Exchange SA BOGS	CCP w strukturze giełdy depozyt w strukturze giełdy depozyt
Hiszpania	MEFF MEFFCLEAR	CCP w strukturze giełdy CCP
Holandia	LCH.Clearnet SA	CCP
Irlandia	Eurex Clearing	CCP
Litwa	LCVPD	depozyt
Luksemburg	Clearstream Banking Luxembourg	depozyt
Łotwa	LCD, VNS	depozyty

Kraj	Nazwa podmiotu dokonującego rozliczeń	Forma działalności
Malta	MSE	giełda
Niemcy	Eurex Clearing	CCP
Polska	KDPW RPW	depozyt (funkcje CCP) depozyt
Portugalia	LCH.Clearnet SA	CCP
Rumunia	BVB SNCDD SaFIR	giełda depozyt depozyt
Słowacja	CDCP SR, Central Registry	depozyty
Słowenia	KDD	depozyt
Szwecja	OMX Nordic Exchange Stockholm VPC AB/NCSO	CCP w strukturze giełdy depozyt
Węgry	KELER	CCP w strukturze depozytu*
Wielka Brytania	LCH.Clearnet Ltd	CCP
Włochy	CC&G Monte Titoli	CCP depozyt

* Od 1 stycznia 2009 r. funkcje CCP przejmie od depozytu utworzona specjalnie w tym celu spółka KELER CCP.

Źródło: opracowanie NBP.

Dalsza część rozdziału poświęcona jest w przeważającej części centralnym kontrpartnrom ze względu na to, że izby rozliczeniowe funkcjonują głównie w strukturach depozytów papierów wartościowych, które zaprezentowano w punkcie 2.1.2.

Obecnie w UE funkcjonuje 10 centralnych kontrpartnów. Największą rolę odgrywają 4: LCH.Clearnet SA, LCH.Clearnet Ltd, Eurex Clearing i CC&G.

LCH.Clearnet SA i LCH.Clearnet Ltd wchodzi w skład spółki holdingowej LCH.Clearnet Group Ltd, której powstanie było skutkiem wielu procesów konsolidacyjnych. Historia konsolidacji rozpoczęła się od połączenia 3 centralnych kontrpartnów działających na rynku francuskim; w rezultacie powstał Clearnet SA. W kolejnym kroku Clearnet SA połączył się z centralnymi kontrpartnami rynku belgijskiego i holenderskiego, a następnie przejął usługi rozliczeniowe z rynku portugalskiego. Na koniec Clearnet SA dokonał fuzji z London Clearing House Ltd, tworząc grupę kapitałową LCH.Clearnet Group Ltd. Obecnie LCH.Clearnet SA oraz LCH.Clearnet Ltd funkcjonują jako niezależne spółki w ramach tej grupy. Pierwsza działa zgodnie z prawem francuskim i rozlicza głównie transakcje zawarte na giełdach grupy Euronext, a druga działa zgodnie z prawem brytyjskim i rozlicza transakcje z London Stock Exchange, Euronext.LIFFE, London Metal Exchange, ICE Futures i SWX Europe (wcześniej virt-x).

Eurex Clearing AG stanowi w 100% własność Eurex Frankfurt AG, którego właścicielem jest z kolei Eurex Zurich AG, należący w 50% do giełdy SWX Swiss Exchange oraz w 50% do Deutsche Börse AG. Eurex Clearing AG działa zgodnie z prawem niemieckim i obsługuje rozliczenia transakcji zawieranych na Eurex Exchanges.

CC&G w 72,73% jest własnością Borsa Italiana. Pozostałe 27,27% należy do pięciu banków komercyjnych. CC&G rozlicza transakcje zawierane na rynkach kasowych i instrumentów pochodnych (IDEM, rynki papierów wartościowych Borsa Italiana, MTS Italy).

Wszystkie te cztery instytucje przodują wśród europejskich CCP pod względem liczby uczestników oraz liczby i wartości rozliczanych transakcji. Pierwsze miejsce zajmuje LCH.Clearnet SA, następnie są Eurex Clearing i CC&G. Łącznie rozliczają one 98,4% wszystkich transakcji rozliczanych przez CCP w UE pod względem liczby i 98,9% pod względem wartości¹².

Poza wymienionymi wyżej centralnymi kontrapartnerami na obszarze UE prowadzą działalność również CCP, które mają siedzibę w innych krajach, np. szwajcarski SIX x-clear, który rozlicza transakcje zawierane na giełdach SIX Swiss Exchange, SIX Swiss Exchange Europe i London Stock Exchange oraz planuje dokonywanie rozliczeń transakcji z innych giełd europejskich (m.in. z Deutsche Börse).

Centralni kontrapartnerzy, z wyjątkiem LCH.Clearnet SA i Eurex Clearing, które mają licencję bankową, działają w formie spółek prawa handlowego. CCP są podmiotami niezależnymi albo powiązаныmi kapitałowo z innymi CCP, giełdami bądź innymi podmiotami. Akcjonariuszami centralnych kontrapartnerów są głównie giełdy i (lub) banki komercyjne będące użytkownikami CCP; w kilku przypadkach również depozyty, inwestorzy instytucjonalni oraz w jednym przypadku bank centralny. Większość centralnych kontrapartnerów działa na zasadzie *for profit*. Szczegółowe informacje na temat struktury prawnej i akcjonariatu przedstawia tabela 3.

Tabela 3. Forma prawna i struktura własności centralnych kontrapartnerów w UE

Centralny kontrapartner	Forma działalności	<i>For profit</i> lub <i>not for profit</i>	Struktura własnościowa
CCP Austria	spółka	b.d.	Wiener Börse (50%) Österreichische Kontrollbank (50%)
LCH.Clearnet SA	Bank, filia holdingu LCH.Clearnet SA	<i>for profit</i>	giełdy (45,1%), dawni członkowie LCH (45,1%), Euroclear (9,8%)
ADECH	W strukturze giełdy będącej spółką	<i>for profit</i>	Helix jest spółką publiczną, wśród właścicieli są banki, emitenci, inwestorzy instytucjonalni i indywidualni
MEFF	W strukturze giełdy będącej spółką	b.d.	Holding BME, który jest spółką publiczną z udziałem banku centralnego (5,33%)
MEFFCLEAR	System zarządzany przez MEFF	b.d.	Holding BME, który jest spółką publiczną z udziałem banku centralnego (5,33%)

¹² EBC Blue Book, dane za rok 2006, dane nie obejmują statystyk dla LCH.Clearnet Ltd, OMX, MEFF i MEFFCLEAR.

Centralny kontrpartner	Forma działalności	For profit lub not for profit	Struktura własnościowa
EUREX Clearing	Spółka z licencją bankową	for profit	Eurex Frankfurt AG (100%), którego właścicielem są Deutsche Börse AG (50%) i SWX Swiss Exchange AG (50%)
OMX Nordic Exchange Stockholm	W strukturze giełdy będącej spółką	for profit	OMX Nordic Exchange group Oy (100%), której właścicielem jest OMX AB
KELER	W strukturze depozytu będącego spółką*	for profit	bank centralny (53%), Budapest Commodity Exchange (20%), Budapest Stock Exchange (26,67%)**
LCH.Clearnet Ltd	Spółka, filia holdingu LCH.Clearnet.SA	for profit	giełdy (45,1%), dawni członkowie LCH (45,1%), Euroclear (9,8%)
CC&G	Spółka	for profit	giełda (72,73%), 5 banków komercyjnych (27,27%)

* Od 1 stycznia 2009 r. funkcje CCP przejmie od depozytu utworzona specjalnie w tym celu spółka KELER CCP.

** Planuje się, że KELER CCP będzie miał następującą strukturę akcjonariatu: KELER – 75%, Budapest Stock Exchange – 25%.

Źródło: opracowanie NBP.

Obecnie centralni kontrpartnery rozliczają transakcje zawierane na wszelkich rodzajach platform obrotu i obejmują swoją działalnością bardzo szeroki zakres produktów finansowych, w tym m.in. zawierane na giełdzie kontrakty *futures*, opcje, akcje i instrumenty dłużne z rynku kasowego, umowy *repo*, instrumenty pochodne z rynku OTC (*over-the-counter*). Szczegółowe informacje na temat platform obrotu i instrumentów finansowych obsługiwanych przez poszczególne centralne kontrpartnery przedstawia tabela 4.

Tabela 4. Instrumenty finansowe oraz platformy obrotu obsługiwane przez centralnych kontrpartnery w UE

Centralny kontrpartner	Obsługiwane instrumenty finansowe	Obsługiwane platformy obrotu
CCP Austria	K, D	Vienna Stock Exchange
LCH.Clearnet SA	K, D, B, R	Euronext Group (giełdy papierów wartościowych w Amsterdamie, Brukseli, Lizbonie i Paryżu), London Stock Exchange's Dutch Trading Service (LSE DTS), e-speed, Euro-MTS, MTS-France, MTS Italy, BrokerTec, ETCMS – Euroclear Trade Capture and Matching System
ADECH	D	Athens Exchange Derivatives Market

Centralny kontrtpartner	Obsługiwane instrumenty finansowe	Obsługiwane platformy obrotu
MEFF	D	MEFF
MEFFCLEAR	B, D	SENAF (Fixed Income Electronic Trading System), EuroMTS Electronic Trading System
EUREX Clearing	K, D, B	Eurex, Eurex Bonds, Eurex Repo, XETRA, Frankfurt Stock Exchange, ISE Xetra
OMX Nordic Exchange Stockholm	D	OMX Nordic Exchange Stockholm, rynek OTC
KELER	K, D	BSE Budapest Stock Exchange
LCH.Clearnet Ltd	K, D, B, R	London Stock Exchange, SWX Europe, EDX, Intercontinental Exchange (ICE), Liffe, London Metal Exchange (LME), OTC Freight, OTC UK Power, Powernext
CC&G	K, D	Borsa Italiana, rynki MTS SpA i BrokerTec

K – rynek kasowy papierów udziałowych, D – rynek instrumentów pochodnych, B – rynek papierów dłużnych, R – transakcje *repo*.

Źródło: opracowanie NBP.

2.1.1.3. Regulacje i nadzór

Działalność centralnych kontrtpartnerów charakteryzuje się wysoką koncentracją ryzyka ze względu na przejmowanie przez nie ryzyka kredytowego stron transakcji. Do tej pory upadki centralnych kontrtpartnerów na szczęście były jednak rzadkością. W Europie zdarzyło się to zaledwie raz: w Paryżu w 1974 r., i dotyczyło rynku towarowego¹³. Niemniej jednak rola regulatorów oraz banków centralnych UE w sprawowaniu nadzoru nad działalnością centralnych kontrtpartnerów jest bardzo ważna. Zwiększają się stawiane przed nimi wyzwania, w szczególności w związku z szybko rosnącymi skalą i zakresem działalności CCP, coraz większą koncentracją wynikającą z licznych konsolidacji oraz poszerzaniem działalności transgranicznej. Z jednej strony prowadzenie efektywnej polityki nadzorczej ma na celu minimalizację źródeł ryzyka systemowego w celu uniknięcia oddziaływania potencjalnych poważnych problemów CCP na stabilność rynku finansowego. Z drugiej jednak strony polityka regulacyjna i nadzorcza powinna być prowadzona w taki sposób, by nie hamować rozwoju rynku i inicjatyw rynkowych, które w ostatnich latach odniosły wielki sukces, ale sprzyjać im. Regulacje krajowe niestety czasami stanowią barierę dalszego rozwoju operacji transgranicznych, co pokazują bariery Giovanniniego, opisane w punkcie 3.3.2.5. Jednym z problemów są nierówne warunki konkurencji między centralnymi kontrtpartnerami a bankami działającymi jako tzw. *General Clearing Member*¹⁴. Chodzi o stosowanie zróżnicowanych wymogów kapitałowych, które powodują, że rozliczenie trans-

¹³ F. Wendt, *Intraday margining of CCP: EU practice and a theoretical evaluation of benefits and costs*, De Nederlandsche Bank, Amsterdam, March 2006.

¹⁴ *General Clearing Member* to rodzaj uczestnika centralnego kontrtpartnera. Oprócz swoich własnych transakcji oraz transakcji swoich klientów może on również rozliczać transakcje innych instytucji finansowych. *Individual* (lub *Direct*)

akcji transgranicznej za pośrednictwem takiego banku jest często tańsze niż w przypadku wykorzystania połączenia między dwoma CCP.

Władze publiczne, a w szczególności KE, podjęły już działania mające na celu pomoc w usunięciu powyższych barier rozwoju integracji i wolnej konkurencji (szerzej w rozdziale 3).

2.1.1.4. Tendencje

W ostatnich latach na rynkach UE można zauważyć kilka tendencji w zakresie funkcjonowania centralnych kontrpartnerów. Stawiają one liczne wyzwania przed uczestnikami rynku, dostawcami usług, bankami centralnymi i regulatorami. Do tendencji tych należą: integracja działalności transgranicznej, poszerzanie zakresu świadczonych usług, rozwój operacyjny centralnych kontrpartnerów oraz zmiany struktury właścicielskiej.

1. Integracja w działalności transgranicznej

Jedną z najważniejszych tendencji jest integracja pomiędzy centralnymi kontrpartnerami w UE oraz zwiększająca się z roku na rok skala działalności transgranicznej. Początkowo w większości krajów o rozwiniętych rynkach kapitałowych centralni kontrpartnerzy byli tworzeni wyłącznie na potrzeby lokalnej giełdy papierów wartościowych lub instrumentów pochodnych i w przeważającej mierze obsługiwali uczestników krajowych. W związku z tym europejska infrastruktura rozliczeniowa składała się z sieci krajowych systemów, które funkcjonowały na obszarze wyznaczonym przez granice geograficzne. Do rozliczania transakcji transgranicznych wykorzystywano krajowych pośredników. Po wprowadzeniu wspólnej waluty euro model ten zaczął się stopniowo zmieniać na skutek gwałtownie rosnącej liczby transakcji transgranicznych. Zwiększenie efektywności, a w szczególności obniżenie kosztów rozliczeń takich transakcji stało się możliwe dzięki zastosowaniu trzech różnych rozwiązań: konsolidacji centralnych kontrpartnerów, tworzenia połączeń operacyjnych między nimi oraz umożliwienia uczestnikom zagranicznym zdalnego dostępu do systemów CCP, które stopniowo wypierają tradycyjną metodę rozliczeń transgranicznych, tj. przez pośredników.

Konsolidacje podmiotowe centralnych kontrpartnerów

W ciągu ostatnich lat nastąpiły liczne konsolidacje centralnych kontrpartnerów. Do najważniejszych z nich należą:

- 1) stopniowa konsolidacja krajowa izb rozliczeniowych w Wielkiej Brytanii w latach 80. i 90. ubiegłego wieku, w wyniku której London Clearing House rozszerzał swoją działalność o kolejne rynki i produkty,
- 2) konsolidacja międzynarodowa izb rozliczeniowych w Niemczech i Szwajcarii w 1998 r., i w rezultacie powstanie Eurex Clearing,
- 3) konsolidacja krajowa 3 centralnych kontrpartnerów we Francji w 1999 r., na skutek czego powstał Clearnet SA,
- 4) konsolidacja międzynarodowa centralnych kontrpartnerów w 2001 r., w wyniku której Clearnet SA przejął rolę CCP na rynkach belgijskim i holenderskim,
- 5) konsolidacja międzynarodowa centralnych kontrpartnerów w 2003 r., co spowodowało przejście przez Clearnet SA usług rozliczeniowych z rynku portugalskiego,

Clearing Member jest uczestnikiem centralnego kontrpartnera, który może rozliczać wyłącznie swoje własne transakcje oraz transakcje swoich klientów.

- 6) konsolidacja międzynarodowa centralnych kontrpartnerów w 2003 r., wskutek której Clearnet SA i London Clearing House połączyły się w holding LCH-Clearnet Group Ltd, i przemianowały na LCH.Clearnet SA i LCH.Clearnet Ltd,
- 7) konsolidacja międzynarodowa w 2004 r., w ramach Grupy OMX, powodująca, że funkcja rozliczeniowa instrumentów pochodnych zawieranych na giełdzie OMX została przeniesiona z Finlandii do Szwecji.

Połączenia operacyjne między centralnymi kontrpartnerami

Tworzenie połączeń operacyjnych między centralnymi kontrpartnerami działającymi w różnych krajach przyspiesza integrację rynków kapitałowych tych krajów, umożliwiając inwestorom zawieranie transakcji na rynkach zagranicznych i rozliczanie ich za pośrednictwem krajowego CCP. Dzięki takim połączeniom uczestnictwo w systemie jednego centralnego kontrpartnera pozwala na rozliczanie transakcji transgranicznych z wielu rynków.

Silny pozytywny wpływ na tworzenie połączeń między centralnymi kontrpartnerami wywarło podpisanie w 2006 r. dokumentu *European Code of Conduct for Clearing and Settlement* przez operatorów giełd, centralnych kontrpartnerów i depozyty papierów wartościowych (szereżej opisany w punkcie 3.3.2.6). Dotyczy on m.in. przyjęcia formalnych zasad dostępu i współpracy operacyjnej pomiędzy instytucjami infrastruktury, zapewniających niedyskryminujące, przejrzyste warunki dostępu do tych instytucji.

Połączenia między centralnymi kontrpartnerami przybierają bardzo różną formę, wynikającą najczęściej ze specyfiki krajowej, np. praktyk rynkowych lub barier prawnych. Wspomniany wyżej *European Code of Conduct for Clearing and Settlement* wyróżnił następujące główne typy połączeń:

- uczestnictwo: centralny kontrpartner staje się zwyczajnym uczestnikiem innego centralnego kontrpartnera (połączenie jednostronne),
- specjalne uczestnictwo: centralny kontrpartner staje się specjalnym uczestnikiem innego centralnego kontrpartnera, co oznacza, że niektóre usługi są dostosowywane do jego potrzeb,
- dostęp techniczny: dostęp bez otwierania rachunku, wyłącznie w celu wymiany informacji pomiędzy giełdą, centralnym kontrpartnerem i depozytem papierów wartościowych,
- interoperacyjność: połączenie dwustronne zaawansowane technicznie i organizacyjnie.

Podział ten różni się od klasyfikacji opisanej wcześniej przez CPSS-IOSCO w Rekomendacjach dla centralnych kontrpartnerów, która przedstawia się następująco:

- wzajemne uczestnictwo: centralny kontrpartner staje się uczestnikiem innego centralnego kontrpartnera bez dalszej integracji systemów,
- wzajemne zabezpieczenia: mechanizm, który pozwala podmiotowi uczestniczącemu w dwóch różnych centralnych kontrpartnerach, obsługujących różne rynki, zredukować wartość zabezpieczeń finansowych przechowywanych w obu CCP,
- połączenie systemów rozliczeniowych: dwaj centralni kontrpartnerzy łączą swoje systemy rozliczeniowe w jeden system (czemu może, choć nie musi, towarzyszyć konsolidacja podmiotowa).

Powyższe charakterystyki połączeń nieco się różnią. Podział opisany w *Code of Conduct* obejmuje bowiem zarówno połączenia operacyjne poziome (pomiędzy instytucjami pełniącymi te same funkcje, np. między izbami rozliczeniowymi), jak i pionowe (pomiędzy instytucjami pełniącymi różne funkcje w ramach procesu transakcyjnego, np. pomiędzy izbą rozliczeniową a giełdą lub izbą rozliczeniową a depozytem). Z kolei klasyfikacja zawarta w rekomendacjach dotyczy tylko połączeń poziomych. Ponadto podział przyjęty w *Code of Conduct* obejmuje wy-

łącznie połączenia podmiotowe, natomiast klasyfikacja zawarta w rekomendacjach – również współpracę w ramach wybranej usługi (zabezpieczenia).

W praktyce między połączeniami operacyjnymi jest znacznie więcej różnic i znalezienie identycznych zbudowanych połączeń jest bardzo trudne. Tabela 5 pokazuje obecnie funkcjonujące połączenia pomiędzy CCP działającymi w krajach UE oraz między centralnymi kontrpartnerami funkcjonującymi w UE a CCP spoza UE, wraz z krótką ich charakterystyką.

Tabela 5. Połączenia między centralnymi kontrpartnerami

Kraje	Połączenia	Opis połączenia
USA, Niemcy	CCorp Eurex → Clearing	CCorp jest specjalnym członkiem rozliczającym Eurex Clearing w celu zapewnienia usług rozliczeniowych na produkty Eurex dla inwestorów amerykańskich
Francja, Belgia, Holandia, Portugalia, Włochy	LCH.Clearnet SA ↔ CC&G	Połączenie bilateralne; obsługuje transakcje, których przedmiotem są włoskie obligacje rządowe, zawierane na MTS Italy, Euro MTS i BrokerTec
Szwecja, Norwegia	SSE → Oslo Börs/ NOS Clearing ASA	Stockholm Stock Exchange (SSE) zawarł umowę dotyczącą połączenia między centralnymi kontrpartnerami na potrzeby rozliczania instrumentów pochodnych, ale nie jest członkiem Oslo Börs/NOS Clearing ASA
Szwecja, Wielka Brytania	SSE ↔ LCH.Clearnet Ltd	Stockholm Stock Exchange (SSE) zawarł umowę dotyczącą połączenia między centralnymi kontrpartnerami na potrzeby rozliczania instrumentów pochodnych na rynkach London Equity and Derivatives i OMX, ale nie jest członkiem LCH.Clearnet Ltd, a LCH.Clearnet Ltd nie jest członkiem SSE
Szwajcaria, Wielka Brytania	SIXx-clear → LCH.Clearnet Ltd	SIX x-clear jest specjalnym członkiem LCH.Clearnet Ltd
Wielka Brytania, USA	LCH.Clearnet Ltd → CME	Połączenie umożliwiające wspólne zarządzanie zabezpieczeniami finansowymi uczestników

→ Połączenie jednostronne

↔ Połączenie dwustronne

Źródło: opracowanie NBP.

Dostęp zdalny

W przeszłości w celu rozliczania transakcji transgranicznych za pośrednictwem centralnego kontrpartnera podmiot zagraniczny musiał rozszerzyć swoją działalność, tworząc oddział lub filię w kraju CCP i utrzymując w nich swoje aktywa. Alternatywnym rozwiązaniem

było skorzystanie z usług krajowego pośrednika. Obecnie, na skutek nasilającej się integracji, a w szczególności harmonizacji regulacji¹⁵ i rozwoju nowoczesnej elektronicznej technologii komunikacyjnej, podmioty zagraniczne coraz częściej mogą być uczestnikami centralnego kontrpartnera na zasadzie dostępu zdalnego bez konieczności tworzenia oddziału.

Pośrednicy

Korzystanie z usług pośredników w dostępie do centralnego kontrpartnera wciąż występuje w dużym stopniu zarówno na rynku krajowym, jak i w transakcjach transgranicznych. Członkowie platformy obrotu obsługiwanej przez centralnego kontrpartnera mogą być jego bezpośrednimi uczestnikami, tzw. indywidualnymi uczestnikami rozliczającymi, lub mogą korzystać z usług wyspecjalizowanego podmiotu, który jest bezpośrednim uczestnikiem centralnego kontrpartnera, tzw. generalnego uczestnika rozliczającego. Biorąc pod uwagę stosunkowo niewielką liczbę bezpośrednich uczestników centralnych kontrpartnerów, można założyć, że większość podmiotów zawierających transakcje na platformach obrotu UE korzysta z usług pośredników.

2. Zakres usług

Kolejna tendencja polega na rozszerzaniu zakresu działalności centralnych kontrpartnerów. W momencie utworzenia Unii Gospodarczej i Walutowej prawie wszyscy centralni kontrpartnerzy z krajów UE rozliczali wyłącznie transakcje, których przedmiotem były instrumenty pochodne ze względu na wyższe ryzyko charakteryzujące takie transakcje w dłuższym okresie. W ostatnich latach wielu rozszerzyło swoją działalność i objęło nią również transakcje rynku kasowego, których przedmiotem są papiery wartościowe i transakcje *repo*¹⁶. Warto przy tym zaznaczyć, że rozliczanie transakcji, których przedmiotem są papiery wartościowe i instrumenty pochodne bardzo się różni. W pierwszym przypadku ryzyko kredytowe wynika wyłącznie z procesu rozliczania i rozrachunku, a w drugim sama transakcja jest obciążona wysokim ryzykiem kredytowym, którego nie da się oddzielić od ryzyka rozliczeniowego.

W związku z rosnącą konkurencją na rynku europejskim centralni kontrpartnerzy nie ustają w poszukiwaniu nowych obszarów działalności. Kolejne wyzwania mogą stanowić dla nich rynki OTC instrumentów pochodnych, które rozwijają się bardzo dynamicznie, a przy tym w zakresie rozliczeń nadal wymagają pewnych udoskonaleń.

3. Rozwój operacyjny

Niebagatelny wpływ na rozwój centralnych kontrpartnerów, a w szczególności na metody zarządzania ryzykiem oraz mechanizmy rozliczeniowe, ma również rozwój technologii. Innowacje operacyjne pozwalają zwiększać efektywność rozliczeń transgranicznych, a w szczególności harmonizować zasady działania różnych centralnych kontrpartnerów w celu zapewnienia interoperacyjności między ich systemami. Do innowacji operacyjnych, odzwierciedlających internalizację praktyk zarządzania ryzykiem i mechanizmów rozliczeniowych, należą m.in.:

¹⁵ Patrz szczegóły nt. MiFID i *Code of Conduct* w rozdziale 3.

¹⁶ Na przykład w latach 1999–2006 Eurex Clearing zaczął rozliczać również transakcje *repo* i transakcje na papierach wartościowych, MEFF rozpoczął obsługę transakcji *repo* i obligacji rządowych, CC&G rozszerzyło swoją działalność o papiery wartościowe również dla rynku MTS Italy i EuroMTS, CCP Austria zaczął rozliczać papiery wartościowe (Komisja Europejska, *Draft working document on post-trading*, Brussels 2006), a London Clearing House od 1999 r. wprowadził usługi CCP dla *swap*, transakcji *repo* i transakcji na papierach wartościowych zawieranych na London Stock Exchange (John Jackson, M.J. Manning, *Comparing the Pre-Settlement Risk Implications of Alternative Clearing Arrangements*, Bank of England 2007).

- 1) akceptacja przez centralnych kontrpartnerów zabezpieczeń finansowych w formie waluty zagranicznej lub papierów wartościowych wyemitowanych za granicą (np. LCH.Clearnet, Eurex, OM Stockholm, Wiener Börse AG),
- 2) akceptacja zabezpieczeń przechowywanych w banku lub u pośrednika, umiejscowionych za granicą (np. Eurex),
- 3) zawieranie transakcji na giełdzie w jednym kraju i rozliczenie tej samej transakcji w CCP w innym kraju (np. LCH.Clearnet, Eurex Clearing),
- 4) ustanawianie przez uczestnika puli zabezpieczeń w jednym CCP, która ma zabezpieczać jego transakcje rozliczane w dwóch izbach rozliczeniowych lub ich większej liczbie, czyli tzw. *cross-margining* (np. CME/LCH/LIFFE)¹⁷.

4. Zmiany korporacyjne

W przypadku centralnych kontrpartnerów funkcjonujących jako niezależne spółki możemy zaobserwować kolejną tendencję polegającą na przechodzeniu przez nie od organizacji *not for profit* do *for profit*. Tradycyjnie centralni kontrpartnerzy mieli formę spółek, których właścicielami byli użytkownicy, tzw. *user-owned*. Działyły one zwykle na zasadzie *not for profit*. Z czasem forma spółki nastawionej na zysk stała się bardziej dogodna dla CCP, gdyż sprzyja podwyższaniu efektywności i konkurencyjności poprzez obniżkę kosztów działalności i opłat. CCP muszą jednak zwracać uwagę, aby nie następowała ona kosztem obniżania standardów bezpieczeństwa, ponieważ najważniejszą funkcją centralnego kontrpartnera jest zarządzanie ryzykiem.

2.1.1.5. Docelowy model rozliczeń na rynku UE

Obecnie większość transakcji w UE jest rozliczana przez zaledwie kilka CCP. Pozostali kontrpartnerzy rozliczają łącznie niewielką liczbę transakcji i mogą być przedmiotem dalszych konsolidacji. Wciąż utrzymująca się fragmentacja rozliczeń na rynku UE oraz bariery rozliczeń transgranicznych wywołują liczne dyskusje wśród uczestników rynku na temat przyszłego optymalnego modelu funkcjonowania centralnych kontrpartnerów w UE.

Zdaniem części uczestników rynku utworzenie jednego paneuropejskiego centralnego kontrpartnera typu *user-owned*, obsługującego różne waluty i produkty, jest rozwiązaniem optymalnym ze względu na efekt skali, zintegrowane zarządzanie ryzykiem, standaryzację, obniżenie kosztów i opłat. Istnieje jednak wiele przeszkód na drodze do jego utworzenia, do których można zaliczyć w szczególności silne związki centralnych kontrpartnerów z giełdami czy fragmentację regulacji. Nie bez znaczenia jest również ryzyko, że poważne problemy jednego paneuropejskiego centralnego kontrpartnera wpłynęłyby na wszystkie obsługiwane przez niego rynki. Wskazuje się także na zagrożenia wynikające z posiadania przez taką instytucję pozycji monopolistycznej (brak presji konkurencyjnej wymuszającej modernizację, podnoszenie jakości usług lub obniżanie kosztów)¹⁸. Jednocześnie wprowadzenie modelu wspólnego centralnego kontrpartnera dla całej Europy może być utrudnione, ponieważ rynki europejskie różnią się między sobą i wymagają wyspecjalizowanych usług.

¹⁷ D. Russo, T.L. Hart, A. Schöenberger, *The evolution of clearing and central counterparty services for exchange-traded derivatives in the United States and Europe*, ECB Occasional Paper No 5, Frankfurt, September 2002.

¹⁸ Jak wskazują doświadczenia, samo zastosowanie formuły *user-owned* może nie zapewniać wszystkim uczestnikom wystarczającego wpływu na działalność instytucji i uwzględnienia ich interesu przy podejmowaniu decyzji dotyczących jej funkcjonowania.

Zdaniem innych uczestników w Europie docelowo powinno działać dwóch centralnych kontrpartnerów. Jeden powinien obsługiwać transakcje, których przedmiotem są papiery wartościowe, a drugi transakcje dotyczące instrumentów pochodnych, ze względu na duże zróżnicowanie sposobów zarządzania ryzykiem. Rozwiązanie takie, zdaniem jego zwolenników, przyniosłoby maksymalne oszczędności w zakresie zarządzania zabezpieczeniami i w zakresie innych kosztów. Także w tym przypadku można mówić o zagrożeniach związanych z *de facto* monopolistyczną pozycją każdej z tych instytucji w obsługiwanych przez nią segmentach rynku europejskiego. Ponadto w tym przypadku nie można byłoby zastosować do zarządzania ryzykiem mechanizmów korelacji pomiędzy papierami wartościowymi a instrumentami pochodnymi, pozwalających na efektywniejsze ustalanie wartości wymaganych zabezpieczeń.

Według kolejnej grupy uczestników konsolidacja centralnych kontrpartnerów powinna być przeprowadzana ostrożnie, a model wspólnego centralnego kontrpartnera dla całej Europy nie jest dobrym rozwiązaniem z powodu różnic pomiędzy rynkami europejskimi i konieczności oferowania im wyspecjalizowanych usług. Centralnym kontrpartnerom należy natomiast zapewnić warunki umożliwiające realną konkurencję, np. dzięki harmonizacji wymogów prawnych na obszarze UE.

Biorąc pod uwagę powyższe opinie uczestników, prezentowane w dyskusjach toczących się obecnie w UE, można spodziewać się dalszego rozwoju procesu konsolidacji. Jego tempo oraz zasięg będą zależęły od warunków i potrzeb europejskiego rynku kapitałowego.

2.1.2. Rozwój i obecna rola centralnych depozytów papierów wartościowych, w tym międzynarodowych centralnych depozytów papierów wartościowych w krajach UE

2.1.2.1. Historia tworzenia depozytów

Działalność centralnych depozytów papierów wartościowych w Europie rozpoczęła się, podobnie jak w przypadku giełdowych izb rozliczeniowych, w końcu XIX w. Pierwszy centralny depozyt papierów wartościowych na świecie powstał w Austrii w 1872 r. pod nazwą Wiener Giro- und Cassenverein¹⁹. Kolejne depozyty w Europie powstały w Niemczech, gdzie były nazywane Kassenvereine. We Francji pierwszy depozyt, CCDVT, utworzono w 1942 r. W pozostałych krajach europejskich centralne depozyty papierów wartościowych zaczęto tworzyć w latach 70. ubiegłego wieku: w 1968 r. w Belgii, w 1970 r. w Luksemburgu, w 1977 r. w Holandii, w 1978 r. we Włoszech. Proces ten był kontynuowany w latach 80., np. w 1983 r. w Danii, w 1989 r. w Szwecji, a w latach 90. ubiegłego wieku osiągnął apogeum – w ciągu niespełna 10 lat powstało w UE około 20 nowych depozytów. Głównymi powodami szybkiego wzrostu liczby depozytów były: tendencja do koncentracji usług depozytowych i rozrachunkowych w jednej instytucji krajowej lub kilku, zwiększenie efektywności rynków papierów wartościowych oraz wydanie przez Grupę Trzydziestu²⁰ w 1989 r. rekomendacji utworzenia centralnego depozytu w każdym kraju. Szczegółowe informacje na temat rozpoczęcia działalności przez obecne depozyty przedstawia tabela 6.

Na ogół depozyty te funkcjonowały jako statutowe lub naturalne monopole. Obsługiwały przeważnie komercyjne papiery wartościowe, podczas gdy prowadzenie depozytu rządowych papierów wartościowych pozostawało zwykle w gestii banków centralnych. Zakres usług

¹⁹ European Central Bank, *Blue Book: Payment and securities settlement systems in the European Union: euro area countries*, Frankfurt, August 2007.

²⁰ Na temat Grupy Trzydziestu patrz punkt 3.2.3.1 „Prace Grupy Trzydziestu”.

świadczonych przez depozyty różnił się w zależności od podstaw prawnych i uwarunkowań związanych z ich utworzeniem. Większość świadczyła zarówno usługi depozytowe, jak i rozrachunkowe, a niektóre specjalizowały się głównie w funkcji rozrachunkowej. Status centralnych depozytów papierów wartościowych w pewnym stopniu wiązał się z procesem dematerializacji papierów wartościowych w danym kraju. W krajach, gdzie dematerializacja papierów wartościowych była rozpowszechniona lub nawet obowiązkowa, funkcjonowanie depozytów było precyzyjniej zdefiniowane i uregulowane, a ich rola była określana jako szczególna w związku z ponoszeniem ryzyka związanego z pełnieniem funkcji depozytu zdematerializowanych papierów wartościowych²¹.

Międzynarodowe depozyty papierów wartościowych Euroclear Bank i Cedelbank (obecnie Clearstream International) zostały utworzone pod koniec lat 60. XX w. w celu świadczenia usług rozrachunkowych na poziomie transgranicznym dla euroobligacji. Z upływem lat rósł zakres produktów finansowych objętych ich usługami i obecnie dokonują one rozrachunku transakcji zawieranych na większości rodzajów obligacji, a także – choć w mniejszym stopniu – transakcji, których przedmiotem są akcje²².

Euroclear został utworzony w 1968 r. jako wydział ds. papierów wartościowych belgijskiego oddziału amerykańskiego Morgan Guaranty Trust Company of New York; była to jednostka typu *for profit*. W 1971 r. Morgan Guaranty Trust Company of New York sprzedał system jego użytkownikom i nowo powstałej spółce Euroclear, pozostawiając sobie udział w zarządzaniu nowym podmiotem. W 2000 r. powiązania z Morgan Guaranty Trust Company of New York zostały zerwane i Euroclear przekształcił się w Euroclear Bank – spółkę utworzoną zgodnie z prawem belgijskim. W następnych latach Euroclear Bank prowadził intensywną politykę przejmowania depozytów narodowych w celu zdobycia pozycji depozytu paneuropejskiego.

Clearstream International powstał w 2000 r. w wyniku fuzji między Cedel International, utworzonym w 1971 r., a depozytem niemieckim, tj. Deutsche Börse Clearing.

Dosyć szybko, bo już w drugiej połowie lat 90. ubiegłego wieku, dostrzeżono potrzebę współpracy operacyjnej między depozytami papierów wartościowych w UE, a ich wielość zaczęto postrzegać jako wadę, a nie zaletę, europejskiego rynku papierów wartościowych, która może spowolnić rozwój tego rynku. W tym właśnie okresie powstały trzy główne inicjatywy integracji usług depozytowo-rozrachunkowych w Europie. ECSDA²³ opracowała model integracji infrastruktury poprzez dwustronne wystandaryzowane połączenia między indywidualnymi systemami a depozytami. Praktycy wymyślili dwa kolejne modele tych połączeń: model *spaghetti*, w którym każda para depozytów miała być ze sobą połączona, oraz model *hub and spokes*, w którym każdy depozyt miał mieć dostęp do wszystkich innych depozytów przez jedno połączenie z depozytem odgrywającym rolę *hub* (centralnego punktu kontaktu) połączonym ze wszystkimi innym depozytami. Pierwszy model zakładał więc dużą liczbę połączeń i równą rolę każdego depozytu, natomiast drugi model – ograniczoną liczbę połączeń i centralną rolę jednego z depozytów. Wiosną 1999 r. Euroclear, największy międzynarodowy depozyt papierów wartościowych w Europie, ogłosił swoje poparcie dla modelu *hub and spokes*. W odpowiedzi na taką propozycję zaledwie kilka tygodni później drugi europejski międzynarodowy depozyt papierów wartościowych, Cedel International, ogłosił swoją fuzję z depozytem niemieckim, tj. Deutsche Börse Clearing, wybierając przez to trzeci model integracji infrastruktury europejskiej – poprzez konsolidację. Ostatecznym celem Cedel International

²¹ BNP Paribas, *Clearing and settlement in the European Union, Main policy issues and future challenges*, Paris 2002.

²² H. Schmiel, *Performance of international securities markets*, Bank of Finland Studies, Vammala 2004.

²³ ECSDA – European Central Securities Depository Association.

było utworzenie skonsolidowanego mechanizmu dla rynków europejskich, zwanego Europejską Izbą Rozliczeniową (European Clearing House). Integracja systemów europejskich z Izbą miała polegać na tworzeniu elektronicznych połączeń komunikacyjnych, powierzeniu jej świadczenia usług rozliczania i rozrachunku papierów wartościowych lub zawieraniu fuzji. Łatwo zauważyć, że planowany docelowy poziom integracji infrastruktury depozytowo-rozrachunkowej wzrastał w każdym kolejnym modelu²⁴. Obecny poziom integracji tej infrastruktury opisano w dalszej części tego podrozdziału.

2.1.2.2. Obecna rola depozytów papierów wartościowych

Infrastruktura usług depozytowych w UE jest rozdrobniona, o czym świadczy duża liczba depozytów papierów wartościowych: obecnie w 27 krajach UE funkcjonują 42 depozyty papierów wartościowych, z czego 22 są umiejscowione w strefie euro, a 20 poza nią. Porównując liczbę krajów należących do strefy euro oraz liczbę krajów UE, które nie przyjęły wspólnej waluty, z liczbą funkcjonujących na ich obszarze depozytów papierów wartościowych, można stwierdzić, że różnice między nimi są nieznaczne. Wynikają one z tego, że w strefie euro konsolidacja krajowa jest nieco bardziej zaawansowana niż w pozostałych krajach UE.

Śród podmiotów świadczących usługi depozytowo-rozrachunkowe w UE wyróżniają się trzy grupy kapitałowe, które obejmują większość największych depozytów UE, tj. Euroclear Group, Clearstream International i Nordic CSD Group.

Euroclear Group składa się z międzynarodowego depozytu papierów wartościowych Euroclear Bank oraz czterech krajowych depozytów papierów wartościowych, tj. Euroclear France, Euroclear Belgium, Euroclear Nederland i Euroclear UK & Ireland (do lipca 2007 r. funkcjonującego jako CRESTCo). Wszystkie te depozyty są filiami spółki holdingowej Euroclear SA/NV, utworzonej w Belgii i będącej z kolei filią Euroclear Plc. – spółki holdingowej z siedzibą w Wielkiej Brytanii. Właścicielami Euroclear Plc. są uczestnicy systemu Euroclear. Euroclear Bank jako depozyt międzynarodowy pełni funkcję depozytu dla międzynarodowych papierów wartościowych, w szczególności euroobligacji, i dokonuje rozrachunku w tych papierach wartościowych, jak również w papierach wartościowych o charakterze lokalnym. Depozyty krajowe wchodzące w skład Euroclear Group obsługują papiery wartościowe emitowane na rynkach macierzystych, a Euroclear UK & Ireland dodatkowo akcje irlandzkie. Początkowo wszystkie pięć depozytów działało niezależnie, jednak w celu zwiększenia efektywności ich funkcjonowania i uzyskania faktycznych korzyści z konsolidacji został opracowany plan integracji operacyjnej w ramach grupy. Zgodnie z tym planem integracja następuje stopniowo poprzez wdrażanie kolejnych etapów. Pierwszy polegał na stworzeniu i przystąpieniu do wspólnej platformy rozrachunkowej. Na drugim wprowadzono wspólny mechanizm przetwarzania krajowych i transgranicznych transakcji w akcjach i papierach dłużnych na rynkach belgijskim, holenderskim i francuskim. Trzeci – ostatni etap zapewni konsolidację w postaci jednej wspólnej platformy obsługującej wszystkie rynki Euroclear Group. Zakończenie integracji przewiduje się na lata 2009–2010²⁵.

Clearstream International, będący filią Deutsche Börse AG, jest spółką holdingową, która obejmuje Clearstream Banking Luxembourg (CBL), Clearstream Banking Frankfurt (CBF), Clearstream Services Luxembourg i regionalne przedstawicielstwa na głównych rynkach finansowych. Clearstream Banking Luxembourg jest depozytem międzynarodowym

²⁴ M. Malkamaki, J. Topi, *Strategic Challenges for Exchanges and Securities Settlement*, Discussion Papers, Bank of Finland, December 1999.

²⁵ Na podstawie danych z Blue Book z 2006 r.

i jednocześnie operatorem LuxClear – krajowego depozytu Luksemburga. Clearstream Banking Frankfurt obsługuje niemiecki rynek papierów wartościowych, a Clearstream Services Luxembourg jest operatorem platformy informatycznej Creation, wykorzystywanej w działalności transgranicznej. Integracja Clearstream International składała się z dwóch etapów i zakończyła się w 2002 r.

Nordic CSD Group obejmuje depozyty krajowe Szwecji i Finlandii; depozyt fiński APK jest filią depozytu szwedzkiego VPC. Obecnie oba depozyty działają jako oddzielne podmioty, ale planowana jest ich integracja operacyjna w celu zwiększenia ich efektywności oraz uzyskania efektów skali, co ma się przyczynić do rozwoju i umacniania pozycji całego rynku nordyckiego.

Powyższa sytuacja, tj. istnienie trzech silnych grup kapitałowych, może się w najbliższym czasie zmienić, ponieważ 2 czerwca 2008 r. Euroclear Group i Nordic CSD Group podpisały porozumienie, zgodnie z którym Euroclear Group przejmie akcje Nordic CSD Group w czwartym kwartale 2008 r. Jeżeli ta konsolidacja dojdzie do skutku, Euroclear Group znacznie poszerzy zasięg swojej działalności.

Analiza danych statystycznych wskazuje na dużą koncentrację usług depozytowych i rozrachunkowych w UE. Siedem największych depozytów, tj. Euroclear Bank w Belgii, CrestCo w Wielkiej Brytanii, Euroclear France, Iberclear w Hiszpanii, Monte Titoli we Włoszech, Clearstream Frankfurt i Clearstream Luxembourg, przechowuje łącznie pod względem wartości 85,86% papierów wartościowych zarejestrowanych we wszystkich depozytach UE, dokonuje rozrachunku 77,77% wszystkich transakcji pod względem ich liczby i 95,07% wszystkich transakcji pod względem ich wartości²⁶.

Większość instytucji depozytowo-rozliczeniowych funkcjonujących w UE nie pełni funkcji bankowych, jednak w przypadku kilku z nich można mówić o takich funkcjach lub o posiadaniu statusu banku. Do podmiotów mających status banku należy zaliczyć austriacki Oesterreichische Kontrollbank A.G. (OeKB), węgierski KELER, wchodzące w skład grupy Clearstream International SA: Clearstream Banking Frankfurt oraz Clearstream Banking Luxembourg, a także Euroclear Bank SA, należący do grupy Euroclear.

Struktura właścicielska centralnych depozytów papierów wartościowych w UE jest bardzo zróżnicowana. Część z nich funkcjonuje jako dział lub departament większej instytucji, np. depozyty prowadzone przez banki centralne (np. RPW w Narodowym Banku Polskim) lub w ramach giełd papierów wartościowych (np. depozyt w strukturze Cyprus Stock Exchange). Inne są spółkami w strukturach większej grupy kapitałowej powstałej w wyniku konsolidacji poziomej²⁷ (np. Euroclear France jest filią Euroclear SA/NV, a ten z kolei filią Euroclear Plc.) lub konsolidacji pionowej (np. Clearstream Banking Luxembourg jest filią Deutsche Börse). Pozostałe działają jako niezależne spółki (np. OeKB w Austrii).

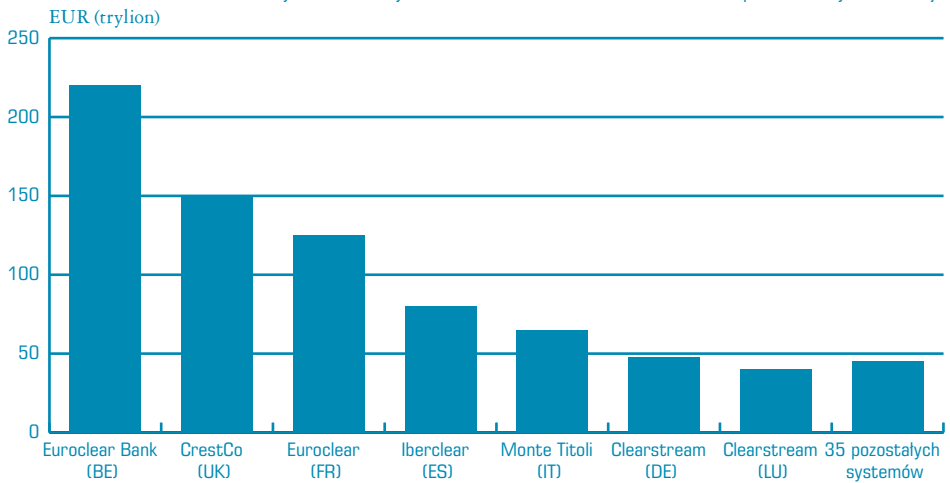
Analizując skład właścicielski centralnych depozytów papierów wartościowych, można wyłonić następujące grupy:

- 1) depozyty w posiadaniu lub z udziałem instytucji państwowych, np. ministerstwa finansów, skarbu państwa – jest ich kilka w UE (np. w Bułgarii, na Cyprze, Malcie, w Irlandii, Polsce) i w większości funkcjonują w krajach, które przystąpiły do UE po 2004 r.,
- 2) depozyty prowadzone przez banki centralne (jest ich 9 w UE) lub z udziałem banków centralnych (np. w Bułgarii, Danii, Estonii, Hiszpanii, na Litwie, w Polsce, na Węgrzech),

²⁶ Na podstawie danych z Blue Book z 2006 r.

²⁷ Rodzaje konsolidacji są opisane w punkcie 2.1.3.2 „Działalność w zakresie integracji infrastruktury świadczącej usługi posttransakcyjne w UE”.

Wykres 1. Obroty w CSD w UE w 2006 r. (całkowita wartość przetworzonych instrukcji)



Źródło: EBC.

- 3) depozyty będące własnością użytkowników (uczestników), tzw. *user-owned*, (np. OeKB, Euroclear Plc., VP, KDD),
- 4) depozyty w części lub w całości należące do spółek (instytucji) związanych z rynkiem kapitałowym, głównie giełd papierów wartościowych – np. UNIVYC, ECSD, LCVPD, LCD, KELER,
- 5) depozyty należące do stron trzecich, niezwiązanych bezpośrednio z usługami posttransakcyjnymi, np. RM-SYSTEM.

W praktyce bardzo często spotykamy w UE depozyty o mieszanym akcjonariacie, np. depozyty, w których udziały mają zarówno użytkownicy (uczestnicy), jak i giełdy, a czasami również instytucje państwowe.

W zależności od formy działalności oraz struktury własności centralne depozyty działają na zasadzie *not for profit* albo *for profit*. Do pierwszej grupy należą zwykle centralne depozyty papierów wartościowych będące własnością ministerstwa finansów, skarbu państwa i banków centralnych, oraz nieliczne depozyty należące do użytkowników (uczestników). W drugiej grupie znajduje się większość depozytów będących własnością użytkowników (uczestników) i giełd papierów wartościowych, a w szczególności stron trzecich.

Tabela 6. Charakterystyka CSD obecnie funkcjonujących w UE

Kraj	Nazwa depozytu	Data rozpoczęcia działalności	Forma działalności, <i>for profit</i> , <i>not for profit</i>	Struktura własności
Austria	OeKB	1872 r. jako Wiener Giro- und Cassenverein, w 1965 r. zastąpiony przez OeKB	bank, <i>for profit</i>	głównie krajowe banki komercyjne

Kraj	Nazwa depozytu	Data rozpoczęcia działalności	Forma działalności, <i>for profit, not for profit</i>	Struktura własności
Belgia	NBB	1991 r.	bank centralny, <i>not for profit</i>	bank centralny (100%)
	Euroclear Belgium	1968 r.	filia Euroclear SA/NV, spółka, <i>for profit</i>	Euroclear SA/NV – filia Euroclear Plc, którego akcjonariuszami są uczestnicy (86,9%) i Sicovam Holding SA (13,1%)
	Euroclear Bank	1968 r.	bank, <i>for profit</i>	Euroclear SA/NV – filia Euroclear Plc, którego akcjonariuszami są uczestnicy (86,9%) i Sicovam Holding SA (13,1%)
Bułgaria	CDAD	1996 r.	spółka, <i>for profit</i>	Ministerstwo Finansów (21,9%), bank centralny (20%), banki komercyjne (21,6%), Bułgarska Giełda Papierów Wartościowych w Sofii (3%) i inni
	GSD	1992 r.	bank centralny, <i>not for profit</i>	bank centralny (100%)
Cypr	CSE	1996 r.	giełda jako instytucja publiczna, <i>for profit</i>	Rząd Republiki Cypru (100%)
Czechy	UNIVYC	1996 r.	filia giełdy, <i>for profit</i>	Prague Stock Exchange (100%)
	SKD	1995 r.	bank centralny, <i>not for profit</i>	bank centralny (100%)
	RM-SYSTEM	1993 r.	spółka, system rozrachunku w ramach rynku pozagiełdowego, <i>for profit</i>	2 osoby fizyczne po 50%
Dania	VP	1983 r.	spółka, <i>for profit</i>	banki i firmy brokerskie (32%), spółki emitujące obligacje (28%), bank centralny (24%), emitenci akcji (8%), inwestorzy instytucjonalni (8%)

Kraj	Nazwa depozytu	Data rozpoczęcia działalności	Forma działalności, <i>for profit, not for profit</i>	Struktura własności
Estonia	ECSD	1994 r.	spółka, <i>for profit</i>	OMX Exchanges (62%), bank centralny (1,1%), pozostałe udziały – uczestnicy rynku
Finlandia	APK/ NCSD	1996 r.	spółka, <i>for profit</i>	VPC AB (100%), którego akcjonariuszami są: OMX (19,8%) i 4 główne banki szwedzkie (po 19,8%): Föreningsparbanken, Nordea, SEB i Svenska Handelsbanken
Francja	Euroclear France	1949 r. jako SICOVAM	spółka, <i>for profit</i>	Euroclear SA/NV – filia Euroclear Plc, którego akcjonariuszami są uczestnicy (86,9%) i Sicovam Holding SA (13,1%)
Grecja	Hellenic Exchanges SA Holding, Clearing, Settlement & Registry	1991 r. powstanie depozytu w strukturze giełdy, 1876 r. powstanie giełdy ateńskiej	spółka, depozyt w strukturach giełdy, <i>for profit</i>	Helex 100%, który jest spółką publiczną
	BOGS	1994 r.	bank centralny, <i>not for profit</i>	bank centralny (100%)
Hiszpania	Ibclear	2003 r. na skutek fuzji CADE i SCLV	spółka, <i>not for profit</i>	holding BME (100%), który jest spółką publiczną z udziałem banku centralnego (5,33%)
	Lokalne depozyty, SCL Barcelona, SCL Bilbao i SCL Valencia	Barcelona – 1992 r. Bilbao – 1890 r. Valencia – 1992 r.	spółki, <i>not for profit</i>	holding BME (100%), który jest spółką publiczną z udziałem banku centralnego (5,33%)
Holandia	Euroclear Nederland	1977 r. jako Necigef	spółka, <i>for profit</i>	Euroclear SA/NV – filia Euroclear Plc, którego akcjonariuszami są uczestnicy (86,9%) i Sicovam Holding SA (13,1%)
Irlandia	NTMA	1990 r.	instytucja publiczna, <i>not for profit</i>	Ministerstwo Finansów

Kraj	Nazwa depozytu	Data rozpoczęcia działalności	Forma działalności, <i>for profit, not for profit</i>	Struktura własności
Litwa	LCVPD	1993 r.	spółka, <i>for profit</i>	bank centralny (60%), OMX Group (32%), litewska giełda VVPB (8%); VVPB w 93% należy do OMX Group
Luksemburg	Clearstream Banking Luxembourg	1970 r. jako Cedel	bank, <i>for profit</i>	Deutsche Börse (100%)
Łotwa	LCD	1995 r.	spółka, <i>for profit</i>	Riga Stock Exchange (100%); RSE jest własnością OMX Group w 93%
	VNS	1993 r.	bank centralny, <i>not for profit</i>	bank centralny (100%)
Malta	MSE	1996 r.	giełda, <i>for profit</i>	Skarb Państwa (100%)
Niemcy	Clearstream Banking Frankfurt	1990 r. jako Frankfurter Kassenverein AG	bank, <i>for profit</i>	Deutsche Börse (100%)
Polska	KDPW SA	1991 r.	spółka akcyjna, <i>not for profit</i>	GPW (33,3%), Skarb Państwa (33,3%), Narodowy Bank Polski (33,3%)
	RPW	1995 r. CRBS, 1996 r. RBP, w 2003 r. połączone w RPW	bank centralny	bank centralny (100%)
Portugalia	SITEME		bank centralny	bank centralny (100%)
	Interbolsa	1991 r.	spółka, <i>for profit</i>	Euronext Lisbon (100%)
Rumunia	BVB	1995 r.	giełda	72 osoby prawne (głównie banki) i 28 osób fizycznych
	SNCDD	1996 r.	b.d.	b.d.
	SaFIR	2005 r.	bank centralny	bank centralny (100%)
Słowacja	CDCP SR	2004 r. wskutek przekształcenia Securities Center of the Slovak Republic, które powstało w 1992 r.	spółka, <i>for profit</i>	Bratislava Stock Exchange (100%)
	Central Registry	1993 r.	bank centralny, <i>not for profit</i>	bank centralny (100%)

Kraj	Nazwa depozytu	Data rozpoczęcia działalności	Forma działalności, <i>for profit, not for profit</i>	Struktura własności
Słowenia	KDD	1995 r.	spółka, <i>for profit</i>	41 akcjonariuszy, w tym banki fundusze rządowe, spółki, firmy brokerskie, emitenci i inne
Szwecja	VPC AB/NCSD	1989 r.	spółka, <i>for profit</i>	NCSD Holding AB (100%), którego właścicielami są m.in.: Nordea Bank Sverige (24,82%), Skandinaviska Enskilda Banken (24,82%), Svenska Handelsbanken (24,82%) i Swedbank (24,82%)
Węgry	KELER	1993 r.	bank, <i>for profit</i>	bank centralny (53%), Budapest Stock Exchange (46,7%)
Wielka Brytania	Euroclear UK & Ireland Limited	1996 r. (CrestCo)	spółka, <i>for profit</i>	Euroclear SA/NV – filia Euroclear Plc, którego akcjonariuszami są uczestnicy (86,9%) i Sicovam Holding SA (13,1%)
Włochy	Monte Titoli	1978 r.	spółka, <i>for profit</i>	Borsa Italiana Spa (98,7%), zagraniczne centralne depozyty papierów wartościowych (1%), firmy inwestycyjne (0,10%), inni (0,13%)

Źródło: opracowanie NBP.

Zakres instrumentów finansowych obsługiwanych przez centralne depozyty papierów wartościowych jest bardzo szeroki. W krajach, w których występuje jeden centralny depozyt papierów wartościowych, obsługuje on wszystkie instrumenty finansowe, będące przedmiotem transakcji na danym rynku krajowym. W kilku krajach UE występują dwa centralne depozyty papierów wartościowych, z czego jeden obejmuje z reguły papiery skarbowe, a drugi pozostałe papiery wartościowe.

Centralne depozyty papierów wartościowych obsługują zazwyczaj wszystkie platformy obrotu w danym kraju. Zdarza się jednak, że dany depozyt papierów wartościowych zajmuje się rozrachunkiem transakcji pochodzących wyłącznie z jednego z rynków funkcjonujących w danym kraju lub działa regionalnie.

2.1.2.3. Regulacje i nadzór

Kwestia nadzoru i regulacji w przypadku centralnych depozytów papierów wartościowych, podobnie jak w przypadku centralnych kontrapartnerów, jest bardzo istotna dla zachowania stabilności systemu finansowego. W związku z bardzo szybkim rozwojem rynków

kapitałowych, trwającym procesem integracji usług posttransakcyjnych w UE oraz wprowadzaniem nowoczesnych technologii zasady nadzorcze oraz przepisy regulujące prowadzenie usług posttransakcyjnych wymagają ciągłych dostosowań. Wcześniejsze regulacje były bowiem skrojone na miarę rynków narodowych, a nie transgranicznych i stanowią poważną barierę rozwoju jednego paneuropejskiego rynku kapitałowego²⁸.

W zakresie nadzoru wyraźnie zarysowuje się tendencja do zwiększania się roli banków centralnych UE w sprawowaniu, obok instytucji sprawujących nadzór ostrożnościowy (*supervision*), nadzoru systemowego (*oversight*) zarówno nad centralnymi depozytami papierów wartościowych, jak i centralnymi kontrpartnerami. Potrzeba zaangażowania banków centralnych w sprawowanie nadzoru nad systemami rozrachunku papierów wartościowych została opisana w punkcie 1.2.8. „Banki centralne”.

Zasadność włączenia się banków centralnych w nadzorowanie SRPW potwierdziły wyniki prac analitycznych ważnych gremiów międzynarodowych, m.in. Komitetu ds. Systemów Płatności i Rozrachunku (Committee on Payment and Settlement Systems, CPSS), działającego przy Banku Rozrachunków Międzynarodowych (Bank for International Settlements, BIS), Międzynarodowej Organizacji Komisji Papierów Wartościowych (International Organization of Securities Commissions, IOSCO) oraz Europejskiego Banku Centralnego (EBC)²⁹.

W mniejszym lub większym stopniu prawie wszystkie banki centralne w UE deklarują sprawowanie nadzoru systemowego nad CSD i CCP. Stosowane uprawnienia i narzędzia w tym zakresie są bardzo odmienne. Wynika to m.in. z różnic między krajowymi systemami prawnymi, zakresu zadań i pozycji banków centralnych, przyjętego modelu infrastruktury depozytowo-rozliczeniowej, a także z uwarunkowań historycznych. Sprawując nadzór systemowy, niektóre banki centralne korzystają z instrumentów ustawowych. Pozostałe, którym ustawodawstwo krajowe nie przyznało podobnych narzędzi, stosują alternatywne instrumenty, np. uprawnienia właścicielskie, udział przedstawicieli banków centralnych w organach korporacyjnych podmiotów prowadzących SRPW, współpracę z organami regulującymi rynek finansowy, oświadczenia publiczne³⁰, wywieranie wpływu na skutek bycia uczestnikiem lub dostarczycielem usług oraz perswazję opartą na prestiżu banku centralnego.

Ustawodawstwo większości krajów UE nakłada na banki centralne obowiązki związane ze sprawowaniem nadzoru systemowego nad SRPW. Banki centralne UE uzyskiwały uprawnienia do sprawowania nadzoru nad systemami rozrachunku papierów wartościowych przez ostatnie 20 lat (np. Szwecja – 1989 r., Dania – 1996 r., Irlandia i Finlandia – 1997 r., Belgia i Włochy – 1998 r., Francja i Luksemburg – 2001 r., Austria i Cypr – 2002 r., Litwa i Łotwa – 2003 r., Estonia i Węgry – 2004 r., Słowenia – 2006 r.).

Ze względu na zakres uprawnień banków centralnych UE do sprawowania nadzoru nad SRPW można je podzielić na trzy grupy:

1. Banki centralne bezpośrednio uprawnione do sprawowania nadzoru systemowego nad SRPW. Regulacje prawne 7 państw stanowią wprost, że nadzorowanie SRPW, depozytów papierów wartościowych lub systemów rozliczeń i rozrachunku papierów wartościowych jest zadaniem banku centralnego.

²⁸ Między innymi prawne bariery integracji europejskiego rynku usług posttransakcyjnych opisuje Raport Giovanniniego, o którym mowa w rozdziale 3.

²⁹ Patrz rozdział 3.

³⁰ Przez oświadczenia publiczne rozumie się wyrażanie opinii banków centralnych w rozmaity sposób, np. przez publikowanie opinii, dokumentów problemowych, stanowisk, poglądów i komunikatów prasowych oraz inne działania.

2. Banki centralne pośrednio uprawnione do sprawowania nadzoru systemowego nad SRPW. Przepisy prawne 12 państw nakładają na bank centralny obowiązek sprawowania nadzoru nad systemem płatniczym, systemami płatności, systemami rozrachunku lub systemami rozliczeniowymi. Niektóre określają obowiązek podejmowania działań na rzecz m.in. zapewnienia stabilności, sprawnego funkcjonowania lub promowania systemu walutowego, obiegu pieniądza, przepływu walut, stabilności finansowej, całości systemu finansowego lub stabilności systemów płatności i rozrachunkowych. W tych krajach obowiązek sprawowania nadzoru nad SRPW wynika z interpretacji powyższych przepisów (pojęć) lub z ustawowego zdefiniowania, że obejmują one również obowiązek dbania o prawidłowe funkcjonowanie systemów rozrachunku papierów wartościowych.
3. Banki centralne nieuprawnione ustawowo do sprawowania nadzoru nad SRPW. Systemy prawne 6 państw nie zawierają regulacji mogących być podstawą prawną sprawowania przez banki centralne nadzoru nad SRPW.

Charakter ustawowych uprawnień banków centralnych w zakresie nadzoru systemowego nad CSD i CCP jest różny i może w szczególności polegać na:

- prawie żądania od operatorów systemów przekazania informacji, danych, plików i innej dokumentacji,
- prawie wydawania wiążących regulacji określających działalność systemu,
- prawie przeprowadzania kontroli lub inspekcji w siedzibie operatora,
- prawie żądania usunięcia nieprawidłowości w funkcjonowaniu systemu,
- prawie nakładania sankcji (kar pieniężnych) w przypadku niespełniania właściwych standardów lub niewywiązywania się z obowiązku przekazywania informacji,
- prawie określenia rekomendacji EBC i Komitetu Bazylejskiego jako prawnie wiążących.

W większości krajów UE banki centralne, sprawując nadzór nad CSD i CCP, współpracują z odpowiednimi komisjami papierów wartościowych lub innymi regulatorami rynku kapitałowego.

Ponadto rozwój działalności transgranicznej w zakresie usług posttransakcyjnych wymógł współpracę krajowych organów nadzoru. Przybiera ona różne formy. Na przykład zarówno instytucje nadzorujące rynek kapitałowy lub finansowy, jak i banki centralne uczestniczą w różnego rodzaju gremiach i wypracowują wspólne zasady nadzorcze oraz monitorują funkcjonowanie systemów rozrachunku papierów wartościowych i centralnych kontrpartnerów pod kątem bezpieczeństwa, efektywności i równych warunków konkurencji. Przykładem takiego gremium dla nadzorców infrastruktury posttransakcyjnej w znaczeniu *supervision* jest Komitet Europejskich Regulatorów Papierów Wartościowych (Committee of European Securities Regulators, CESR). Reprezentuje on poziom trzeciej części procesu prawnego w UE wg klasyfikacji Lamfalussy'ego³¹ i zajmuje się wypracowaniem wspólnych standardów i wytycznych w zakresie rynków papierów wartościowych UE. Banki centralne tworzą natomiast komitety i grupy robocze w ramach Europejskiego Systemu Banków Centralnych. Systemami rozrachunku papierów wartościowych zajmuje się Komitet ds. systemów płatności i rozrachunku (Payment and Settlement Systems Committee, PSSC). Ponadto przedstawiciele banków centralnych współpracują z przedstawicielami instytucji rynkowych, tj. systemów rozrachunku papierów wartościowych, centralnych kontrpartnerów, zrzeszających je stowarzyszeń oraz największych banków komercyjnych w ramach Grupy Kontaktowej ds. Europejskiej Infrastruktury Papierów Wartościowych (Contact Group on European Market Infrastructure, COGESI).

³¹ Patrz punkt 3.3.2.4 „Raport Lamfalussy'ego”.

Inną formą współpracy między nadzorcami w UE jest zawieranie wzajemnych porozumień w sprawie wymiany informacji lub szerszej współpracy w określonej kwestii. Porozumienia te mogą dotyczyć jednego lub kilku sektorów rynku finansowego. Przykładem takiej współpracy są porozumienia zawarte między bankami centralnymi a nadzorcami bankowymi lub również ministerstwami finansów całej UE w zakresie współpracy w sytuacjach kryzysowych.

Ponadto nadzorcy często współpracują bilateralnie w sytuacji, gdy działalność jednego systemu rozciąga się na więcej niż jeden kraj. Przykładem może być porozumienie (*Memorandum of Understanding*, MOU) nadzorców z krajów stanowiących obszar działania Grupy Euroclear, dotyczące sprawowania nadzoru nad działalnością instytucji tej grupy.

2.1.2.4. Tendencje

Na skutek rozwoju rynków kapitałowych, intensywnych procesów integracyjnych oraz szybkiego rozwoju technologii, w ostatnich latach zachodzą ogromne zmiany w działalności podmiotów świadczących usługi depozytowo-rozrachunkowe. Mają one na celu głównie obniżenie kosztów zawierania transakcji. Poniżej scharakteryzowano najważniejsze tendencje w tym obszarze.

1. Integracja, działalność transgraniczna

Podobnie jak w przypadku centralnych kontrpartnerów depozyty papierów wartościowych powstawały w krajach UE w celu obsługi poszczególnych segmentów rynku kapitałowego, np. rynku akcji, obligacji korporacyjnych czy obligacji rządowych. Początkowo działały niezależnie od siebie ze względu na niewielką potrzebę współpracy. Stosunkowo nieliczne transakcje transgraniczne były tradycyjnie rozliczane za pośrednictwem lokalnych uczestników depozytów zagranicznych, tzw. lokalnych depozytariuszy (*custodians*), lub podmiotów działających globalnie i mających przedstawicielstwa na rynkach lokalnych, tzw. globalnych depozytariuszy (*global custodians*). Potrzeba integracji usług depozytowo-rozrachunkowych zwiększała się w miarę rozwoju ekonomicznego oraz technologicznego, a także w wyniku wprowadzenia wspólnej waluty i postępującej integracji europejskiej, w szczególności konsolidacji giełd europejskich (np. Euronext, Deutsche Börse, OMX). W związku z tym zarówno uczestnicy rynku, jak i kraje członkowskie UE podjęły wiele różnych działań mających na celu najpierw integrację i zwiększenie efektywności funkcjonowania infrastruktury krajowej, a następnie – stworzenie efektywnych kanałów rozrachunku stale rosnącej liczby transakcji transgranicznych. Obecnie funkcjonują 4 kanały (sposoby), dokonywania rozrachunku transgranicznego: w ramach skonsolidowanych depozytów, za pośrednictwem połączeń między depozytami, z wykorzystaniem dostępu zdalnego uczestnika do depozytu oraz – tradycyjnie – przez pośredników na rynku lokalnym.

Konsolidacje

Proces konsolidacji depozytów papierów wartościowych rozpoczął się od łączenia systemów depozytowych na poziomie krajowym, a następnie przeszedł w konsolidację międzynarodową. Do największych międzynarodowych procesów konsolidacji infrastruktury depozytowo-rozrachunkowej w ciągu ostatnich 8 lat zaliczamy:

- połączenie międzynarodowego depozytu papierów wartościowych Cedel International z niemieckim depozytem papierów wartościowych Deutsche Börse Clearing w styczniu 2000 r.,
- konsolidację międzynarodowego depozytu papierów wartościowych Euroclear Bank z Sicovam SA, francuskim centralnym depozytem papierów wartościowych w styczniu 2001 r., w wyniku której powstała Grupa Euroclear,

- dołączenie do Grupy Euroclear holenderskiego depozytu papierów wartościowych NECIGEF BV w maju 2002 r.,
- dołączenie do Grupy Euroclear depozytu papierów wartościowych Wielkiej Brytanii i Irlandii CRESTCo we wrześniu 2002 r.,
- nabycie fińskiego depozytu APK przez szwedzki depozyt papierów wartościowych VPC AB w kwietniu 2004 r.; połączony depozyt przyjął nazwę Nordic Central Securities Depository (NCSD),
- przejście przez Euroclear SA/NV belgijskiego depozytu komercyjnych papierów wartościowych – CIK w styczniu 2006 r.

Kolejnym krokiem w tym zakresie może się stać przejście przez grupę Euroclear udziałów w Nordic CSD, które ma nastąpić pod koniec 2008 r., zgodnie z porozumieniem podpisanym w tej sprawie w czerwcu 2008 r.

Współpraca na zasadzie tworzenia połączeń operacyjnych

Współpraca transgraniczna między depozytami papierów wartościowych może przyjąć formę tzw. połączeń operacyjnych (ang. *link*)³². Umożliwiają one ewidencję w krajowym systemie depozytowym papierów wartościowych wyemitowanych za granicą i zarejestrowanych w depozycie zagranicznym oraz prowadzenie za pośrednictwem tego systemu rozrachunku transakcji zawartych na tych papierach. Na połączenie operacyjne między dwoma depozytami składa się zbiór instytucjonalnych, prawnych i technicznych procedur oraz mechanizmów, zapewniających transgraniczny transfer papierów wartościowych drogą elektroniczną. Podstawą utworzenia połączenia jest otwarcie w depozycie zagranicznym rachunku zbiorczego papierów wartościowych (*omnibus account*) dla depozytu krajowego. Połączenia między depozytami służą zarówno do transferu zabezpieczeń kwalifikowanych na potrzeby polityki pieniężnej Eurosystemu, jak i innych papierów wartościowych będących przedmiotem obrotu w kilku krajach.

Zakres i sposób prowadzenia rozrachunku za pośrednictwem połączenia zależą od jego rodzaju. Połączenia dzielimy na:

1. DvP (*delivery versus payment*) i FoP (*free of payment*): połączenie DvP zapewnia rozrachunek transakcji zarówno w papierach wartościowych, jak i w środkach pieniężnych. Połączenie FoP umożliwia jedynie transfer papierów wartościowych, a towarzyszący rozrachunek środków pieniężnych (jeśli taki występuje) odbywa się poza połączeniem.
2. Jednostronne oraz bilateralne: połączenie jednostronne jest wtedy, gdy tylko jeden depozyt otwiera konto w drugim depozycie, i umożliwia wyłącznie transfer papierów wartościowych, dla których depozytem macierzystym jest depozyt prowadzący rachunek. Połączenie bilateralne występuje w przypadku, gdy każdy z depozytów uczestniczących w połączeniu otwiera rachunek drugiemu depozytowi; umożliwia on transfer papierów wartościowych zarejestrowanych w każdym z tych depozytów.
3. Bezpośrednie i pośrednie: połączenie bezpośrednie jest wtedy, gdy między depozytami nie pośredniczy żaden podmiot. W połączeniu pośrednim przenoszenie papierów wartościowych pomiędzy depozytami następuje za pośrednictwem trzeciego podmiotu, np. banku komercyjnego lub trzeciego depozytu papierów wartościowych (tzw. *relayed link*).

³² Połączenie operacyjne jest formą współpracy pomiędzy niezależnymi od siebie instytucjami i nie oznacza ich łączenia w znaczeniu konsolidacji.

Ponadto w stosunku do centralnych depozytów papierów wartościowych ma również zastosowanie klasyfikacja połączeń operacyjnych określona przez *Code of Conduct* i opisana w punkcie 2.1.1.4 przy omawianiu połączeń między centralnymi kontrpartnerami.

Przydatność połączeń DvP do rozrachunku transakcji transgranicznych³³ jest znacznie większa niż połączeń FoP ze względu na zapewnienie rozrachunku pieniężnego. Utworzenie połączenia DvP jest jednak znacznie bardziej skomplikowane i kosztowne, przez co o wiele rzadziej stosowane. Europejskie depozyty papierów wartościowych stosują różne sposoby przeprowadzania rozrachunku za pomocą połączenia DvP, zapewniając przy tym różny poziom bezpieczeństwa rozrachunku. W niektórych modelach rozrachunku transgranicznego na zasadzie DvP wykorzystywane są funkcje bankowe pełnione przez depozyty papierów wartościowych, w innych nie są one konieczne. Tego rodzaju rozrachunek może być przeprowadzany np. za pośrednictwem:

- 1) rachunków pieniężnych uczestników w zagranicznym banku korespondencie i kont, na których zapisywane są papiery wartościowe uczestników, prowadzonych w lokalnym depozycie papierów wartościowych (połączenie LCD z ESCD),
- 2) rachunków pieniężnych uczestników w zagranicznym banku centralnym i kont, na których zapisywane są papiery wartościowe uczestników, prowadzonych w lokalnym depozycie papierów wartościowych, który jest połączony z zagranicznym depozytem papierów wartościowych (połączenie Clearstream Banking Frankfurt z SIX),
- 3) rachunków pieniężnych i kont, na których zapisywane są papiery wartościowe uczestników, prowadzonych w lokalnym depozycie papierów wartościowych, który ma rachunek pieniężny w zagranicznym banku centralnym i jest połączony z zagranicznym systemem rozrachunku papierów wartościowych (połączenie Clearstream Banking Frankfurt z OeKB),
- 4) rachunków pieniężnych i kont, na których zapisywane są papiery wartościowe uczestników, prowadzonych w lokalnym depozycie papierów wartościowych, dla którego rachunek pieniężny prowadzony jest przez zagranicznego korespondenta lub zagraniczny bank centralny a konto, na którym zapisywane są papiery wartościowe, prowadzone jest albo przez zagranicznego korespondenta, albo w zagranicznym depozycie papierów wartościowych, z którym ma połączenie operacyjne (połączenie Euroclear Bank z depozytami na 31 rynkach na świecie).

Liczba połączeń operacyjnych między depozytami w UE systematycznie rośnie. W 2006 r. liczba połączeń między depozytami papierów wartościowych w strefie euro wynosiła 59, z czego 21 połączeń nie było wykorzystywanych³⁴. Powodem rzadkiego wykorzystywania połączeń między depozytami może być fakt, że większość z nich to połączenia typu FoP, które nie umożliwiają rozrachunku w środkach pieniężnych jednocześnie z rozrachunkiem papierów wartościowych. Ponadto ciągle stosunkowo niewielka jest liczba transakcji transgranicznych, co wiąże się z występowaniem barier Giovanniiego. W miarę zwiększania się liczby połączeń typu DvP ich popularność może jednak znacznie wzrosnąć. Tworzenie połączeń między depozytami papierów wartościowych cieszy się również sporą popularnością w nowych krajach członkowskich UE. Przykładowo KDPW w latach 2003–2008 utworzył 6 połączeń typu FoP:

³³ W przypadku gdy połączenie obsługuje wyłącznie rozrachunek transakcji zawieranych na rynkach lokalnych na papierach wartościowych notowanych w trybie *dual-listing*, wystarczające jest wykonywanie pomiędzy krajami, w których odbywają się notowania, transferów papierów wartościowych, którym nie towarzyszy płatność. Nie ma wówczas konieczności tworzenia połączenia o charakterze DvP.

³⁴ European Central Bank, *Blue Book: Payment and securities settlement systems in the European Union: euro area countries*, Frankfurt, August 2007.

z węgierskim KELER, austriackim OeKB, z Clearstream Banking Luxembourg, z Central Securities Depository of Slovak Republic, z Euroclear Bank i Estonian Register for Securities. Wiąże się to z umiędzynarodawianiem obrotu w tych krajach, w szczególności z wchodzeniem zagranicznych papierów wartościowych do obrotu na tych rynkach. Podobnie jak w przypadku centralnych kontrpartnerów pozytywny wpływ na tworzenie nowych połączeń między depozytami papierów wartościowych powinny mieć przystąpienie i zastosowanie się tych ostatnich do *Code of Conduct*, który ma wyeliminować bariery dostępu do podmiotów świadczących usługi posttransakcyjne. Nie można jednak zapominać o tym, że tworzenie połączeń między depozytami jest procesem dość skomplikowanym oraz kosztownym, w związku z czym jego opłacalność zależy od popytu na rozliczenia i rozrachunek na danym rynku zagranicznym.

Dostęp zdalny

W kontekście rozrachunków transgranicznych wiele centralnych depozytów papierów wartościowych oferuje zagranicznym firmom inwestycyjnym (a pośrednio – reprezentowanym przez nie inwestorom) dostęp zdalny³⁵ do swoich usług. W przypadku depozytów, które nie prowadzą rachunków pieniężnych, a takich jest większość, zdalny uczestnik musi jednak uzyskać również dostęp do banku, w którym przeprowadzany jest rozrachunek pieniężny transakcji dla danego depozytu. Najczęściej są to krajowe banki centralne, które z reguły umożliwiają dostęp zdalny i prowadzenie rachunków bieżących podmiotom zagranicznym w celach rozrachunkowych. Nie udzielają im jednak kredytu śróddziennego, który ma ogromne znaczenie dla terminowego rozrachunku transakcji. W związku z powyższym dostęp zdalny do usług centralnych depozytów papierów wartościowych nie cieszy się dużą popularnością w UE. Także różnorodność zasad prowadzenia rozrachunku w krajach UE³⁶ może stanowić barierę transgranicznej współpracy operacyjnej pomiędzy systemami rozrachunku.

Pośrednicy

Tradycyjna metoda rozrachunku transakcji transgranicznych, tj. z udziałem pośredników, jest wciąż wykorzystywana na szeroką skalę. Rolę pośrednika odgrywiają obecnie trzy rodzaje podmiotów, tj. lokalni agenci będący uczestnikami zagranicznego depozytu papierów wartościowych, międzynarodowe depozyty papierów wartościowych lub globalni depozytariusze. Lokalni depozytariusze to duże lokalne banki lub oddziały/filie banków globalnych, np. BACA w Austrii, BBL w Belgii, Credit Agricole we Francji, Commerzbank w Niemczech, ABN Amro Bank w Holandii, ICCREA we Włoszech i wiele innych³⁷. W związku z tym, że globalni depozytariusze oraz depozyty międzynarodowe intensywnie rozwijają własne usługi, rola depozytariuszy lokalnych w UE maleje (w 1998 r. działało ich 66, a w 2000 r. – 49 bez GR, IE, LU, PT)³⁸. Rynek depozytariuszy globalnych jest bardzo skoncentrowany z powodu wysokich kosztów rozpoczęcia takiej działalności oraz wysokiego współczynnika ekonomii skali. Najwięksi globalni depozytariusze prowadzący działalność w UE to m.in. BNP Paribas, Citibank, Deutsche Bank i HSBC.

Depozyty międzynarodowe i depozytariusze z jednej strony konkurują ze sobą, a z drugiej strony ich usługi są komplementarne. ICSD zazwyczaj bowiem wchodzą w obszar działalności

³⁵ Dostęp zdalny oznacza dostęp zagranicznego uczestnika do systemu bez konieczności posiadania siedziby/oddziału w kraju operatora systemu.

³⁶ Patrz – bariery Giovanniniego, rozdział 3.

³⁷ BNP Paribas, *Clearing and settlement in the European Union, Main policy issues and future challenges*, Paris 2002.

³⁸ K. Lannoo, M. Levin, *The securities settlement industry in the EU. Structure, costs and the way forward*, The Centre for European Policy Studies, Brussels 2001.

biznesowej depozytariuszy globalnych, którzy dokonują rozrachunku w obligacjach w ICSD, a depozytariusze lokalni pomagają ICSD w ustanowieniu kontaktów i połączeń z lokalnymi depozytami. Depozyty międzynarodowe koncentrują się raczej na klientach hurtowych i oferują standardowe usługi dla wszystkich klientów. Z kolei globalni depozytariusze skupiają się na inwestorach instytucjonalnych i podmiotach świadczących usługi bankowości prywatnej oraz dostosowują swoje usługi do indywidualnych potrzeb klientów. Konkurencja między depozytami międzynarodowymi a depozytariuszami lokalnymi zaostrza się, gdy ICSD przejmują depozyty krajowe i tym samym wkraczają ze swoją działalnością na rynek lokalny³⁹.

Rozrachunek poprzez pośrednika jest kosztowny, ponieważ wymaga utworzenia infrastruktury *back-office*. Dodatkowo czasami istnieje konieczność skorzystania przez pośrednika z usług innego pośrednika, przez co w rozliczeniu pojedynczej transakcji może uczestniczyć nawet kilku pośredników. Wraz ze wzrostem liczby pośredników zwiększają się ryzyko i koszt rozliczenia transakcji. Jeżeli inwestor zawiera transakcje na wielu rynkach zagranicznych, koszt takiej działalności znacznie się podnosi.

2. Zmiana zakresu usług i działalności przez podmioty świadczące usługi posttransakcyjne

W momencie powstawania infrastruktury rynków kapitałowych, w tym centralnych depozytów papierów wartościowych, ICSD i rozpoczynania działalności przez banki depozytariuszy ich status oraz funkcje były jasno określone, a zakresy ich działalności pokrywały się w niewielkim stopniu. Centralne depozyty, jak już wspomniano, miały szczególny status na rynku kapitałowym. Pełniły funkcje naturalnego monopolu, ich działalność była ściśle uregulowana i działały na rynku krajowym. ICSD miały status banków komercyjnych i trudniły się głównie rozrachunkiem obligacji międzynarodowych, natomiast banki depozytariusze pośredniczyły w przechowywaniu papierów wartościowych i rozrachunku transakcji transgranicznych poprzez umożliwienie dostępu do infrastruktury rynku kapitałowego na rynkach zagranicznych. Wprowadzenie wspólnej waluty oraz fuzje między giełdami papierów wartościowych wywołały jednak zmianę zakresu usług tych podmiotów, m.in. poprzez liczne konsolidacje podmiotów infrastruktury posttransakcyjnej, mających różny status, i tworzenie połączeń operacyjnych między depozytami. Na przykład Euroclear Bank, pełniący funkcję ICSD, rozpoczął przejmowanie depozytów krajowych i zaczął dla nich świadczyć usługi pośrednictwa w transakcjach transgranicznych, wkraczając w pewnym stopniu w sferę działalności banków depozytariuszy. Ponadto ICSD rozpoczęły ekspansję na krajowe rynki obligacji rządowych, osiągając na niektórych sukces, np. na rynku niemieckim, holenderskim, portugalskim, duńskim i irlandzkim⁴⁰. Depozyty lokalne natomiast rozszerzyły swoją działalność na wszystkie rodzaje papierów wartościowych oraz rozpoczęły działalność transgraniczną poprzez tworzenie połączeń operacyjnych i umożliwienie dostępu zdalnego uczestnikom zagranicznym. Biorąc pod uwagę dodatkowo, że część banków depozytariuszy prowadzi działalność posttransakcyjną na bardzo szeroką skalę i ma obroty znacznie wyższe niż osiągnęte przez niektóre depozyty łatwo zauważyć, że działalność wszystkich tych trzech rodzajów instytucji w dużym stopniu się pokrywa. Zapewnienie równych zasad konkurencji pomiędzy tymi podmiotami jest jednak skomplikowane ze względu na różnorodność stosowanych wobec nich wymogów prawnych. CSD są bowiem regulowane jako depozyty papierów wartościowych i stosuje się w stosunku do nich specyficzne wymogi. Z kolei banki depozytariusze podlegają wymogom stawianym

³⁹ K. Lannoo, M. Levin, *The securities settlement industry in the EU. Structure, costs and the way forward*, The Centre for European Policy Studies, Brussels 2001.

⁴⁰ BNP Paribas, *Clearing and settlement in the European Union, Main policy issues and future challenges*, Paris 2002.

przed instytucjami kredytowymi, a od ICSD oczekuje się spełniania obu rodzajów tych wymogów. Sytuacja ta jest skutkiem przyjęcia podejścia instytucjonalnego w stanowieniu regulacji (kierowanie regulacji do określonego typu podmiotów), zamiast podejścia funkcjonalnego (kierowanie regulacji do różnych typów podmiotów wykonujących tę samą funkcję).

3. Rozwój operacyjny

Ogromny rozwój technologiczny w ciągu ostatnich 20 lat pozwolił na automatyzację usług posttransakcyjnych w centralnych depozytach papierów wartościowych, a przez to redukcję kosztów i zwiększenie bezpieczeństwa prowadzenia rozrachunku. W wielu depozytach wprowadzono przetwarzanie transakcji na zasadzie STP (*straight-through-processing*)⁴¹, tzn. w sposób całkowicie automatyczny od momentu wprowadzenia zlecenia do systemu aż do dokonania rozrachunku.

4. Kwestie korporacyjne

Właścicielami centralnych depozytów papierów wartościowych w UE były niegdyś władze publiczne lub banki centralne, znacznie rzadziej – podmioty komercyjne. Funkcjonowały one jako instytucje publiczne, a ich pozycja na rynku była najczęściej monopolistyczna. W ostatnim okresie zmieniły się struktura własności oraz charakter korporacyjny wielu depozytów. Można w tym zakresie wyodrębnić następujące tendencje:

- W kilku krajach UE infrastruktura depozytowo-rozrachunkowa została sprywatyzowana w wyniku sprzedaży udziałów przez instytucje państwowe podmiotom komercyjnym – najczęściej użytkownikom tych systemów. Spowodowało to, że dotychczasowe państwowe monopole przekształciły się w monopole prywatne, które dodatkowo zmieniły profil z *not for profit* na *for profit*. Prawny monopol na świadczenie usług rozliczeniowych i rozrachunkowych został, co prawda, zniesiony w wielu krajach UE wraz z wprowadzeniem dyrektywy MiFID (por. punkt 3.3.2.1), jednak na skutek istnienia różnych barier depozyty w praktyce wciąż utrzymują pozycję monopolistyczną w zakresie rozrachunku transakcji na poszczególnych rynkach.
- Kolejną tendencją, która pojawiła się wśród europejskich depozytów, jest demutualizacja, czyli poszerzanie dotychczasowego kręgu właścicieli o podmioty niebędące uczestnikami. Stwarza to dodatkowe możliwości pozyskiwania kapitału z zewnątrz oraz wiąże się ze zmianą charakteru organizacji w kierunku *for profit*.
- Wycofywanie się banków centralnych z prowadzenia depozytów papierów wartościowych lub uczestnictwa w ich strukturach własnościowych. Obecnie spośród banków centralnych krajów UE sprzed 2004 r. jedynie Narodowy Bank Danii i Bank Hiszpanii mają udziały (odpowiednio 24% i 5,33%⁴²) w centralnych depozytach papierów wartościowych, pomijając depozyty papierów wartościowych będące w pełni własnością banków centralnych i prowadzone przez nie: NBB-SSS w Belgii, BOGS w Grecji i SITEME w Portugalii. W przeszłości (w latach 90., tj. jeszcze przed wprowadzeniem euro) aż 6 innych banków centralnych miało jednak udziały w centralnych depozytach papierów wartościowych. Były to: Narodowy Bank Belgii (5,19% w CIK), Bank Finlandii (24,4% w APK), Bank Francji (40% w SICOVAM), Bank Holandii (pakiet mniejszościowy w Necigef), Bank Anglii (2,5% w CREST) i Bank

⁴¹ W systemie działającym na zasadzie STP cały proces przetwarzania instrukcji jest przeprowadzany automatycznie bez konieczności ręcznej obsługi.

⁴² Bank Hiszpanii ma 5,33% w BME (holding, w którego skład wchodzi Iberclear, MEFF-AIAF-SENAF i Hiszpańska Giełda Papierów Wartościowych).

Włoch (44% w Monte Titoli). Z wyjątkiem Narodowego Banku Belgii wszystkie banki centralne sprzedały swoje udziały w centralnych depozytach papierów wartościowych po utworzeniu strefy euro i równoczesnym przeniesieniu decyzji w zakresie polityki pieniężnej do Europejskiego Banku Centralnego. Jako główne powody wyjścia z akcjonariatu depozytów banki centralne podają konsolidację z innymi depozytami lub przejęcia przez giełdy (Belgia, Francja, Wielka Brytania) oraz prywatyzację (Finlandia, Holandia, Włochy). Jednym z głównych czynników przyspieszenia integracji i prywatyzacji w tym zakresie był wzrost konkurencji między centralnymi depozytami papierów wartościowych, rejestrujących papiery wartościowe i prowadzących rozrachunek w danej walucie, z chwilą zastąpienia walut narodowych przez euro. Warto również podkreślić, że z wyjątkiem Banku Anglii wszystkie banki centralne, które wycofały się z akcjonariatu centralnego depozytu papierów wartościowych, miały ustawowo zagwarantowane prawo do sprawowania nadzoru nad systemami rozrachunku papierów wartościowych bezpośrednio lub na podstawie odpowiedniej wykładni przepisów powierzających bankowi centralnemu dbałość o bezpieczne i efektywne funkcjonowanie systemu płatniczego. Z kolei Bank Hiszpanii, który wciąż utrzymuje udziały w centralnym depozycie papierów wartościowych, nie jest uprawniony ustawowo do sprawowania nadzoru nad systemami rozrachunku papierów wartościowych.

Z analizy zaangażowania kapitałowego banków centralnych z krajów, które przystąpiły do UE w 2004 r. lub później, wynika, że udziały w centralnych depozytach papierów wartościowych mają Narodowy Bank Bułgarii (20% w CDAD), Bank Litwy (60% w LCVPD), Narodowy Bank Polski (33,33% w KDPW SA), Węgierski Bank Narodowy (53% w KELER) i Bank Estonii (1,1% w ECSD). Ponadto Narodowy Bank Bułgarii, Narodowy Bank Czech, Bank Łotwy, Narodowy Bank Polski, Narodowy Bank Rumunii i Narodowy Bank Słowacji prowadzą depozyty, które są ich własnością w 100% (odpowiednio GSD, SKD, VNS, RPW, SaFIR i Central Registry).

Szczegółowe informacje na temat obecnej struktury korporacyjnej znajdują się w tabeli 7.

2.1.2.5. Model docelowy

Obecnie nie ma jednej koncepcji dotyczącej docelowego modelu infrastruktury depozytowo-rozrachunkowej w UE.

Część uczestników rynku opowiada się za zachowaniem *status quo*, tj. infrastruktury utrzymującej charakter lokalny, nieskonsolidowanej, ze względu na to, że koszty i korzyści wynikające z integracji mogą być nierówno rozłożone między uczestników rynku. W szczególności do grupy tej należą pośrednicy, którzy obecnie czerpią korzyści z rozdrobnienia infrastruktury i występujących różnic w przepisach prawa, praktykach rynkowych, procedurach czy wykorzystywanej technologii. W przypadku pełnej integracji popyt na ich usługi mógłby znacznie zmaleć.

Inni uczestnicy rynku opowiadają się za reformami i intensyfikacją procesów integracyjnych, wysuwając przy tym różne propozycje dotyczące optymalnego docelowego modelu infrastruktury depozytowo-rozrachunkowej w UE. Na przykład wiele banków depozytariuszy optuje za utworzeniem wspólnej paneuropejskiej infrastruktury, która obsługiwałaby jednak tylko główne funkcje posttransakcyjne, tj. rozliczenie i rozrachunek, pozostawiając funkcje depozytowe (stanowiące lwią część działalności tych banków) w gestii depozytów lokalnych lub banków. Z kolei przedstawiciele infrastruktury, szczególnie na małych rynkach, popierają harmonizację procedur i procesów, ale woleliby uniknąć redukcji liczby depozytów w UE.

W rezultacie poszczególni uczestnicy rynku podejmują pojedyncze niezależne inicjatywy, polegające najczęściej na fuzji z innymi podmiotami świadczącymi usługi posttransakcyjne i (lub) integracji operacyjnej. Zwiększa to stopień integracji w UE, ale tylko dla wybranych rynków – w zależności od aktualnych potrzeb biznesowych. Doświadczenia depozytów papierów wartościowych, które w ostatnich latach zaangażowały się w procesy konsolidacyjne, wskazują bowiem na związane z tym trudności wynikające zwłaszcza z braku harmonizacji prawa pomiędzy poszczególnymi rynkami europejskimi oraz innych barier (technicznych, podatkowych – patrz punkt 3.3.2.5 na temat tzw. barier Giovanniniego), oraz na znaczne koszty przeprowadzenia takiego procesu (Euroclear). Należy przy tym zwrócić uwagę na stanowisko KE, która uznaje nadrzędność czynników biznesowych w podejmowaniu decyzji dotyczących integracji.

Większość uczestników rynku bierze również udział w ogólnoeuropejskich inicjatywach harmonizacyjnych podejmowanych przez Komisję Europejską lub inne gremia⁴³. Długotrwałość realizacji tych inicjatyw może świadczyć o tym, jak trudny jest proces integracji 27 różnych lokalnych rynków kapitałowych i ich infrastruktur. Istotnym czynnikiem może tu być skłonność władz państwowych poszczególnych krajów członkowskich do ochrony lokalnych rynków przed koniecznością podporządkowania się zasadom panującym na innych rynkach i do utrzymania ich lokalnej specyfiki.

W odpowiedzi na wyżej opisane problemy w lipcu 2006 r. Europejski Bank Centralny wystąpił z inicjatywą zbudowania przez Eurosystem transgranicznego systemu rozrachunku transakcji, których przedmiotem są papiery wartościowe denominowane w euro – TARGET2-Securities (T2S). Miałby on być odpowiednikiem systemu TARGET2 w zakresie rozrachunku papierów wartościowych. System ten przejąłby, na zasadzie *outsourcingu*, funkcję rozrachunkową od depozytów papierów wartościowych, które zdecydowałyby się na przystąpienie do niego. T2S zapewniałby rozrachunek na zasadzie DvP, wykorzystując rachunki pieniężne otwarte w ramach systemu TARGET2. Według analiz EBC T2S zapewniłby centralizację funkcji rozrachunkowej w UE i pozwoliłby na obniżenie kosztów rozrachunku.

Utworzenie T2S nie przyniesie jednak pełnej integracji usług posttransakcyjnych w UE, ponieważ T2S będzie zapewniał jedynie funkcję rozrachunkową, bez usług depozytowych i zarządzania aktywami, które nadal pozostaną w depozytach krajowych. Na pierwszym etapie obejmie jedynie transakcje rozliczane w euro. Nie rozwiąże barier prawnych i podatkowych. Ponadto T2S przejmie rozrachunek wyłącznie z tych rynków, których depozyty papierów wartościowych przystąpią do systemu. T2S jest jednak pierwszą inicjatywą w zakresie budowy infrastruktury rozrachunkowej obejmującą całą strefę euro i należy się spodziewać, że może przyczynić się do usuwania barier w zakresie rozrachunku transgranicznego oraz znacznie zwiększyć stopień integracji usług posttransakcyjnych w UE. Powinno to wpłynąć na wzrost efektywności i bezpieczeństwa rozrachunku. Więcej informacji na temat T2S przedstawiono w punkcie 3.3.3.3.

Inną inicjatywą w zakresie harmonizacji rozrachunku transgranicznego było utworzenie w kwietniu 2008 r. przez 7 europejskich depozytów papierów wartościowych⁴⁴ spółki typu *joint-venture* o nazwie Link Up Markets. Celem tej inicjatywy jest zbudowanie i prowadzenie wspólnej platformy służącej do rozrachunku transgranicznego pomiędzy depozytami mającymi połączenia operacyjne. Platforma ma zapewnić sprawną komunikację między różnymi systemami depozytowymi dzięki konwersji używanych przez te systemy formatów komunikatów tak, aby były one akceptowane przez inne systemy.

⁴³ Patrz rozdział 3.

⁴⁴ OeKB (Austria), VPS (Norwegia), Clearstream Banking Frankfurt (Niemcy), Iberclear (Hiszpania), Helix (Grecja), SIS (Szwajcaria) i VP (Dania).

Projekt ma objąć rozrachunek w pieniądzu banku centralnego wszystkich instrumentów finansowych z wyjątkiem instrumentów pochodnych. Planowane jest umożliwienie rozrachunku w różnych walutach. Przedsięwzięcie jest otwarte na uczestnictwo innych instytucji depozytowych poza jego założycielami.

2.1.3. Obecny stopień integracji kapitałowej i operacyjnej centralnych depozytów oraz centralnych kontrpartnerów w UE

2.1.3.1. Poziom integracji krajowej i międzynarodowej

Na poziomie krajowym infrastruktura depozytowo-rozliczeniowa w UE jest dość dobrze zintegrowana. Średnio na każdy kraj UE przypada bowiem 1,55 depozytu i 0,37 centralnego kontrpartniera, czyli w sumie mniej niż dwie instytucje rozliczeniowo-rozrachunkowe. Biorąc jednak pod uwagę liczbę państw członkowskich UE oraz plany stworzenia wspólnego jednolitego rynku finansowego obejmującego wszystkie te kraje, liczba instytucji infrastruktury obsługujących europejski rynek finansowy jest znaczna. Jak wynika z poprzednich podrozdziałów, na terenie UE funkcjonuje obecnie 10 centralnych kontrpartnerów i 42 depozyty, w tym 2 depozyty międzynarodowe.

Taka fragmentacja infrastruktury nie stanowi przeszkody w obsłudze rynków lokalnych, natomiast w przypadku transakcji transgranicznych wywołuje konieczność tworzenia różnego rodzaju połączeń umożliwiających uczestnikom dostęp do infrastruktury w różnych krajach oraz przenoszenie papierów wartościowych pomiędzy różnymi jurysdykcjami. Wiele barier – w zakresie przepisów prawa, podatków, praktyk rynkowych, a także różnych wymogów technicznych i zakresu usług świadczonych przez instytucje infrastruktury w różnych krajach członkowskich – powoduje, że zawieranie transakcji transgranicznych pozostaje kosztowne, a ich rozrachunek jest skomplikowany.

Podwyższony koszt rozliczenia i rozrachunku transakcji transgranicznej wynika z konieczności pośredniczenia w tym procesie instytucji z różnych krajów – co najmniej dwóch, jeśli istnieje bezpośrednie połączenie operacyjne między instytucjami infrastruktury z tych krajów, lub większej ich liczby, jeśli połączenie ma charakter pośredni albo uczestnik rynku korzysta z pośrednictwa banków depozytariuszy⁴⁵.

Poza podwyższonymi kosztami działania fragmentacja rynku posttransakcyjnego w UE wiąże się również z podwyższonym ryzykiem rozliczeń i rozrachunku transakcji transgranicznych. Odnosi się to w szczególności do ryzyka prawnego ze względu na potencjalny konflikt między istniejącymi w różnych systemach prawnych przepisami dotyczącymi procedur, praw i obowiązków stron transakcji. Ponadto podwyższone są pozostałe rodzaje ryzyka związanego z rozliczeniem i rozrachunkiem, tj. ryzyko kredytowe, płynności i operacyjne, a ich poziom często wiąże się z liczbą instytucji pośredniczących w realizacji rozliczeń i rozrachunku.

Stopień fragmentacji infrastruktury rozliczeniowo-rozrachunkowej w UE różni się w zależności od rodzaju rynku. Na przykład na rynku instrumentów dłużnych dominują dwa ICSD (Euroclear Bank i Clearstream International). Z kolei transakcje, których przedmiotem są akcje, są przetwarzane w wielu krajowych systemach, zróżnicowanych pod względem wymogów technicznych, praktyk rynkowych, procedur podatkowych i uwarunkowań prawnych. W du-

⁴⁵ Według Raportu Giovanniniego zawarcie, rozliczenie i rozrachunek transakcji krajowej wymaga pośrednictwa średnio 5 instytucji, natomiast w przypadku transakcji transgranicznej jest to aż 11 pośredników. European Commission, The Giovannini Group, *Cross-border clearing and settlement arrangements in the European Union*, European Commission, Brussels, November 2001.

zym stopniu wynika to z natury tych papierów wartościowych. Dłużne papiery wartościowe są bowiem stosunkowo jednorodne, akcje są natomiast bardziej zróżnicowane i prowadzenie ich obsługi jest skomplikowane, zwłaszcza w stosunku do praw z papierów wartościowych, które wymagają komunikacji między emitentem a ich posiadaczem. W konsekwencji transgraniczny rozrachunek akcji jest w UE o wiele trudniejszy niż rozrachunek obligacji, a jego uproszczenie wymaga integracji na wysokim poziomie. Dlatego podejmowane są inicjatywy integracyjne, które opisano w rozdziale 3.

2.1.3.2. Działalność w zakresie integracji infrastruktury świadczącej usługi posttransakcyjne w UE

Integracja

Dla danego zbioru instrumentów finansowych lub usług rynek jest w pełni zintegrowany, jeżeli wszyscy potencjalni uczestnicy tego rynku o podobnej charakterystyce:

- po pierwsze – muszą stosować się do takich samych zasad, kiedy zdecydują się skorzystać z tych instrumentów i (lub) usług,
- po drugie – mają równy dostęp do tych instrumentów i (lub) usług,
- po trzecie – są jednakowo traktowani, gdy działają na tym rynku⁴⁶.

Osiągnięcie integracji rynku finansowego jest głównym elementem strategii lizbońskiej w zakresie reform gospodarczych UE. Ponadto integracja wpłynęłaby na wzrost gospodarczy, większą efektywność alokacji kapitału oraz skuteczniejsze zarządzanie ryzykiem związanym z funkcjonowaniem rynku finansowego. Jej skutkiem byłyby m.in. większa płynność rynków, obniżenie kosztów transakcyjnych, wzrost dywersyfikacji możliwości inwestycyjnych dla inwestorów i finansowania dla spółek oraz wiele innych korzyści dla rynku finansowego.

Konsolidacja

Konsolidacja powoduje większą koncentrację podmiotów świadczących usługi rozliczeniowe i rozrachunkowe. Może być osiągnięta dzięki zmianom strukturalnym (fuzje i przejęcia) oraz działaniom strategicznym (np. *outsourcing*, alianse strategiczne, przedsięwzięcia typu *joint-venture* czy reorganizacje instytucji finansowych). W przypadku fuzji centralnych depozytów papierów wartościowych najpierw następuje konsolidacja finansowa i organizacyjna, a dopiero potem konsolidacja platform technicznych, którą trudno jest osiągnąć w krótkim terminie, ale która przynosi wymierne korzyści.

W ostatnich latach proces konsolidacji infrastruktury posttransakcyjnej w UE był wyjątkowo szybki ze względu na znaczny wzrost popytu na usługi transgraniczne. Należy się spodziewać, że proces ten będzie kontynuowany. Jednak optymalne tempo przyszłej konsolidacji oraz docelowy model infrastruktury są obecnie dopiero przedmiotem dyskusji pomiędzy uczestnikami rynku, bankami centralnymi, regulatorami i innymi zainteresowanymi instytucjami.

Korzyści i koszty konsolidacji

Wyniki różnych analiz wskazują na możliwość osiągnięcia znacznych korzyści skali na skutek konsolidacji instytucji świadczących usługi depozytowo-rozrachunkowe, przejawiających się wysokim potencjałem obniżenia kosztów jednostkowych. Są one jednak możliwe tylko przy jednoczesnej integracji operacyjnej i technicznej (wspólny system rozliczeniowy lub

⁴⁶ Baele et al., *Measuring European Financial Integration*, "Oxford Review of Economic Policy", 2004, Vol. 20, No. 4.

rozrachunkowy). Konsolidacja na tym poziomie jest kosztowna zarówno dla centralnych depozytów, centralnych kontrpartnerów, jak też dla uczestników rynku. Jej przeprowadzenie jest uzasadnione w przypadku osiągnięcia korzyści skali przekraczających koszty integracji. Brak jednolitych uregulowań dotyczących rynku kapitałowego na poziomie UE jest sporą przeszkodą w konsolidacji na szeroką skalę i w świadczeniu przez skonsolidowane podmioty jednolitych usług na rynkach różnych krajów, czyli w transgranicznej działalności centralnych kontrpartnerów, a zwłaszcza centralnych depozytów papierów wartościowych. Ponadto proces konsolidacyjny zwiększa z jednej strony efektywność rozliczeń, lecz z drugiej strony także potencjalne konsekwencje systemowe wystąpienia problemów z rozliczeniem lub rozrachunkiem oraz ogranicza konkurencję między podmiotami świadczącymi podobne usługi.

Rodzaje konsolidacji

Konsolidacja może mieć 2 formy: poziomą lub pionową. Konsolidacja pozioma występuje wtedy, gdy instytucje świadczące usługi tego samego rodzaju, czyli giełdy (np. Euronext), izby rozliczeniowe (np. Clearnet) albo depozyty (np. Euroclear), dokonują fuzji lub wprowadzają inne formy współpracy. Konsolidacja pionowa występuje natomiast wtedy, gdy instytucje świadczące usługi na różnych etapach realizacji transakcji, czyli giełdy, izby rozliczeniowe i depozyty, zaczynają działać jako jedna instytucja (np. grupa Deutsche Börse, skupiająca giełdę Frankfurt Stock Exchange, rynek Xetra, centralnego kontrpartnera Eurex Clearing i depozyt – Clearstream; BME w Hiszpanii i Borsa Italiana we Włoszech skupiające giełdy, centralnych kontrpartnerów i depozyty). Ostatnie doświadczenia pokazały, że konsolidacja pionowa nie wyklucza konsolidacji poziomej. Dawna Grupa HEX była początkowo skonsolidowana pionowo ze względu na to, że skupiała giełdy papierów wartościowych w Sztokholmie, Helsinkach, Estonii, na Łotwie i Litwie oraz depozyty papierów wartościowych w Finlandii, Estonii, na Łotwie i Litwie. Następnie w ramach tej grupy w 2004 r. sprzedano fiński depozyt APK depozytowi szwedzkiemu VPS, w wyniku czego nastąpiła konsolidacja pozioma między oboma depozytami.

Konsolidacja pozioma w wyniku łączenia takich samych funkcji może przynieść duże korzyści skali, a jeśli ma charakter międzynarodowy – może również ułatwić obsługę transakcji transgranicznych.

Główną korzyścią z integracji pionowej jest płynny i zautomatyzowany przepływ transakcji od momentu jej zawarcia, poprzez rozliczenie aż do rozrachunku dzięki temu, że cały proces zachodzi w jednej instytucji.

2.2. Infrastruktura deponowania, rozliczeń i rozrachunku w Polsce

– historia i stan obecny

2.2.1. Historia i obecna rola Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych SA

2.2.1.1. Historia powstania KDPW SA

Twórcy publicznego rynku kapitałowego w Polsce już w chwili jego utworzenia w 1991 r. zdecydowali o całkowitej dematerializacji obrotu papierami wartościowymi na tym rynku. Od samego początku istniała potrzeba utworzenia systemu rejestracji papierów wartościowych, a także rozliczania i rozrachunku transakcji. Wszystkie te funkcje powierzono jednemu podmiotowi – Krajowemu Depozytowi Papierów Wartościowych. KDPW powstał w 1991 r., początkowo jako integralna część GPW, a 7 listopada 1994 r. został wydzielony ze struktur gieł-

dy i zarejestrowany jako spółka akcyjna Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych SA. Początkowo jego akcjonariuszami były Skarb Państwa i GPW, natomiast w styczniu 1999 r. dołączył do nich trzeci akcjonariusz – NBP.

KDPW SA rozpoczął prowadzenie rozliczeń i rozrachunku transakcji zawartych na GPW w kwietniu 1991 r. Pierwszymi papierami wartościowymi zarejestrowanymi w depozycie były akcje spółek notowanych na GPW: Tonsil, Próchnik, Krosno, Kable i Exbud. Następnie katalog papierów wartościowych obsługiwanych przez KDPW wzbogacił się o obligacje skarbowe (od 1992 r.), powszechne świadectwa udziałowe wyemitowane w ramach Programu Powszechnej Prywatyzacji, certyfikaty inwestycyjne zamkniętych funduszy inwestycyjnych (od 2001 r.) oraz instrumenty pochodne: kontrakty typu *futures* (od 1998 r.) i jednostki indeksowe (od 2001 r.) oraz opcje (od 2003 r.). Od 2003 r. w KDPW są również rejestrowane akcje spółek zagranicznych.

Oprócz rozliczania transakcji zawieranych na rynku kasowym GPW Krajowy Depozyt od 1998 r. dokonuje rozliczenia transakcji terminowych zawartych na warszawskiej giełdzie. Od 1996 r. prowadzi również rozliczenia transakcji zawartych na regulowanym rynku pozagiełdowym organizowanym przez MTS-CeTO SA. We wrześniu 2000 r. Krajowy Depozyt rozpoczął obsługę rozliczeń transakcji, których przedmiotem są papiery wartościowe, zawieranych pomiędzy bankami a NBP w ramach prowadzonej przez NBP polityki pieniężnej. Od 2002 r. prowadzi obsługę rynku Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych (DSPW). W tym samym roku wprowadzono także możliwość rozliczania i rozrachunku w KDPW takich transakcji, jak *repo* oraz pożyczki papierów wartościowych na zlecenie.

Od lipca 1996 r. wszystkie instrumenty finansowe rejestrowane w KDPW są oznaczane międzynarodowym kodem papierów wartościowych ISIN⁴⁷. KDPW SA pełni na polskim rynku kapitałowym funkcję krajowej agencji numerującej dla papierów wartościowych.

System depozytowo-rozliczeniowy KDPW opierał się początkowo na dokumentach przekazywanych przez uczestników (domy maklerskie i banki) w formie papierowej. W 1993 r. nastąpiła zmiana formy dostarczania dokumentów: z papierowej na elektroniczną (dokumenty ewidencyjne zapisane na dyskietkach), a od czerwca 1997 r. dokumenty ewidencyjne są dostarczane przez uczestników do KDPW drogą teletransmisji za pośrednictwem Elektronicznego Systemu Dystrybucji Informacji (ESDI).

Rozrachunek był prowadzony początkowo raz dziennie w czasie sesji rozliczeniowej⁴⁸. W lipcu 2001 r. wprowadzono system wielosesyjny obejmujący trzy sesje rozliczeniowe w ciągu dnia; następnie zwiększono ich liczbę do pięciu, a w końcu do siedmiu. Wprowadzenie wielu sesji rozliczeniowych umożliwiło wielokrotne przenoszenie prawa własności w ciągu jednego dnia. W sierpniu 2002 r. wprowadzono możliwość rozrachunku niektórych transakcji na obligacjach skarbowych, w systemie rozrachunku w czasie rzeczywistym na bazie brutto (RTGS)⁴⁹. Także w 2002 r. wprowadzono możliwość zestawiania instrukcji rozliczeniowych z tzw. zakresem tolerancji.

Rozrachunek był początkowo zabezpieczany depozytami pieniężnymi pobieranymi od uczestników. W 1992 r. depozyty zastąpiono Funduszem Gwarantowania Rozliczeń Transakcji Giełdowych (fundusz rozliczeniowy), tworzonym z wpłat wnoszonych przez uczestników KDPW⁵⁰. W celu zabezpieczenia płynności rozliczeń w lutym 1999 r. wprowadzono w KDPW

⁴⁷ Patrz punkt 2.2.1.2 „Charakterystyka systemu KDPW” podpunkt „Nadawanie kodów ISIN”.

⁴⁸ Początkowo sesja rozliczeniowa w KDPW odbywała się – analogicznie do sesji giełdowej – raz w tygodniu, następnie częstotliwość prowadzenia sesji rosła, a od 1994 r. rozrachunek jest prowadzony codziennie.

⁴⁹ *Real Time Gross Settlement*

⁵⁰ Więcej na temat funduszu rozliczeniowego w punkcie 2.2.1.2 „Charakterystyka systemu KDPW” podpunkt „Zarządzanie ryzykiem”.

system automatycznych pożyczek papierów wartościowych. W 2002 r. uzupełniono system o możliwość dokonywania przez KDPW operacji *buy-in/sell out*. W 2004 r. zmieniono też zasady dokonywania przez uczestników wpłat do funduszu rozliczeniowego, dopuszczając wnoszenie części środków w postaci skarbowych papierów wartościowych.

Początkowo cykl rozliczeniowy transakcji z rynku regulowanego wynosił: pięć dni (T+5) dla papierów wartościowych notowanych w systemie kursu jednolitego oraz dwa dni (T+2) dla papierów notowanych w systemie notowań ciągłych, natomiast transakcje zawarte poza rynkiem regulowanym były rozliczane w cyklu ustalonym przez strony transakcji. W drugim kwartale 1993 r. skrócono do trzech dni (T+3) cykl rozliczeniowy transakcji zawartych w systemie kursu jednolitego na GPW. W październiku 1998 r. wprowadzono możliwość rozliczania i rozrachunku przez KDPW transakcji zawieranych poza rynkiem regulowanym i transakcji nieobjętych rozliczenia w środkach pieniężnych w dniu zawarcia transakcji (T+0).

Rozliczenia pieniężne były początkowo prowadzone na zasadzie kompensacji dwustronnej z wykorzystaniem rachunków pieniężnych prowadzonych dla KDPW i jego uczestników przez Bank Śląski SA. W maju 1998 r. wprowadzono zasadę kompensacji wielostronnej w rozliczeniach pieniężnych transakcji zawieranych na rynku giełdowym i pozagiełdowym. W lipcu 1999 r. rozrachunek pieniężny transakcji oraz obsługę pieniężną świadczeń z obligacji skarbowych przeniesiono do Departamentu Systemu Płatniczego NBP (DSP NBP). Od czerwca 2002 r. także obsługa pieniężna operacji na pozostałych papierach wartościowych odbywa się za pośrednictwem DSP NBP. W sierpniu 2003 r. rozpoczęto obsługę rozrachunku transakcji i obsługę świadczeń pieniężnych instrumentów denominowanych i rozliczanych w walutach obcych za pośrednictwem banku komercyjnego (Kredyt Bank SA). Od momentu uruchomienia w marcu 2005 r. systemu SORBNET-EURO możliwe jest również dokonywanie rozrachunku pieniężnego płatności w euro za pośrednictwem DSP NBP.

Poza swoją podstawową działalnością KDPW SA pełnił lub nadal pełni wiele innych funkcji istotnych dla funkcjonowania polskiego rynku kapitałowego. W latach 1997–1998 KDPW SA uczestniczył w realizacji Programu Powszechnej Prywatyzacji poprzez dematerializację powszechnych świadectw udziałowych, a następnie ich wymianę na akcje Narodowych Funduszy Inwestycyjnych. Od 1999 r. KDPW SA uczestniczy także w obsłudze systemu zabezpieczenia społecznego w Polsce, administrując Funduszem Gwarancyjnym dla powszechnych towarzystw emerytalnych (PTE) oraz obsługując wypłaty transferowe pomiędzy Powszechnymi Funduszami Emerytalnymi. Od 2001 r. KDPW SA zarządza systemem rekompensat, utworzonym w celu gwarantowania środków pieniężnych oraz papierów wartościowych klientów w przypadku niewypłacalności domów maklerskich i banków prowadzących rachunki papierów wartościowych. Ponadto od 2003 r. prowadzi współpracę operacyjną z zagranicznymi depozytami papierów wartościowych. Współpraca ta umożliwia m.in. notowanie na polskim rynku kapitałowym instrumentów finansowych zagranicznych spółek, równoległe z ich notowaniem na rynkach krajowych (*dual listing*).

2.2.1.2. Charakterystyka systemu KDPW

Podstawa prawna funkcjonowania systemu

KDPW został utworzony na podstawie ustawy z dnia 22 marca 1991 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (Dz.U. Nr 35, poz. 155), a jego działalność początkowo regulowało odrębne rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 8 kwietnia 1992 r. w sprawie zasad działania krajowego depozytu papierów wartościowych (Dz.U. Nr 34, poz. 149, ze zm.). Na mocy nowelizacji ustawy Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi z 1994 r.

(Dz.U. Nr 4, poz. 17) wydzielono KDPW SA jako odrębną spółkę. Działalność KDPW SA reguluje obecnie ustawa z 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. Nr 183, poz. 1538, ze zm.), która w 2005 r. zastąpiła w tym zakresie ustawę z 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (Dz.U. z 2005 r., Nr 111, poz. 537).

Charakterystyka podmiotu prowadzącego system, jego struktura własności oraz władze

Krajowy Depozyt jest prowadzony przez spółkę akcyjną, działającą na mocy ustawy oraz statutu. Akcjonariuszami spółki są, w równych częściach (po 33,33%): Skarb Państwa, GPW oraz NBP. Kapitał zakładowy KDPW SA wynosi 21 mln zł i jest podzielony na 21 000 akcji imiennych o wartości nominalnej 1000 złotych każda. Akcje KDPW SA mogą nabywać wyłącznie spółki prowadzące giełdę papierów wartościowych, domy maklerskie, spółki prowadzące rynek pozagiełdowy, Skarb Państwa, NBP oraz banki. Przeniesienie własności akcji KDPW SA wymaga pisemnego zezwolenia Rady Nadzorczej Depozytu. Zgodnie ze statutem i ustawą KDPW SA nie ma celu zarobkowego (działa na zasadzie *not for profit*). Organami spółki są: Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy, Rada Nadzorcza i Zarząd. Sprawami spółki kieruje Zarząd, składający się z 3 do 5 osób. Wspólna kadencja Zarządu trwa 3 lata. Stały nadzór nad działalnością KDPW SA pełni Rada Nadzorcza Depozytu, składająca się z 6 do 9 członków, powoływana na 3 lata. Przy KDPW SA działa Zespół Doradczy, pełniący funkcję opiniodawczą w niektórych sprawach związanych z funkcjonowaniem rynku. W skład Zespołu Doradczego mogą wchodzić przedstawiciele operatorów rynków regulowanych, zagranicznych uczestników KDPW oraz stowarzyszeń i izb gospodarczych zrzeszających emitentów, banki powiernicze, firmy inwestycyjne. KDPW SA podlega nadzorowi KNF.

Regulacje systemu

Oprócz ustawowych postanowień wyznaczających ramy funkcjonowania systemu depozytowo-rozliczeniowo-rozrachunkowego szczegóły funkcjonowania systemu Krajowego Depozytu oraz jego relacje z uczestnikami są określone w wewnętrznych regulacjach KDPW. Podstawowym dokumentem w tym zakresie jest regulamin KDPW. Opisuje on podstawowe zasady funkcjonowania systemu depozytowo-rozliczeniowo-rozrachunkowego: uczestnictwa w Krajowym Depozycie, realizacji podstawowych funkcji KDPW SA (prowadzenia depozytu papierów wartościowych, rozliczania i rozrachunku transakcji), funkcjonowania systemu zabezpieczania płynności rozliczeń, realizacji zobowiązań emitentów wobec właścicieli papierów wartościowych oraz operacji na papierach wartościowych, naliczania opłat. Załącznikiem do regulaminu KDPW jest Tabela opłat KDPW.

Sposób realizacji poszczególnych funkcji regulują „Szczegółowe zasady działania KDPW”. Opisują one wymogi dotyczące dokumentów składanych przez uczestników, warunki i szczegóły techniczne (m.in. terminy) realizacji operacji w systemie KDPW, raporty przekazywane uczestnikom przez KDPW, zawierają także informacje na temat ogólnych zasad prowadzenia ewidencji papierów wartościowych przez uczestników. Załącznikiem do „Szczegółowych zasad działania” jest m.in. harmonogram dnia rozliczeniowego. Szczegółowe zasady dotyczące prowadzenia ewidencji przez uczestników są zawarte w „Procedurach ewidencyjnych KDPW”. Funkcjonowanie funduszu rozliczeniowego, systemu rekompensat, rozliczanie transakcji zawieranych na giełdach towarowych oraz obsługa wypłat transferowych są określone w osobnych regulaminach.

Regulamin KDPW, regulamin funduszu rozliczeniowego i regulamin funkcjonowania systemu rekompensat są uchwalane przez Radę Nadzorczą Depozytu na podstawie propozycji przedstawionych przez Zarząd. Ponadto regulamin KDPW oraz regulaminy: funduszu rozliczeniowego, funkcjonowania systemu rekompensat, rozliczania transakcji zawieranych na giełdach towarowych oraz wypłat transferowych podlegają zatwierdzeniu przez KNF.

Zasady uczestnictwa w systemie

Zgodnie z art. 51 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi uczestnikami KDPW mogą być krajowe i zagraniczne instytucje finansowe prowadzące działalność maklerską na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, banki powiernicze, zagraniczne centralne depozyty papierów wartościowych, izby rozliczeniowe, emitenci oraz inne instytucje finansowe, jeżeli ich uczestnictwo ma na celu współdziałanie z Krajowym Depozytem. Podstawą uczestnictwa jest zawarcie umowy o uczestnictwo w depozycie papierów wartościowych. Umowa wskazuje zakres działalności prowadzonej przez uczestnika w systemie depozytowo-rozliczeniowym, określając typ oraz formę uczestnictwa.

Uczestnictwo w systemie KDPW może mieć formę bezpośrednią albo pośrednią. Uczestnik bezpośredni działa samodzielnie wobec Krajowego Depozytu i innych uczestników. Uczestnik pośredni działa natomiast za pośrednictwem uczestnika bezpośredniego. Uczestnik bezpośredni może działać zgodnie z jednym typem uczestnictwa lub kilkoma typami uczestnictwa na rynku papierów wartościowych albo instrumentów pochodnych, jako depozytariusz, biuro maklerskie, deponent, animator obrotu giełdowego, podmiot organizujący rynek pozagiełdowy, reprezentant, depozytariusz zagraniczny lub sponsor emisji. Emitenci stanowią osobny typ uczestnictwa. Uczestnik bezpośredni może mieć status uczestnika rozliczającego, co oznacza, że ponosi wobec KDPW i innych uczestników odpowiedzialność za prawidłowe wykonanie obowiązków wynikających z rozliczeń transakcji, a w szczególności uczestniczy w tworzeniu systemu gwarantowania rozliczeń (wnosi wpłaty do funduszu rozliczeniowego).

Dodatkowo na rynku terminowym wyróżniane są dwa rodzaje statusu uczestnika rozliczającego. Zwykły uczestnik rozliczający (ZUR) ma prawo do rozliczania transakcji wyłącznie na rachunek własny. Z kolei generalny uczestnik rozliczający (GUR) jest uprawniony do rozliczania transakcji zawieranych na rachunek własny oraz na rachunek inwestorów oraz ma prawo reprezentowania w rozliczeniach z KDPW uczestników, którzy nie mają statusu GUR.

W zależności od rodzaju prowadzonej działalności uczestnicy muszą spełniać warunki organizacyjne, materialno-techniczne oraz finansowe określone w regulacjach KDPW. Warunki organizacyjne dotyczą posiadania przez uczestnika systemu regulacji dotyczących przepływu informacji oraz zakresu odpowiedzialności pracowników obsługujących prowadzenie rachunków papierów wartościowych i rozliczeń transakcji. Spełnianie warunków materialno-technicznych polega natomiast na utrzymywaniu wyposażenia technicznego i technologicznego zapewniającego prawidłowe ewidencjonowanie papierów wartościowych. Spełnianie warunków finansowych polega na utrzymywaniu przez uczestnika kapitałów własnych o odpowiedniej wielkości oraz spełnianiu norm ostrożnościowych. Ponadto uczestnicy prowadzący rachunki papierów wartościowych obowiązani są zatrudniać do prowadzenia ewidencji papierów wartościowych osoby mające tytuł specjalisty w zakresie ewidencji papierów wartościowych.

KDPW SA sprawuje nadzór nad uczestnikami co do zgodności ich działalności z regulacjami Krajowego Depozytu, w szczególności w zakresie prowadzenia przez nich ewidencji instrumentów finansowych. W przypadku stwierdzenia uchybień KDPW SA może ukarać uczestnika upomnieniem, karą pieniężną, zawieszeniem lub wykluczeniem z systemu. O wykrytych nieprawidłowościach KDPW SA powiadamia KNF.

Zakończenie uczestnictwa w systemie KDPW może nastąpić na skutek rezygnacji uczestnika bądź w wyniku wykluczenia go przez KDPW SA, gdy zagraża bezpieczeństwu systemu. W przypadku ustania uczestnictwa podmiot prowadzący rachunki papierów wartościowych jest zobowiązany do przeniesienia papierów wartościowych rejestrowanych na tych rachunkach do innego uczestnika wskazanego przez KNF.

Podstawowe funkcje

Rejestracja instrumentów finansowych

Zgodnie z ustawą o obrocie instrumentami finansowymi KDPW SA prowadzi w Polsce system rejestracji zdematerializowanych instrumentów finansowych, w oparciu o konta depozytowe prowadzone w KDPW i rachunki papierów wartościowych, prowadzone przez upoważnione firmy inwestycyjne, NBP i KDPW. W ramach tej działalności Krajowy Depozyt określa zasady ewidencji instrumentów finansowych i nadzoruje ich przestrzeganie przez uczestników w zakresie ich zgodności z przepisami prawa i regulacjami KDPW. Na mocy ustawy forma zdematerializowana jest obowiązkowa w przypadku papierów wartościowych będących przedmiotem oferty publicznej, dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym lub w ASO oraz emitowanych przez Skarb Państwa bądź NBP. W przypadku pozostałych instrumentów finansowych emitent może sam zdecydować o ich dematerializacji⁵¹.

Obecnie wśród instrumentów finansowych zarejestrowanych w KDPW przeważają akcje oraz obligacje skarbowe. Oprócz obligacji skarbowych w Krajowym Depozycie zarejestrowane są też obligacje korporacyjne, samorządowe, zamienne, hipoteczne i obligacje instytucji finansowych. Ponadto KDPW rejestruje prawa do akcji, prawa poboru, certyfikaty inwestycyjne i warranty.

Przyjęcie instrumentów finansowych do Krajowego Depozytu następuje na wniosek emitenta, w drodze podjęcia przez Zarząd KDPW SA stosownej uchwały, która wraz z przyjęciem papierów wartościowych do depozytu nadaje im kod ISIN. Papiery wartościowe są rejestrowane na tzw. koncie emisyjnym oraz na kontach depozytowych uczestników, którzy prowadzą rachunki papierów wartościowych inwestorów – właścicieli tych papierów.

Rejestracja papierów wartościowych prowadzona jest w ujęciu ilościowym, zgodnie z następującymi zasadami:

- 1) podwójnego zapisu – każda operacja dotycząca praw z papierów wartościowych jest rejestrowana na przynajmniej dwóch kontach ewidencyjnych, przy czym zapisowi lub sumie zapisów po jednej stronie konta musi towarzyszyć równy co do wielkości zapis po przeciwstawnej stronie konta lub kont;
- 2) odrębnej rejestracji papierów wartościowych – operacje dotyczące papierów wartościowych oznaczonych tym samym kodem rejestrowane są w odrębnym zespole kont;
- 3) uwzględniania typów uczestnictwa – prowadzone są odrębne zespoły kont odpowiadające poszczególnym typom uczestnictwa danego uczestnika;
- 4) jednoczesności zapisów – zapisy na rachunkach pieniężnych i kontach ewidencyjnych, wynikające z tego samego tytułu, są wzajemnie uwarunkowane;
- 5) zupełności – rejestracji podlegają wszystkie operacje dotyczące papierów wartościowych;
- 6) rzetelności – operacje dotyczące papierów wartościowych są ewidencjonowane w sposób pełny i zgodny ze stanem faktycznym;
- 7) przejrzystości – ewidencja w sposób jednoznaczny i nie pozostawiający wątpliwości odzwierciedla stan papierów wartościowych posiadanych przez podmioty uprawnione.

Od momentu przyjęcia papierów wartościowych do systemu Krajowy Depozyt kontroluje zgodność liczby papierów znajdujących się na kontach uczestników z liczbą papierów zarejestrowanych na koncie emisyjnym.

⁵¹ Ze względu na zalety dematerializacji m.in. szybkość rozliczeń, wysoki poziom bezpieczeństwa, praktycznie brak zagrożenia kradzieżą, fałszerstwem i defraudacją powierzonych papierów wartościowych oraz brak konieczności prowadzenia skarbców.

Odmienny sposób rejestracji obowiązuje dla instrumentów pochodnych, takich jak opcje czy kontrakty typu *futures*, które nie są emitowane w znaczeniu klasycznym, tylko powstają na skutek zawarcia transakcji między wystawcą a nabywcą. Rejestracja instrumentów pochodnych odbywa się na podstawie informacji z rynku o zawarciu transakcji, poprzez zapisanie pozycji w tych instrumentach bezpośrednio na kontach prowadzonych przez KDPW dla uczestników⁵². Zawarcie przez inwestora transakcji odwrotnej powoduje wyrejestrowanie danego instrumentu z jego konta.

Prowadzenie rachunków papierów wartościowych i kont depozytowych

Podstawą funkcjonowania systemu depozytowo-rozliczeniowo-rozrachunkowego KDPW są konta depozytowe, prowadzone przez Krajowy Depozyt w celu rejestracji (w formie elektronicznego zapisu) instrumentów finansowych zapisanych na rachunkach papierów wartościowych prowadzonych przez biura maklerskie i banki. Zapisy na kontach depozytowych są dokonywane na skutek wystąpienia następujących zdarzeń: objęcia przez inwestorów papierów wartościowych nowej emisji na rynku pierwotnym, zawarcia przez inwestorów transakcji na rynku wtórnym, wykonywania praw z papierów wartościowych (takich jak wykup obligacji, obsługa praw do akcji nowej emisji, podział akcji, asymilacje), realizacji dostawy bez płatności (FoP) oraz prowadzenia innej działalności skutkującej przeniesieniem instrumentów finansowych z rachunku na rachunek. Przeniesienie praw z instrumentów finansowych następuje w momencie zapisania ich na rachunku papierów wartościowych inwestora. Zapis ten jest dokonywany na podstawie dokumentów potwierdzających przeprowadzenie rozrachunku na kontach depozytowych w KDPW.

Konta depozytowe mają charakter zbiorczy, tzn. zapisywana jest na nich ogólna liczba (suma) instrumentów finansowych posiadanych przez klientów firm inwestycyjnych – uczestników KDPW. Uczestnicy prowadzą z kolei w swoich systemach ewidencję szczegółową na rachunkach papierów wartościowych prowadzonych dla klientów. Prawa z zapisanych na rachunkach instrumentów finansowych przysługują posiadaczom tych rachunków. Stany kont depozytowych prowadzonych w KDPW dla uczestników stanowią zbiorcze odzwierciedlenie stanów rachunków papierów wartościowych prowadzonych przez nich dla swoich klientów. W związku z tym suma stanów na rachunkach papierów wartościowych prowadzonych przez pośrednika powinna być zgodna ze stanem na prowadzonym dla niego koncie depozytowym.

Instrumenty finansowe klientów instytucji finansowej oraz instrumenty finansowe należące do tej instytucji są zapisywane na odrębnych kontach depozytowych. Takie rozwiązanie (nazywane segregacją aktywów) zapewnia ochronę aktywów klientów w przypadku upadłości banku czy domu maklerskiego prowadzącego dla nich rachunki papierów wartościowych.

KDPW prowadzi także rachunki papierów wartościowych dla instytucji finansowych (głównie banków) działających na własny rachunek, które same nie prowadzą ewidencji papierów wartościowych⁵³. Uczestnicy, którzy korzystają z tej usługi, otrzymują typ uczestnictwa „deponent”. Oprócz tego Krajowy Depozyt prowadzi konta emisyjne. Na każdym z tych kont odrębnie rejestrowany jest ogół papierów wartościowych oznaczonych danym kodem ISIN.

⁵² Konta dla instrumentów pochodnych są prowadzone na poziomie indywidualnym, odrębnie dla poszczególnych inwestorów, identyfikowanych przy użyciu NIK.

⁵³ Prowadzenie rachunków papierów wartościowych przez bank wymaga zgody KNF i wiąże się m.in. z koniecznością spełnienia warunków technicznych i organizacyjnych.

Obsługa praw z papierów wartościowych

Do podstawowych funkcji Krajowego Depozytu należy obsługa praw z papierów wartościowych (*corporate actions*, CA), która obejmuje obsługę realizacji zobowiązań emitentów wobec właścicieli papierów wartościowych oraz obsługę operacji na papierach wartościowych.

Realizacja zobowiązań emitentów dotyczy spełniania przez emitentów świadczeń pieniężnych lub niepieniężnych o charakterze majątkowym na rzecz osób uprawnionych z papierów wartościowych. W ramach realizacji pieniężnych zobowiązań emitentów KDPW obsługuje wypłaty dywidend i odsetek, pośrednicząc w przekazywaniu środków pieniężnych od emitenta do biur maklerskich i banków prowadzących rachunki klientów. W przypadku emitentów zagranicznych oraz obligacji denominowanych w walutach obcych wypłata dywidend lub odsetek jest przeprowadzana za pośrednictwem KDPW w walucie zadeklarowanej przez emitenta: euro, dolar amerykański lub inna (np. forint węgierski). KDPW obsługuje także realizację innych zobowiązań o charakterze pieniężnym, takich jak: wykup obligacji i listów zastawnych, wykonanie warrantów, wykup i umorzenie certyfikatów inwestycyjnych oraz wygaśnięcie certyfikatów indeksowych. Realizacja niepieniężnych zobowiązań emitentów obejmuje: przeprowadzanie zamiany obligacji zamiennych na akcje, realizację uprawnień wynikających z obligacji z prawem pierwszeństwa lub warrantów subskrypcyjnych oraz obsługę emisji z prawem poboru (realizacja pierwszeństwa w objęciu akcji nowej emisji).

W zakresie obsługi operacji na papierach wartościowych KDPW przeprowadza operacje związane z asymilacją i konwersją akcji imiennych na okaziciela, zmianą wartości nominalnej i wymianą akcji oraz operacje zamiany akcji w związku z łączeniem się spółek publicznych. Ponadto Krajowy Depozyt obsługuje operacje związane z objęciem przez inwestorów papierów wartościowych nowej emisji na rynku pierwotnym (w tym subskrypcje papierów wartościowych), a także oferuje takie usługi, jak: przeprowadzanie subskrypcji i umarzanie obligacji skarbowych oraz rozliczanie i rozrachunek przetargów odkupu i zamiany oraz przetargów zwykłych i uzupełniających dla tych obligacji.

Ponadto, w związku z obsługą zobowiązań emitentów, KDPW może wykonywać, jeśli istnieje taka potrzeba, dodatkowe usługi, takie jak pośredniczenie w przekazywaniu emitentom informacji o strukturze akcjonariatu w celu dokonania przez nich rozliczeń podatkowych dla inwestorów będących osobami prawnymi, pośredniczenie w przekazywaniu emitentom zagranicznym informacji o akcjonariuszach (danych osobowych, certyfikatów rezydencji oraz deklaracji własności papierów wartościowych), w przypadku gdy dane te są konieczne do wypłaty dywidendy, pośredniczenie w dokonaniu przez inwestorów spółki zagranicznej wpisu do rejestru akcjonariuszy w celu uczestnictwa w WZA, a także udział w głosowaniu nad uchwałami na WZA poprzez przekazanie pełnomocnikowi instrukcji do głosowania (*proxy voting*).

Prowadzenie rozliczeń

Ustalanie wielkości zobowiązań i należności uczestników będących stronami rozliczeń odbywa się na podstawie dokumentów zawierających warunki transakcji, dostarczanych do Krajowego Depozytu przez spółkę prowadzącą rynek regulowany giełdowy lub pozagiełdowy, na którym zostały one zawarte, a w przypadku transakcji zawieranych poza rynkiem regulowanym – przez uczestników będących stronami rozliczeń tych transakcji. W przypadku transakcji zawartych na rynku regulowanym (na GPW i CeTO) operatorzy tych rynków zapewniają potwierdzenie warunków zawartej transakcji przez jej strony (kontrpartnerów). Po zakończeniu dnia giełdowego KDPW otrzymuje z rynków zbiory potwierdzonych, zestawionych transakcji (tzw. karty umowy). W przypadku transakcji zawieranych poza rynkiem regulowanym oraz dla tzw. transferów posttransakcyjnych, tzn. operacji pomiędzy uczestnikami rynku (domami maklerskimi) a depozytariuszami, Krajowy Depozyt zestawia dostarczone przez nich

dokumenty, czyli stwierdza wzajemną zgodność instrukcji wprowadzonych przez uczestników będących stronami rozliczenia.

Na podstawie dokumentów zawierających warunki transakcji Krajowy Depozyt ustala wysokość zobowiązań uczestników do uregulowania w dniu rozrachunku. Podstawowy cykl rozliczeniowy transakcji zawartych na rynku regulowanym wynosi 3 dni (T+3), a w przypadku transakcji na obligacjach skarbowych – 2 dni (T+2). Dla instrumentów pochodnych rozliczenie transakcji następuje w dniu jej zawarcia (T+0), natomiast dla transakcji pakietowych (zawartych poza sesją), transakcji zawartych na międzybankowym rynku obligacji skarbowych i transakcji zawartych poza rynkiem regulowanym rozliczenie i rozrachunek następuje w terminie ustalonym przez strony transakcji (T+X, X ≥ 0).

Zobowiązania dotyczące papierów wartościowych są ustalane na bazie brutto – osobno dla każdej transakcji. Z kolei zobowiązania pieniężne są ustalane na bazie netto zgodnie z zasadą kompensacji wielostronnej, przy czym niektóre rodzaje transakcji są rozliczane według zasady kompensacji dwustronnej bądź ustalania zobowiązań pieniężnych na bazie brutto. Obecnie kompensacja dwustronna stosowana jest przy rozliczaniu tzw. transakcji *outright* (sprzedaż obligacji skarbowych przez NBP). Rozliczenie pieniężne na bazie brutto może być stosowane wobec transakcji, których przedmiotem są obligacje skarbowe, zawieranych na rynku nieregulowanym i dla transakcji zawieranych na rynku pierwotnym⁵⁴.

Na podstawie tak ustalonych zobowiązań Krajowy Depozyt przygotowuje prognozy płatności na dzień rozrachunku transakcji. Prognozy te są przesyłane do uczestników KDPW będących stronami transakcji oraz do banków, za których pośrednictwem dokonywane jest rozliczenie pieniężne.

Rozliczanie transakcji zawieranych na rynku instrumentów pochodnych odbywa się na podstawie dokumentów dostarczonych przez GPW. Na kontach prowadzonych przez Izbę Rozliczeniową działającą w ramach KDPW rejestruje się pozycje zajmowane przez poszczególnych inwestorów – długie w przypadku kupna kontraktów i krótkie w przypadku ich sprzedaży⁵⁵. Po każdej sesji na rynku instrumentów pochodnych Krajowy Depozyt ustala zobowiązania i należności stron wynikające z zajmowanych pozycji, do uregulowania w ramach bieżących rozrachunków. Nabywca kontraktu terminowego jest zobowiązany do przekazywania na rzecz zbywcy różnicy między ceną rozliczeniową⁵⁶ kontraktu z danego dnia a ceną z dnia poprzedniego (lub – w dniu zawarcia transakcji – ceną zawarcia transakcji), jeżeli różnice te są dodatnie. W przypadku gdy są ujemne, zbywca kontraktu przekazuje je na rzecz nabywcy. Na podstawie pozycji zarejestrowanych na kontach prowadzonych dla uczestnika KDPW szacuje jego ryzyko i stosuje mechanizmy zarządzania tym ryzykiem⁵⁷. Ponadto KDPW ustala zobowiązania i należności wynikające z ostatecznego rozrachunku (wykonania) kontraktów terminowych i opcji w postaci transferów papierów wartościowych (w przypadku wykonania polegającego na dostawie instrumentu bazowego) lub środków pieniężnych (w przypadku wykonania kontraktu w pieniądzu).

Prowadzenie rozrachunku

Na podstawie należności i zobowiązań ustalonych w procesie rozliczenia Krajowy Depozyt przeprowadza rozrachunek transakcji, który odbywa się na zasadzie dostawy za płat-

⁵⁴ Sposób realizacji rozliczenia wiąże się z trybem przetwarzania: rozliczenie na bazie netto jest wykonywane w trybie sesyjnym, natomiast w trybie RTGS prowadzone są wyłącznie rozliczenia brutto.

⁵⁵ Przeciwstawne pozycje zajęte w tym samym instrumencie pochodnym kompensują się, tzn. zajęcie pozycji odwrotnej do uprzednio zajmowanej powoduje jej zamknięcie.

⁵⁶ Cena rozliczeniowa jest określana zgodnie z zasadami określonymi przez GPW.

⁵⁷ Na temat zarządzania ryzykiem patrz podpunkt „Zarządzanie ryzykiem”.

ność (DvP). Polega on na transferze papierów wartościowych między kontami depozytowymi uczestników KDPW i jednoczesnej realizacji instrukcji płatniczych na rachunkach banków płatników. W przypadku niektórych operacji rozrachunek może być prowadzony na zasadzie dostawy bez płatności (FoP).

Rozrachunek na zasadzie DvP jest prowadzony zgodnie z Modelem 1 BIS⁵⁸ (brutto w papierach wartościowych i środkach pieniężnych) bądź Modelem 2 BIS (brutto w papierach wartościowych, netto w środkach pieniężnych). Rozrachunek pieniężny w złotych i w euro jest dokonywany za pośrednictwem rachunków pieniężnych banków w prowadzonych przez DSP NBP systemach płatności: SORBNET lub SORBNET-EURO. Uczestnicy rozliczający KDPW niebędący bankami wskazują bank prowadzący dla nich rozliczenia w NBP; jest to tzw. bank płatnik, będący uczestnikiem odpowiedniego systemu płatności NBP. Na podstawie upoważnień otrzymanych od uczestników KDPW jest uprawniony do wystawiania instrukcji płatniczych do tych rachunków. Płatności w walutach obcych innych niż euro są dokonywane za pośrednictwem banku komercyjnego.

Rozrachunek większości transakcji prowadzony jest w systemie wielosecyjnym. W ramach każdej sesji, po sprawdzeniu dostępności środków pieniężnych na rachunkach banków płatników w DSP NBP oraz papierów wartościowych na kontach depozytowych w KDPW, papiery wartościowe są przenoszone między kontami z jednoczesnym przeniesieniem środków pieniężnych między rachunkami w wyniku realizacji w DSP NBP instrukcji płatniczych wystawionych przez KDPW. Obecnie (w 2008 r.) w Krajowym Depozycie przeprowadzanych jest dziennie 7 sesji rozliczeniowych, w tym 3, w ramach których prowadzony jest rozrachunek pieniężny.

Poza rozrachunkiem realizowanym w trybie sesyjnym KDPW prowadzi także rozrachunek brutto w czasie rzeczywistym (RTGS). W ramach tego systemu w ciągu dnia w sposób ciągły dokonywane są operacje związane z ewidencjonowaniem papierów wartościowych i rozrachunkiem pieniężnym, bez stosowania kompensacji zobowiązań i należności między stronami. Umożliwia to dokonanie rozrachunku praktycznie natychmiast po otrzymaniu zgodnych instrukcji rozliczeniowych oraz upewnieniu się o dostępności papierów wartościowych oraz środków pieniężnych. System RTGS jest wykorzystywany do ustanawiania zabezpieczeń na obligacjach skarbowych na rzecz NBP dla kredytów lombardowych i kredytów śróddziennych (*intraday credit*), a także do rozrachunku transakcji zawartych poza rynkiem regulowanym oraz transakcji typu *repo* i *sell/buy-back*. System RTGS i system wielosecyjny są odpowiednio zsynchronizowane, aby możliwe było prowadzenie rozrachunku operacji na tych samych papierach wartościowych w obu trybach.

Dokonanie rozrachunku jest możliwe pod warunkiem dostępności odpowiednich środków pieniężnych i papierów wartościowych na kontach uczestnika. W przypadku stwierdzenia braku tych aktywów KDPW stosuje wiele mechanizmów składających się na tzw. system zabezpieczania płynności rozliczeń w celu zapewnienia brakujących środków. Mechanizmy te są stosowane w odniesieniu do transakcji podlegających zabezpieczeniu funduszem rozliczeniowym.

Jeśli uczestnik zawierający transakcje na rynku instrumentów pochodnych nie jest w stanie wypełnić swoich zobowiązań wynikających z rozliczeń, KDPW zamyka jego pozycje wykorzystując do tego środki pieniężne zgromadzone na poczet depozytów zabezpieczających, a gdy one nie wystarczają, Krajowy Depozyt sięga do środków funduszu rozliczeniowego.

⁵⁸ Na temat klasyfikacji BIS patrz punkt 1.1.5 „Rozrachunek”.

Rozrachunek jest prowadzony zgodnie z zasadą ostateczności⁵⁹ w ciągu dnia operacyjnego, co oznacza, że dokonane transfery mają charakter ostateczny i bezwarunkowy.

Zarządzanie ryzykiem

Zarządzanie ryzykiem w KDPW obejmuje zarządzanie ryzykiem rozliczeniowym oraz ryzykiem operacyjnym.

KDPW ma wielostopniowy system zarządzania ryzykiem rozliczeniowym, na które składa się ryzyko kredytowe oraz ryzyko płynności. Ryzyko kredytowe jest ograniczane poprzez stosowanie przy rozrachunku zasady DvP. W celu ograniczenia ryzyka płynności na rynku kasowym wykorzystuje się wiele mechanizmów (w tym fundusz rozliczeniowy) składających się na system zabezpieczania płynności rozliczeń. Z kolei na rynku terminowym oprócz funduszu rozliczeniowego stosuje się system limitów transakcyjnych i depozytów zabezpieczających (*margin*). System ten wymaga monitorowania ryzyka rynkowego i ustalania na jego podstawie progów bezpieczeństwa oraz parametrów do zarządzania zabezpieczeniami.

W przypadku stwierdzenia braku wystarczającej liczby papierów wartościowych KDPW uruchamia system automatycznych pożyczek papierów wartościowych. Pożyczenie brakujących papierów od innego uczestnika za pośrednictwem KDPW pomaga uzupełnić niedobór i uniknąć zawieszania rozrachunku transakcji. Krajowy Depozyt prowadzi też system pożyczek papierów wartościowych na zlecenie, za pomocą którego uczestnicy mogą sami zniwelować niedobory, zanim KDPW podejmie próbę rozrachunku transakcji. Jeśli pożyczka nie zapewnia wystarczających środków, dochodzi do zawieszenia rozrachunku transakcji. W takim wypadku uczestnik jest obciążany opłatą karną, a jeśli w kolejnych dniach nie wywiązuje się z obowiązku dostarczenia brakujących papierów wartościowych, KDPW może je nabyć na rynku (korzystając z procedury *buy-in/sell-out*), wykorzystując środki pieniężne pochodzące z funduszu rozliczeniowego.

W przypadku zawieszenia rozrachunku transakcji z powodu braku środków pieniężnych zobowiązania uczestnika wykonywane są z należności wynikających z transakcji, których rozrachunek dokonywany jest później. Jeśli i te środki nie wystarczają, KDPW może użyć zasobów funduszu rozliczeniowego na pokrycie niedoboru.

Fundusz rozliczeniowy jest tworzony w celu zabezpieczania rozliczenia transakcji zawartych na rynkach regulowanych – GPW i CeTO. Składają się na niego wpłaty wnoszone przez uczestników rozliczających. Wysokość tych wpłat jest określana indywidualnie dla każdego uczestnika, proporcjonalnie do wartości rozliczanych przez niego transakcji. Fundusz dzieli się na wyodrębnione funkcjonalnie części, zabezpieczające rozliczenia transakcji zawieranych w poszczególnych segmentach rynków regulowanych: Fundusz Gwarantowania Rozliczeń Transakcji Giełdowych, Fundusz Gwarantowania Rozliczeń Rynku CeTO oraz Fundusz Gwarantowania Rozliczeń Giełdowych Transakcji Terminowych. Środki funduszu stanowią wspólną masę majątkową jego uczestników.

Środki Funduszu Gwarantowania Rozliczeń Transakcji Giełdowych oraz Funduszu Gwarantowania Rozliczeń Rynku CeTO wykorzystywane są do terminowego spełnienia świadczenia uczestnika, który z powodu braku pokrycia na rachunku pieniężnym lub rachunku pa-

⁵⁹ Zasada ostateczności rozrachunku wynika z przepisów ustawy z 24 sierpnia 2001 r. o ostateczności rozrachunku w systemach płatności i systemach rozrachunku papierów wartościowych oraz zasadach nadzoru nad tymi systemami (Dz.U. Nr 123, poz. 1351, ze zm.) stanowiącej implementację dyrektywy 98/26/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 19 maja 1998 r. w sprawie zamknięcia rozliczeń w systemach płatności i rozrachunku papierów wartościowych (SFD). Więcej w temat zasady ostateczności rozrachunku patrz punkt 3.2.2 „Międzynarodowe rekomendacje dla systemów rozrachunku papierów wartościowych i centralnych kontrpartnerów”.

pierów wartościowych nie wykonuje zobowiązań ciężących na nim z tytułu zawartych transakcji. Środki Funduszu Gwarantowania Rozliczeń Giełdowych Transakcji Terminowych wykorzystywane są w sytuacjach, gdy Krajowy Depozyt przystępuje do zamykania otwartych pozycji uczestnika KDPW na rynku instrumentów pochodnych, a wniesione przez niego depozyty zabezpieczające są niewystarczające. Fundusz może być wykorzystany wyłącznie w przypadku niewypełnienia w terminie zobowiązań wynikających z rozliczenia przez uczestnika transakcji terminowych, dopiero po wykorzystaniu całego depozytu zabezpieczającego i całego wstępnego depozytu rozliczeniowego, wniesionych przez danego uczestnika.

Wysokość wpłat do funkcjonalnie wyodrębnionych części funduszu rozliczeniowego jest codziennie aktualizowana, zgodnie ze specjalnymi algorytmami. Krajowy Depozyt zarządza środkami funduszu rozliczeniowego, a przychody z tego tytułu przekazywane są uczestnikom kwartalnie, po potrąceniu opłaty za zarządzanie środkami.

Limity stosowane wobec transakcji na instrumentach pochodnych to limit transakcyjny i limit zaangażowania. Limit transakcyjny wskazuje wartość (lub liczbę) pozycji, jaką uczestnik rozliczający może otworzyć w ciągu sesji, i jest określany na podstawie wysokości wniesionego wstępnego depozytu zabezpieczającego. Limit zaangażowania wskazuje maksymalną liczbę (lub wartość) otwartych pozycji w poszczególnych klasach instrumentów pochodnych. Przekroczenie któregokolwiek z limitów może spowodować zablokowanie zawierania transakcji rozliczanych przez tego uczestnika.

Depozyty zabezpieczające stosowane wobec transakcji na instrumentach pochodnych to wstępny depozyt rozliczeniowy oraz właściwy depozyt zabezpieczający. Wstępny depozyt rozliczeniowy uczestnicy wnoszą jeszcze przed rozpoczęciem działalności na rynku transakcji terminowych. Zapewnia on pokrycie ryzyka związanego z pozycjami otwartymi w ciągu dnia, do czasu wniesienia dla nich właściwego depozytu zabezpieczającego. Właściwy depozyt zabezpieczający jest naliczany codziennie, indywidualnie dla każdego uczestnika rozliczającego, na podstawie stanów kont prowadzonych dla tego uczestnika, w celu zapewnienia bieżących rozrachunków pozycji zajętych przez inwestorów. Depozyty zabezpieczające są obliczane zgodnie z metodologią portfelowej kalkulacji ryzyka (zwaną w skrócie SPAN).

Standardowo naliczanie depozytów odbywa się raz dziennie. Jeżeli uczestnik nie uzupełni na wezwanie KDPW depozytu zabezpieczającego do właściwej wysokości, jest zobowiązany do zamknięcia części posiadanych pozycji. Na depozyty zabezpieczające mogą się składać środki pieniężne oraz papiery wartościowe o dużej płynności. Ich wartość podlega codziennej aktualizacji (*marking to market*).

W związku z zarządzaniem ryzykiem operacyjnym KDPW monitoruje zdarzenia ryzyka oraz szacuje wysokość potencjalnych strat finansowych. Krajowy Depozyt ma również System Zachowania Ciągłości Funkcjonowania, który obejmuje m.in. wykonywanie na bieżąco kopii zapasowych wszystkich danych systemu KDPW oraz prowadzenie ośrodka zapasowego wyposażonego w kopie systemów informatycznych, pozwalające na kontynuację pracy w przypadku awarii systemów informatycznych w siedzibie KDPW SA. Ponadto stosowane są zabezpieczenia systemu elektronicznej wymiany danych z uczestnikami – w postaci haseł i ochrony kryptograficznej.

Pozostałe funkcje KDPW

Nadawanie kodów ISIN

KDPW pełni w Polsce funkcję krajowej agencji numerującej (National Numbering Agency), czyli agencji nadającej kody papierom wartościowym, i od 1995 r. jest członkiem międzynarodowego stowarzyszenia takich instytucji – Association of National Numbering Agencies (ANNA). Rejestrując papiery wartościowe danej emisji (lub – na wniosek emitenta – róż-

nych emisji), dające te same uprawnienia i posiadające ten sam status w obrocie, KDPW nadaje im kod ISIN zgodny z międzynarodowymi normami.

Fundusz Gwarancyjny dla OFE

Do zadań KDPW należy administrowanie Funduszem Gwarancyjnym, który został utworzony na podstawie ustawy z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych oraz rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 30 marca 2004 r. w sprawie Funduszu Gwarancyjnego. Środki Funduszu Gwarancyjnego są gromadzone w celu pokrycia ewentualnych niedoborów w OFE oraz wszelkich szkód spowodowanych niewykonaniem lub nienależytym wykonaniem przez PTE obowiązków w zakresie zarządzania funduszem lub jego reprezentacji, jeśli zostały one spowodowane okolicznościami, za które towarzystwo nie ponosi odpowiedzialności. Fundusz może zostać uruchomiony w momencie, gdy wartość rozrachunkowa jednostek jest niższa niż wymagana przeciętna, a środki rezerwowe OFE i środki własne PTE nie wystarczają na pokrycie powstałego niedoboru.

Fundusz Gwarancyjny składa się z części podstawowej i części dodatkowej. Część podstawowa, zarządzana przez KDPW, jest tworzona z wpłat powszechnych towarzystw emerytalnych. Wysokość wpłat jest określona jako 0,1% wartości aktywów netto otwartego funduszu zarządzanego przez towarzystwo. Środki zgromadzone na rachunku części dodatkowej Funduszu Gwarancyjnego stanowią część aktywów OFE i są przeliczane na jednostki rozrachunkowe.

KDPW ustala wysokość wpłat poszczególnych OFE do Funduszu oraz wpłat uzupełniających z części dodatkowej do części podstawowej Funduszu, a także zarządza środkami części podstawowej Funduszu inwestując je zgodnie z rozporządzeniem Rady Ministrów w sprawie Funduszu Gwarancyjnego.

Wyплаты transferowe

Do zadań KDPW należą umożliwienie i realizowanie przepływów pieniężnych między funduszami emerytalnymi w związku ze zmianami członkostwa w OFE. Operacje te, zwane potocznie wypłatami transferowymi, polegają na przeniesieniu środków znajdujących się na rachunku członka funduszu do innego funduszu, w sytuacji gdy osoba ta postanowiła zmienić fundusz lub w związku ze śmiercią członka funduszu, podziału majątku współmałżonków albo w przypadku likwidacji funduszu.

Rozliczanie wypłat transferowych odbywa się na zasadzie wzajemnej kompensacji zobowiązań i należności pomiędzy funduszami. Na podstawie otrzymanych z ZUS wykazów klientów zmieniających fundusz, KDPW SA przygotowuje, a następnie przekazuje OFE raporty przedstawiające należności i zobowiązania na dzień wypłaty transferowej. Raporty traktowane są jako podstawa otrzymania określonej kwoty (jeżeli saldo aktywów klientów danego funduszu jest dodatnie) lub są podstawą zapłaty przez OFE (jeżeli zobowiązania funduszu przewyższają należności). Wypłaty transferowe następują raz na kwartał, ostatniego roboczego dnia miesiąca⁶⁰.

System rekompensat

Do zadań KDPW należy także zarządzanie systemem rekompensat. Utworzono go w 2001 r. na mocy ustawy Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi w celu gwarantowania środków pieniężnych i papierów wartościowych znajdujących się na rachunkach pieniężnych i rachunkach papierów wartościowych prowadzonych dla inwestorów przez biura

⁶⁰ Wypłaty transferowe realizowane są w lutym, maju, sierpniu i listopadzie.

maklerskie i banki, w przypadku ich upadłości bądź uznania przez organ nadzoru, że z przyczyn finansowych nie mogą wykonać zobowiązań wynikających z roszczeń inwestorów.

Uczestnictwo w systemie rekompensat jest obowiązkowe dla banków depozytariuszy i domów maklerskich działających na polskim rynku kapitałowym. Na początek 2008 r. uczestnikami systemu było 37 biur maklerskich i 14 banków depozytariuszy, wnoszących kwartalne wpłaty w wysokości wyliczonej przez KDPW na podstawie średniego stanu środków pieniężnych i wartości instrumentów finansowych ich klientów w danym roku. Od 1 stycznia 2008 r. system rekompensat zabezpiecza wypłatę środków do wysokości równowartości w złotych 22 000 euro.

Środki zgromadzone w funduszu rekompensat zostały użyte po raz pierwszy na przełomie lutego i marca 2008 r. w celu dokonania wypłat rekompensat na rzecz inwestorów poszkodowanych w wyniku upadłości WGI Dom Maklerski SA.

Współpraca operacyjna z zagranicznymi depozytami

Art. 51 ustawy o obrocie papierami wartościowymi umożliwia uczestnictwo w KDPW zagranicznym podmiotom prowadzącym działalność związaną z przechowywaniem i rozliczaniem transakcji, których przedmiotem są instrumenty finansowe. Jednocześnie Krajowy Depozyt ma możliwość otwierania kont depozytowych w zagranicznych instytucjach depozytowych, pozwalając w ten sposób posiadaczom instrumentów finansowych zarejestrowanych za granicą i dopuszczonych do obrotu w Polsce (zgodnie z formułą *dual listing*) na transfer tych instrumentów w celu dokonywania transakcji na rynku polskim. Krajowy Depozyt dokonuje rozliczenia i rozrachunku transakcji zawartych na GPW, dla papierów wartościowych wyemitowanych poza terytorium RP, których centralną rejestrację prowadzi zagraniczna instytucja depozytowa. Oprócz tego w ramach współpracy z zagranicznymi depozytami KDPW oferuje polskim inwestorom będącym akcjonariuszami spółek zagranicznych notowanych w Polsce usługi związane z realizacją praw akcjonariuszy, takie jak pośrednictwo w dokonaniu wpisu do rejestru akcjonariuszy przed WZA czy dystrybucja pożytków (dywidend).

KDPW ma bezpośrednie połączenia operacyjne z następującymi zagranicznymi depozytami papierów wartościowych: OeKB (Austria), KELER (Węgry), Estonian CSD i słowackim depozytem papierów wartościowych SCP. Ma również połączenia z depozytami międzynarodowymi: Euroclear Bank – za którego pośrednictwem następuje transfer papierów wartościowych między KDPW a depozytami: brytyjskim Euroclear UK i holenderskim Euroclear Nederland – oraz z Clearstream Banking Luxembourg – za którego pośrednictwem transferowane są papiery wartościowe z i do depozytu niemieckiego Clearstream Banking Frankfurt, amerykańskiego DTCC, szwedzkiego VPC, włoskiego Monte Titoli, francuskiego Euroclear France oraz czeskiego depozytu SCP. Połączenia te mają charakter FoP, co oznacza, że za ich pośrednictwem dokonywane są wyłącznie transfery papierów wartościowych, bez przepływu środków pieniężnych. W Krajowym Depozycie prowadzone są także prace nad tworzeniem połączeń o charakterze DvP. We wrześniu 2008 r. za pośrednictwem połączeń z zagranicznymi depozytami papierów wartościowych prowadzono obsługę transferów 57 instrumentów finansowych.

2.2.2. Historia i obecna rola Rejestru Papierów Wartościowych

2.2.2.1. Historia powstania RPW

W lipcu 1990 r. NBP, realizując założenia polityki pieniężnej, rozpoczął emisję bonów pieniężnych NBP, tworząc podstawy rynku pieniężnego. Bony pieniężne NBP miały formę

dokumentu. Ich sprzedaż odbywała się na przetargach organizowanych przez bank centralny, a nabywcami – oprócz banków – były krajowe osoby prawne i fizyczne.

Podobnie jak bony pieniężne NBP, formę papierową miały bony skarbowe, które w maju 1991 r., w imieniu Skarbu Państwa, zaczął emitować Minister Finansów. Bony te sprzedawano na cotygodniowych przetargach organizowanych przez agenta emisji, którym został NBP. Minister Finansów wybrał NBP na agenta emisji, biorąc pod uwagę kilka czynników:

- doświadczenie w przeprowadzaniu przetargów własnych papierów wartościowych,
- posiadanie systemu informatycznego dostosowanego do obsługi przetargów,
- dysponowanie przez NBP ogólnopolską siecią oddziałów, za których pośrednictwem bony były przekazywane nabywcom,
- prowadzenie przez NBP rachunku pieniężnego dla Ministra Finansów.

Rozpoczęcie sprzedaży bonów skarbowych, o konstrukcji podobnej do bonów pieniężnych NBP (papiery dyskontowe, krótkie terminy wykupu), było powodem wstrzymania przez bank centralny emisji bonów pieniężnych 28-dniowych. NBP zaoferował natomiast bony pieniężne z 91- oraz 182-dniowym terminem zapadalności. Ze względu na potrzeby finansowe budżetu priorytet nadano bonom skarbowym. Podaż bonów pieniężnych NBP stopniowo zmniejszono, a w styczniu 1992 r. zawieszono ich emisję. Dopiero w połowie 1995 r. NBP powrócił do emitowania tych papierów.

Fakt, że bony skarbowe miały formę materialną, powodował, iż obrót nimi na rynku wtórnym był znacznie ograniczony. Dlatego w 1995 r. nastąpiła dematerializacja bonów skarbowych, które przyjęły postać zapisu elektronicznego. W celu ich obsługi 1 lipca 1995 r. w NBP powstał Centralny Rejestr Bonów Skarbowych (CRBS). Był to system rejestracji na kontach depozytowych i koncie emisyjnym stanu i zmian stanu posiadania bonów emitowanych przez Ministerstwo Finansów. Służył także do obsługi przetargów skarbowych papierów wartościowych (bonów i obligacji skarbowych) oraz rejestrowania operacji, których przedmiotem były bony.

W maju 1996 r. NBP wprowadził bony pieniężne w formie zdematerializowanej oraz utworzył Rejestr Bonów Pieniężnych (RBP). Podobnie jak CRBS był to system rejestracji bonów pieniężnych NBP i realizacji operacji na tych papierach, obsługujący rynek pierwotny.

Obydwa systemy funkcjonowały według podobnych założeń. Rozrachunek papierów odbywał się na zasadzie dostawy za płatność (DvP), w pieniądzu banku centralnego. Zarówno CRBS, jak i RBP miały połączenie elektroniczne z umiejscowionym w NBP systemem obsługującym rachunki pieniężne banków. Zachowana była reguła ostateczności rozrachunku w ciągu dnia operacyjnego. Wszystkie operacje na papierach były wykonywane w czasie rzeczywistym na bazie brutto (RTGS).

Mimo że systemy CRBS i RBP spełniały wiele obowiązujących standardów, ich poważnym mankamentem był brak elektronicznego połączenia z uczestnikami (oferty i zlecenia były przekazywane przez uczestników faksem), co wymusiło konieczność modernizacji systemów. W październiku 2003 r. CRBS i RBP zostały połączone w jeden w pełni elektroniczny system – Rejestr Papierów Wartościowych (RPW). System ten umożliwił jego uczestnikom bezpośrednią komunikację z bankiem centralnym. Otrzymali oni specjalne oprogramowanie przygotowane przez NBP – moduł ELBON. Dzięki niemu, za pośrednictwem systemu elektronicznej wymiany danych, mogą przekazywać do RPW oferty, zlecenia i komunikaty. W ciągu dnia operacyjnego uczestnicy na bieżąco sprawdzają stan swojego rachunku papierów wartościowych i konta depozytowego tych papierów, a także mają podgląd na aktualny status operacji, których dokonują na papierach. System jest na bieżąco modyfikowany i usprawniany zgodnie z rozwojem i wymaganiami rynku. W kolejnych rozdziałach przedstawiono obecne warunki jego funkcjonowania.

Podstawa prawna funkcjonowania RPW

Na podstawie art. 49 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi bank centralny rejestruje bony skarbowe i pieniężne NBP w RPW, gdzie prowadzone są rachunki i konta depozytowe bonów skarbowych i bonów pieniężnych NBP, emitowanych na podstawie różnych aktów prawnych. Zasady emisji bonów skarbowych określa rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 26 czerwca 2006 r. w sprawie warunków emitowania bonów skarbowych (Dz.U. Nr 113, poz. 771), zgodnie z którym bony skarbowe rejestrowane są na rachunkach i kontaktach depozytowych, prowadzonych przez agenta emisji w ramach Rejestru. Agentem emisji jest NBP, na podstawie umowy zawartej z Ministrem Finansów.

Bony pieniężne NBP emitowane są na podstawie uchwały nr 30/2003 Zarządu NBP z dnia 12 września 2003 r. w sprawie emitowania bonów pieniężnych NBP (Dz.Urz. NBP Nr 15, poz. 24, ze zm.).

Podstawą utworzenia RPW jest uchwała nr 29/2003 Zarządu NBP z dnia 12 września 2003 r. w sprawie wprowadzenia „Regulaminu prowadzenia przez Narodowy Bank Polski rachunków i kont depozytowych papierów wartościowych oraz obsługi operacji na papierach wartościowych i ich rejestracji na rachunkach i kontaktach depozytowych tych papierów” (Dz.Urz. NBP Nr 15, poz. 23, ze zm.), podjęta na podstawie art. 109 ust. 1 pkt 4 ustawy z 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe (Dz.U. z 2002 Nr 72, poz. 665, ze zm.).

Struktura własności oraz władze RPW

RPW jest prowadzony przez NBP i, funkcjonując w strukturze banku centralnego, jest zarządzany zgodnie z obowiązującymi w NBP regulacjami. Organem decyzyjnym jest Zarząd NBP, który w drodze uchwały określa Regulamin funkcjonowania tego Rejestru.

Regulacje dotyczące RPW

Zasady funkcjonowania RPW zawarte są w Regulaminie, o którym mowa wyżej. Zgodnie z definicją zawartą w tym Regulaminie RPW to system rejestracji papierów wartościowych, w ramach którego prowadzone są rachunki i konta depozytowe bonów skarbowych i bonów pieniężnych NBP oraz dokonywane są operacje na tych papierach. Jednocześnie RPW jest elektronicznym systemem przeprowadzania przetargów na skarbowe papiery wartościowe, jak również prowadzenia operacji na papierach wartościowych pomiędzy NBP a bankami w trybie przetargowym, takich jak sprzedaż i przedterminowy wykup bonów pieniężnych NBP oraz zawieranie umów *repo* i dokonywanie transakcji *outright*⁶¹ na skarbowych papierach wartościowych. Regulamin ma charakter kompleksowy i opisuje wszystkie funkcje, jakie spełnia RPW, oraz zawiera wymagania i zalecenia dotyczące systemu. Określa w szczególności warunki uczestnictwa w RPW, zasady prowadzenia przez NBP rachunków i kont depozytowych papierów wartościowych oraz przeprowadzania operacji na tych papierach, a także zasady przekazywania ofert i zleceń przez uczestników RPW.

Zasady uczestnictwa w RPW

Zgodnie z Regulaminem bezpośrednimi uczestnikami RPW są podmioty, dla których NBP prowadzi w Rejestrze rachunki i konta depozytowe bonów skarbowych lub bonów pieniężnych NBP. W odniesieniu do bonów skarbowych są to:

⁶¹ Jest to transakcja polegająca na sprzedaży lub zakupie papierów wartościowych pochodzących z portfela własnego NBP bądź banku – po cenie ustalonej na przetargu lub wynikającej z umowy zawartej między NBP a bankiem.

- banki mające rachunek pieniężny w NBP,
- KDPW SA,
- Bankowy Fundusz Gwarancyjny,
- NBP,
- podmioty zagraniczne, o ile są Dealerami Skarbowych Papierów Wartościowych (DSPW).

W RPW może być także prowadzony rachunek bonów skarbowych dla emitenta, czyli Ministra Finansów, oraz dla zagranicznych instytucji depozytowo-rozliczeniowych.

Rachunki i konta depozytowe bonów pieniężnych NBP mogą być prowadzone dla:

- banków mających rachunek bieżący w NBP,
- Bankowego Funduszu Gwarancyjnego,
- NBP.

Każdy podmiot, ubiegający się o uczestnictwo w RPW, musi zawrzeć z NBP umowę, w której bank centralny zobowiązuje się do otwarcia i prowadzenia rachunku oraz konta depozytowego papierów wartościowych zgodnie z Regulaminem. Umowa określa także prawa i obowiązki stron, zakresy odpowiedzialności oraz przepisy dotyczące modułu ELBON i pakietu ochrony kryptograficznej. Umowa podpisywana jest na czas nieokreślony, z możliwością rozwiązania jej przez każdą ze stron z jednomiesięcznym wypowiedzeniem. W razie stwierdzenia rażącego naruszenia przez uczestnika RPW przepisów Regulaminu lub postanowień umowy NBP może ją rozwiązać w trybie natychmiastowym.

Wraz z umową podmiot będący jej stroną zobowiązany jest złożyć odpowiednie dokumenty, stwierdzające m.in., że powstał zgodnie z przepisami prawa, i wskazujące osoby uprawnione do składania oświadczeń w zakresie jego praw i obowiązków majątkowych. Dodatkowo niezbędne jest dostarczenie karty wzorów podpisów osób upoważnionych do podpisywania ofert i zleceń oraz upoważnienia NBP do obciążania rachunku pieniężnego danego podmiotu kwotami wynikającymi ze zrealizowania operacji na papierach wartościowych.

W przypadku gdy uczestnik RPW nie ma rachunku pieniężnego w NBP (podmiot zagraniczny będący DSPW), konieczne jest wskazanie przez niego banku (banku płatnika) dokonującego rozliczeń pieniężnych z tytułu zrealizowanych operacji na bonach skarbowych⁶² (zakup na rynku pierwotnym, rozliczanie opłat związanych z pożyczkami bonów skarbowych oraz pobieranie prowizji i opłat za prowadzenie rachunku) oraz złożenie przez ten bank odpowiedniego upoważnienia.

Dla podmiotów zagranicznych będących DSPW niezainteresowanych bezpośrednim uczestnictwem w RPW Regulamin przewiduje możliwość zawarcia odrębnej umowy w sprawie obsługi przez NBP uczestników przetargów na skarbowe papiery wartościowe, dla których NBP nie prowadzi rachunków i kont depozytowych w RPW. W takim przypadku podmiot uczestniczy tylko w elektronicznym systemie przeprowadzania przetargów na skarbowe papiery wartościowe. Umowa określa warunki, na jakich NBP prowadzi taką obsługę, i podpisywana jest na okres pełnienia funkcji DSPW.

Zarówno uczestnicy RPW, jak i podmioty obsługiwane przez NBP jedynie w zakresie przetargów na skarbowe papiery wartościowe, jeżeli nie mają konta depozytowego w KDPW, muszą wskazać bank rozliczający transakcje, których przedmiotem są obligacje skarbowe. Bank rozliczający przekazuje NBP odpowiednie upoważnienie do wystawiania dowodów ewidencyjnych, uznających lub obciążających jego konto depozytowe w KDPW z tytułu transakcji dotyczących wszystkich rodzajów przetargów obligacji skarbowych, dokonanych przez uczestnika RPW lub uczestnika przetargów na skarbowe papiery wartościowe.

⁶² Podmiot zagraniczny nie jest uprawniony do posiadania rachunku bonów pieniężnych NBP.

Podstawowe funkcje

Rejestracja instrumentów finansowych

Zarówno bony pieniężne NBP, jak i bony skarbowe oferowane są do sprzedaży na przetargach organizowanych przez NBP. Przed każdym przetargiem emitent ogłasza – za pomocą bankowych systemów informacyjnych – komunikat, zawierający dane na temat mającego się odbyć przetargu (m.in. datę i godziny trwania aukcji, podaź, datę zapadalności, datę rozliczenia, a w przypadku skarbowych papierów wartościowych także kod ISIN). Po zakończeniu przetargu emitent podejmuje decyzję, która jest następnie podawana do publicznej wiadomości na takich samych zasadach jak komunikat o aukcji, natomiast uczestnicy przetargu otrzymują informację potwierdzającą przyjęcie bądź odrzucenie oferty przez emitenta.

Zapłata za bony zakupione na przetargu przez jego uczestników następuje poprzez obciążenie ich rachunków pieniężnych w NBP lub, w przypadku podmiotu zagranicznego będącego DSPW, poprzez obciążenie rachunku banku rozliczającego. Rejestracja emisji bonów na kontach emisyjnych Ministra Finansów i NBP dokonuje się równoległe z zapłatą za bony. W momencie obciążenia rachunku pieniężnego uczestnika przetargu lub jego banku rozliczającego następuje dwustronna rejestracja papierów – na koncie emisyjnym oraz na rachunku lub koncie depozytowym uczestnika.

Rejestracja bonów skarbowych i bonów pieniężnych NBP na rachunkach i kontach depozytowych prowadzona jest w ujęciu ilościowym oraz wartościowym, według dat zapadalności i kodów ISIN, zgodnie z następującymi zasadami:

- 1) podwójnego zapisu – każda operacja dotycząca praw z bonów jest zarejestrowana w RPW co najmniej na dwóch rachunkach lub kontach, przy czym zapisowi lub sumie zapisów po jednej stronie rachunku lub konta towarzyszy równy co do ilości i wartości zapis po przeciwnej stronie innego rachunku lub konta; powyższa zasada nie ma zastosowania do operacji, których wynikiem jest dokonanie lub zniesienie blokady bonów;
- 2) zupełności – rejestracji podlegają wszystkie operacje dotyczące bonów, powodujące konieczność zmiany stanu bonów na rachunkach lub kontach uczestników RPW;
- 3) rzetelności – rejestracja praw z bonów następuje w sposób pełny i zgodny ze stanem faktycznym;
- 4) przejrzystości – RPW w sposób jednoznaczny i niepozostawiający wątpliwości odzwierciedla stan posiadania bonów przez uczestników RPW i ich klientów.

Prowadzenie rachunków i kont depozytowych papierów wartościowych

Głównym zadaniem RPW jest przechowywanie papierów wartościowych w formie odpowiednich zapisów w elektronicznym systemie rachunków i kont depozytowych. RPW prowadzi rachunki bonów skarbowych i pieniężnych NBP. Na rachunku rejestrowane są bony będące własnością uczestnika RPW. Stanowią one jego portfel własny. Dla uczestników RPW mogą być także prowadzone konta depozytowe, na których zarejestrowane są bony będące własnością klientów uczestnika, stanowiące ich zbiorczy portfel. Oznacza to, że zapisy dokonywane na tych kontach dotyczą ogólnej liczby papierów posiadanych przez klientów danego uczestnika, bez podziału na bony należące do indywidualnych klientów. Podmioty mające konta depozytowe w RPW prowadzą dla swoich klientów indywidualne rachunki papierów wartościowych w ramach własnych systemów ewidencyjnych, na podstawie wydanego w tym celu regulaminu. Przestrzegają przy tym zachowania warunków wynikających z przepisów regulujących obrót papierami wartościowymi. Zapisy dokonywane na indywidualnych rachunkach bonów powinny być zgodne ze stanem bonów w portfelach klientów na kontach depozytowych uczestników RPW.

Grupa klientów, dla których uczestnicy RPW mogą prowadzić indywidualne rachunki bonów pieniężnych NBP, jest ograniczona do banków krajowych, oddziałów instytucji kredytowych i oddziałów banków zagranicznych.

Konto depozytowe bonów skarbowych ma określoną strukturę i jest podzielone na 27 kategorii inwestorów. Wśród tych kategorii są takie grupy klientów, jak krajowe banki, fundusze emerytalne i inwestycyjne, zakłady ubezpieczeniowe, osoby fizyczne, sektor finansów publicznych; jest również kilka grup inwestorów będących nierezydentami. Powyższy podział wynika z obowiązków sprawozdawczych w zakresie obrotu papierami wartościowymi emitowanymi przez Skarb Państwa⁶³. Konto depozytowe bonów pieniężnych NBP ma tylko jedną kategorię klientów, ponieważ możliwość nabywania tych bonów i obrotu nimi jest ograniczona do sektora bankowego.

Poza rachunkami i kontami depozytowymi uczestników w RPW prowadzone są także konta emisyjne dla Ministra Finansów jako emitenta bonów skarbowych oraz dla NBP jako emitenta bonów pieniężnych NBP. Konta te odzwierciedlają aktualny stan emisji papierów wartościowych. W RPW na bieżąco kontrolowana jest zgodność wielkości emisji ze stanem odpowiednich papierów na rachunkach i kontach depozytowych uczestników.

Obsługa operacji na papierach wartościowych

W RPW mogą być realizowane operacje na bonach skarbowych, wynikające z transakcji przeprowadzanych przez uczestników (kupno-sprzedaż, *repo*, *sell/buy-back*), a także inne operacje, takie jak blokady, przeniesienia, pożyczki i wykup bonów. W przypadku bonów pieniężnych NBP rejestrowane są tylko transakcje kupna-sprzedaży oraz operacje przeniesienia, blokady i wykup.

Transakcja **kupna-sprzedaży** to operacja, po której zmienia się stan papierów wartościowych na rachunkach lub kontach depozytowych dwóch uczestników RPW. Powiązana jest z rozrachunkiem pieniężnym, dokonany na rachunkach bieżących tych uczestników.

Transakcja *repo* została zdefiniowana w Regulaminie jako umowa, w ramach której jedna ze stron (sprzedający) zobowiązuje się wobec drugiej strony (kupującego) do przeniesienia w dniu nabycia własności zbywanych bonów skarbowych w zamian za zapłatę przez kupującego kwoty nabycia, a kupujący zobowiązuje się wobec sprzedającego, w zamian za zapłatę kwoty odkupu, do przeniesienia w dniu odkupu własności tej samej ilości takich samych bonów skarbowych. Przeprowadzenie operacji *repo* może być dokonane – z punktu widzenia sposobu ewidencjonowania w RPW bonów skarbowych, będących jej przedmiotem – przy użyciu jednej z trzech poniższych formuł. Bony mogą być:

- przeniesione z rachunku lub konta sprzedającego na rachunek lub konto kupującego,
- przeniesione z rachunku lub konta sprzedającego na rachunek lub konto kupującego i tam zablokowane,
- jedynie zablokowane na rachunku lub koncie sprzedającego.

Transakcja *repo* nie może być zakończona wcześniej niż następnego dnia po jej rozpoczęciu.

Transakcja *sell/buy-back* polega na sprzedaży bonów skarbowych oraz na jednoczesnym zawarciu drugiej umowy (tzw. terminowej umowy kupna), tj. nabyciu bonów w przyszłości przez ich sprzedawcę, po cenie ustalonej w dniu sprzedaży tych bonów. Z punktu widzenia rejestracji bonów skarbowych na rachunkach i kontach w RPW przebiega ona w taki sam sposób jak operacja kupna-sprzedaży.

⁶³ Powyższe obowiązki nakłada, m.in. na NBP – jako na podmiot prowadzący rejestr bonów skarbowych – rozporządzenie Ministra Finansów z 17 maja 2004 r. (Dz.U. Nr 119, poz. 1244).

Operacja **przemieszczenia** wynika z transakcji kupna-sprzedazy, *repo* lub *sell/buy-back* dokonanej pomiędzy uczestnikiem RPW a jego klientem. W wyniku tej operacji następuje przesunięcie bonów pomiędzy portfelem własnym uczestnika RPW a portfelami jego klientów, nie powodując zmian w całkowitej wielkości bonów, którymi zarządza ten uczestnik. Rozrachunek środków pieniężnych nie jest dokonywany w NBP.

Operacja **przeniesienia** bonów skutkuje zmianą stanu na rachunkach lub kontrach depozytowych dwóch uczestników RPW. W tym przypadku nie dokonuje się rozrachunku pieniężnego.

Uczestnik RPW może dokonać **blokady** bonów w portfelu własnym i portfelu klientów na dowolne okresy, mieszczące się w okresie pozostającym do daty zapadalności. Odblokowanie bonów następuje na podstawie zlecenia uczestnika RPW lub bony te są automatycznie odblokowywane przez system w dniu wykupu, a środki pieniężne przekazywane na rachunek pieniężny podmiotu blokującego.

Zastaw może być dokonany tylko na bonach skarbowych uczestnika RPW znajdujących się na rachunku tego uczestnika w jego portfelu własnym. Uczestnik, który ustanowił zastaw na bonach, przekazuje NBP zlecenie blokady tych bonów. Jest to jednoznaczne z zawiadomieniem dłużnika wiarytelności obciążonej zastawem – czyli NBP, który działa w imieniu i z upoważnienia Ministra Finansów – o ustanowieniu zastawu na bonach skarbowych⁶⁴. Zniesienie blokady zastawionych bonów następuje na podstawie przekazanego NBP zlecenia wystawionego przez zastawcę oraz potwierdzenia zastawnika o możliwości dokonania takiego zniesienia.

Uczestnik RPW może przemieszczać bony skarbowe na konto pomocnicze prowadzone w rejestrze w ramach konta depozytowego KDPW SA (**operacja DEPO**)⁶⁵. Bony są przemieszczane z rachunku lub z konta depozytowego uczestnika. W zleceniu przemieszczenia uczestnik RPW podaje informację dodatkową w celu identyfikacji konta depozytowego lub rachunku papierów wartościowych, na którym rejestrowane są bony skarbowe w KDPW SA. Zwrotnego przemieszczenia bonów dokonuje KDPW SA, przemieszczając odpowiednie bony skarbowe na właściwy rachunek lub konto uczestnika RPW.

Pożyczki bonów skarbowych udzielane są uczestnikom w ramach prowadzonego przez RPW systemu pożyczek. Przedmiotem pożyczki mogą być wyłącznie bony skarbowe przekazane przez pożyczkodawców do puli pożyczek. Pożyczka zostaje udzielona na zlecenie pożyczkobiorcy pod warunkiem ustanowienia odpowiedniego zabezpieczenia i powinna zostać zwrócona najpóźniej następnego dnia roboczego po dniu, w którym została udzielona⁶⁶.

W imieniu emitenta (zarówno Ministra Finansów, jak i NBP) RPW realizuje także zobowiązania w stosunku do podmiotów posiadających bony. W dniu, w którym roszczenie posiadacza papieru z tytułu należności względem emitenta staje się wymagalne, w RPW następuje **wykup** bonów skarbowych i bonów pieniężnych NBP. Wielkość środków pieniężnych przypadających do wykupu określana jest na koniec dnia operacyjnego poprzedzającego dzień wykupu na podstawie stanu bonów znajdujących się na rachunkach i kontrach depozytowych uczestników RPW. Wykup bonów następuje w drodze uznania rachunków pieniężnych tych uczestników RPW, którzy mają na swoich rachunkach i kontrach depozytowych bony przypadające do wykupu, kwotą odpowiadającą wartości nominalnej tych bonów. Jeżeli uczestnik RPW nie ma rachunku pieniężnego, uznawany jest rachunek banku rozliczającego. Uczestnicy RPW prowadzący indywidualne rachunki bonów dla swoich klientów ponoszą odpowiedzialność za przekazywanie klientom środków pieniężnych z tytułu wykupu bonów.

⁶⁴ Art. 329 §2 Kodeksu cywilnego.

⁶⁵ Szczegółowe zasady dotyczące tej operacji są przedmiotem regulacji KDPW SA.

⁶⁶ Patrz podpunkt „Zarządzanie ryzykiem”.

W RPW prowadzona jest także obsługa kredytów udzielanych przez NBP, zabezpieczanych skarbowymi papierami wartościowymi. W celu wspomaganie płynności sektora bankowego NBP udziela bankom posiadającym rachunki bieżące w banku centralnym kredytu w ciągu dnia operacyjnego (kredyt techniczny) oraz kredytu lombardowego.

Od grudnia 2001 r. NBP udziela bankom **kredytu technicznego** zaciąganego i spłacanego w ciągu dnia operacyjnego. Szczegółowe warunki jego udzielania, wykorzystania i spłaty określa wydany przez NBP regulamin⁶⁷. Instrument ten udostępniono bankom w celu zwiększenia płynności systemu rozrachunku międzybankowego oraz poprawy efektywności zarządzania płynnością przez banki, co jest szczególnie istotne w sytuacji ewentualnego wystąpienia niedoboru płynności w systemie bankowym oraz docelowego obniżenia stóp rezerwy obowiązkowej. Kredyt techniczny, jako element systemu rozrachunkowego, stosują zarówno banki centralne wchodzące w skład Europejskiego Systemu Banków Centralnych (ESBC), jak i Europejski Bank Centralny (EBC). Instrument ten umożliwia bankom płynną realizację zobowiązań dzięki wykorzystaniu środków banku centralnego postawionych do dyspozycji w postaci zabezpieczonego kredytu. Zabezpieczeniem spłaty kredytu jest przeniesienie praw ze skarbowych papierów wartościowych na NBP. Elektroniczna forma obsługi kredytu, jak też i zarządzania zabezpieczeniami umożliwia bankom szybki dostęp do płynności, a także upraszcza składanie i obieg dokumentów. Zgodnie z regulaminem, złożenie przez bank zabezpieczenia oznacza automatycznie realizowaną prośbę o zasilenie finansowe.

Przedmiotem przewłaszczenia w celu zabezpieczenia spłaty kredytu technicznego mogą być wyłącznie skarbowe papiery wartościowe (bony i obligacje skarbowe), do których wykupu, pozostaje nie mniej niż 5 dni roboczych. Przewłaszczenie na zabezpieczenie gwarantuje zaspokojenie wierzycelności NBP w przypadku niespłacenia kredytu. Maksymalna kwota kredytu udzielonego bankom nie może przekraczać 80% wartości nominalnej papierów wartościowych stanowiących zabezpieczenie. Kredyt spłacony w tym samym dniu operacyjnym, w którym został wykorzystany, nie podlega oprocentowaniu, natomiast spłacony w następnym dniu operacyjnym jest oprocentowany według stopy kredytu lombardowego.

Poza kredytem technicznym NBP oferuje bankom również możliwość korzystania z **kredytu lombardowego**. Umożliwia on uzupełnianie krótkookresowych niedoborów płynności środkami z banku centralnego, pozyskiwanymi na termin *overnight* (O/N). Ponadto kredyt ten pełni funkcję stabilizującą wahania krótkookresowych stóp procentowych rynku międzybankowego. Szczegółowe warunki udzielania, wykorzystania i spłaty kredytu lombardowego, a także zasady i tryb zabezpieczania jego spłaty poprzez zastaw na prawach z papierów wartościowych określa wydany przez NBP regulamin⁶⁸.

Zabezpieczeniem kredytu jest zastaw na prawach z papierów wartościowych. Przedmiotem zastawu mogą być wyłącznie skarbowe papiery wartościowe (bony i obligacje skarbowe), do wykupu których pozostaje nie mniej niż 5 dni roboczych. Maksymalna kwota udzielanego przez NBP kredytu nie może przekraczać 80% wartości nominalnej papierów wartościowych obciążonych zastawem.

Ponieważ kredyt lombardowy pełni funkcję kredytu na koniec dnia, podlega spłacie w następnym dniu operacyjnym po dniu zaciągnięcia. Kredyt lombardowy jest oprocentowany według zmiennej stopy procentowej, ustalonej przez Radę Polityki Pieniężnej, natomiast w przypadku niespłacenia go w terminie jego oprocentowanie stanowi dwukrotność tej stopy.

⁶⁷ Uchwała nr 57/2001 Zarządu NBP z dnia 22 listopada 2001 r. w sprawie wprowadzenia Regulaminu refinansowania banków w ciągu dnia operacyjnego przez Narodowy Bank Polski (Dz.Urz. NBP Nr 19, poz. 38).

⁶⁸ Uchwała nr 42/2003 Zarządu NBP z dnia 3 października 2003 r. w sprawie wprowadzenia Regulaminu refinansowania banków kredytem lombardowym przez NBP (Dz.Urz. NBP Nr 18, poz. 31).

Prowadzenie rozliczeń

W RPW transakcje są rozliczane w dniu operacyjnym, w którym strony transakcji przekazały zlecenia. Nie ma możliwości przesyłania zleceń wcześniej, a także przekładania rozliczenia na następny dzień operacyjny. System umożliwi uczestnikom sprawdzenie, na jakim etapie jest realizacja transakcji. Dlatego każdy kontrahent decyduje, w którym momencie należy przesłać zlecenie do Rejestru i który moment do rozliczenia jest dla niego najdogodniejszy.

Uzgadnianie i potwierdzanie instrukcji przelewu środków pieniężnych i papierów wartościowych są dokonywane głównie poza systemem, przez strony zawierające transakcje we własnym imieniu lub na rzecz swoich klientów. Rozliczenie jest możliwe, jeśli RPW otrzyma od obu stron transakcji zlecenia zgodne pod względem formalnym i rachunkowym. W razie wystąpienia niezgodności kontrahenci są zobowiązani do ich wyjaśnienia. Uzgodnione zlecenia są automatycznie łączone przez system. Następnie system sprawdza, czy podmiot sprzedający posiada na rachunku lub koncie wystarczającą liczbę odpowiednich bonów skarbowych lub bonów pieniężnych NBP, niezablokowanych z jakiegokolwiek tytułu oraz czy podmiot dokonujący zapłaty ma odpowiednią ilość środków na rachunku pieniężnym. Jeżeli wszystkie powyższe warunki są spełnione, transakcja jest przekazywana do rozrachunku.

Prowadzenie rozrachunku

Rozrachunek transakcji w RPW jest przeprowadzany na zasadzie dostawy za płatność (DvP) zgodnie z Modelem 1 BIS (rozrachunek na zasadzie brutto zarówno w papierach wartościowych, jak i środkach pieniężnych), w pieniądzu banku centralnego, czyli za pośrednictwem rachunków pieniężnych banków w prowadzonym przez DSP NBP systemie płatności SORBNET. Rozrachunek odbywa się zgodnie z zasadą ostateczności rozrachunku w ciągu dnia operacyjnego, co oznacza, że dokonane w tym czasie transfery mają charakter ostateczny i bezwarunkowy.

W RPW dokonywany jest także rozrachunek na zasadzie dostawy bez płatności (FoP). Przekazanie zgodnych zleceń kontrahentów powoduje jedynie przemieszczanie papierów wartościowych pomiędzy rachunkami lub kontami depozytowymi, bez jednoczesnego rozrachunku pieniężnego.

Zarządzanie ryzykiem

Zarządzanie ryzykiem w NBP odbywa się w ramach funkcjonującego w banku Zintegrowanego Systemu Zarządzania Ryzykiem (ZSZR). Zgodnie z przyjętym w nim rozwiązaniem, zarządzanie ryzykiem finansowym jest scentralizowane, natomiast zarządzanie ryzykiem operacyjnym – zdecentralizowane.

Funkcjonowanie RPW generuje – z punktu widzenia NBP – wyłącznie ryzyko operacyjne, a zarządzanie nim obejmuje: bieżące identyfikowanie, analizę i pomiar oraz dobór i stosowanie mechanizmów ograniczających ryzyko. Wyniki monitorowania ryzyka i bieżącej oceny skuteczności zastosowanych mechanizmów ujmowane są w raportach sprawozdawczych. Raporty te są podstawą do sporządzenia okresowych informacji dla Zarządu NBP o poziomie ryzyka operacyjnego.

Stosowane obecnie mechanizmy ograniczania ryzyka operacyjnego związanego z funkcjonowaniem RPW w szczególności obejmują:

- procedury wykonywania operacji w RPW oraz podział zadań dokonywany zgodnie z zasadą *separation of duties*, a także dysponowanie kadrą zapasową,
- plany ciągłości działania opracowane zgodnie z europejskimi standardami,
- posiadanie ośrodka zapasowego, w którym można podjąć pracę w dowolnym momencie dnia operacyjnego,

- wykonywanie tzw. *back up*, czyli zapisywanie danych systemu kilka razy w ciągu dnia oraz na zakończenie każdego dnia operacyjnego, w sposób zapewniający ich natychmiastowe odtworzenie,
- zabezpieczenie systemu elektronicznej wymiany danych przekazywanych za pośrednictwem modułu ELBON pakietem ochrony kryptograficznej, gwarantującym poufność i integralność przesyłki oraz uwierzytelnienie nadawcy,
- okresowe dokonywanie przez NBP kontroli prawidłowości instalacji, eksploatacji i procedur bezpieczeństwa zastosowanych przez uczestnika RPW w odniesieniu do modułu ELBON oraz pakietu ochrony kryptograficznej,
- okresowe przeprowadzanie przez NBP, w drodze inspekcji w siedzibie uczestnika RPW, kontroli dotyczących:
 - zgodności stanu bonów wynikających z ewidencji własnej uczestnika ze stanami zarejestrowanymi w RPW, a także stosowania procedur ewidencji z punktu widzenia utrzymywania zgodności, o której wyżej mowa,
 - posiadania przez uczestnika stosownego regulaminu oraz jego zgodności z Regulaminem RPW i przepisami dotyczącymi prowadzenia rachunków papierów wartościowych.

Operacje przeprowadzane przez uczestników RPW są źródłem ryzyka rozliczeniowego związanego z brakiem płynności zarówno jeśli chodzi o środki pieniężne, jak i papiery wartościowe. NBP jako podmiot prowadzący RPW dostarcza jego uczestnikom narzędzi do zarządzania tym rodzajem ryzyka.

Narzędziem służącym do zarządzania ryzykiem rozliczeniowym, obejmującym ryzyko braku płynności papierów wartościowych (dotyczy tylko bonów skarbowych), jest system pożyczek bonów skarbowych. Umożliwia on realizację transakcji w przypadku braku w ciągu dnia operacyjnego całości lub części bonów skarbowych na rachunku sprzedawcy. Dostęp do tego systemu mają uczestnicy RPW na zasadach dobrowolności. Uczestnicy tego systemu przekazują do puli pożyczek bony przeznaczone do pożyczania. Bony w puli nie są zablokowane, w związku z czym uczestnik może je w każdej chwili wycofać lub wymienić, jeżeli nie są one wykorzystane przez innego uczestnika systemu. Pożyczka zostaje udzielona na zlecenie pożyczkobiorcy i powinna zostać zwrócona najpóźniej następnego dnia roboczego po dniu, w którym została udzielona. W momencie uruchomienia pożyczki system blokuje na rachunku pożyczkobiorcy bony skarbowe przeznaczone na zabezpieczenie. Jednocześnie system wysyła komunikat do pożyczkodawcy z informacją, jakie bony i o jakiej wartości nominalnej zostały zabrane z jego puli w celu udzielenia pożyczki. Wartość nominalna bonów o określonej dacie zapadalności pożyczonych jednemu uczestnikowi nie może przekraczać 5% ogólnej wartości tych bonów zarejestrowanych na rachunkach i kontach depozytowych, a pożyczonych wszystkim pożyczkobiorcom nie może przekraczać 10% ogólnej wartości bonów zarejestrowanych na rachunkach i kontach. Opłata za udzielenie pożyczki stanowi 0,01% wartości nominalnej pożyczonych bonów. System po wyliczeniu kwoty opłaty wystawia zlecenia obciążające pożyczkobiorcę i uznające pożyczkodawców odpowiednimi kwotami.

Do zarządzania ryzykiem rozliczeniowym, obejmującym brak płynności środków pieniężnych, służą kredyty techniczny i lombardowy udostępniane bankom przez NBP.

Rozdział 3

Kierunki zmian funkcjonowania izb rozliczeniowych, centralnych kontrpartnerów oraz depozytów papierów wartościowych na świecie, w Unii Europejskiej i w Polsce

Zmiany zachodzące w ostatnich latach w infrastrukturze posttransakcyjnej w UE są ogromne i dotyczą wielu dziedzin, m.in. technologicznej, prawnej, zasad funkcjonowania systemów, praktyk rynkowych oraz struktur korporacyjnych. Dotychczasowy rozwój instytucji rozliczeniowo-rozrachunkowych w Polsce oraz w całej UE został przedstawiony w rozdziale 2. Niniejszy rozdział opisuje natomiast dotychczasowe oraz nowe inicjatywy integracyjne we wszystkich dziedzinach związanych z usługami posttransakcyjnymi, podejmowane przez różne instytucje międzynarodowe i europejskie, operatorów infrastruktury depozytowo-rozliczeniowo-rozrachunkowej oraz samych uczestników rynku.

3.1. Cele integracji w zakresie infrastruktury depozytowo-rozliczeniowo-rozrachunkowej w UE

Zgodnie z definicją przytoczoną w rozdziale 2. rynek dla danego zbioru instrumentów finansowych lub usług jest w pełni zintegrowany, jeżeli wszyscy potencjalni uczestnicy tego rynku o podobnej charakterystyce muszą stosować się do takich samych zasad, kiedy zdecydują się skorzystać z tych instrumentów lub usług, mają równy dostęp do tych instrumentów lub usług i są jednakowo traktowani, gdy działają na tym rynku¹.

Stosowane w tym rozdziale pojęcie integracji jest więc rozumiane szeroko. Po pierwsze obejmuje ono procesy integracyjne *sensu stricto*, tj. procesy zachodzące między niezależnymi podmiotami, zmierzające do ich łączenia (konsolidacja pozioma albo pionowa) lub do stworzenia wspólnych struktur. Po drugie uwzględnia również procesy integracyjne *sensu largo*, mające na celu wypracowywanie przez niezależne podmioty (bez ich łączenia lub tworzenia wspólnych struktur) jednolitych lub zharmonizowanych zasad działania, w tym m.in. harmonizację prawa, zasad funkcjonowania systemów, praktyk rynkowych oraz standaryzację rozwiązań technologicznych.

Procesy integracyjne następują zarówno w ramach UE, jak i na skalę światową, ale ich cele są nieco odmienne.

Dążenia integracyjne w UE

Infrastruktura depozytowo-rozliczeniowo-rozrachunkowa w UE jest wciąż rozdrobniona, co wynika z czynników historycznych. Początkowo bowiem instytucje świadczące usługi posttransakcyjne były tworzone w poszczególnych krajach wyłącznie w celu obsługi rynku lokalnego. Pogłębiająca się integracja gospodarcza w ramach UE, prowadzona zarówno odgórnie przez instytucje wspólnotowe, jak i dokonująca się oddolnie z inicjatywy samego rynku, objęła również stosunkowo słabo zintegrowane rynki kapitałowe państw członkowskich, w tym usługi rozliczeniowo-rozrachunkowe. Potrzeba integracji rynku kapitałowego UE, w tym integracji SRPW, wynika bezpośrednio z potrzeby zapewnienia warunków do jego rozwoju, który obecnie jest hamowany przez wiele barier prawnych, podatkowych, rynkowych (niezharmonizowane praktyki rynkowe) i technologicznych, utrudniających dokonywanie transakcji transgranicznych. Sprawiają one, że realizacja tych transakcji jest bardzo złożona i wymaga zaangażowania znacznej liczby różnego rodzaju pośredników. Jest to źródłem wysokich kosztów, zarówno w porównaniu z rynkami lokalnymi, jak i z rynkiem amerykańskim. Co raz bardziej skomplikowana sieć transgranicznych połączeń międzysystemowych oraz powią-

¹ Baele et al., *Measuring European Financial Integration*, "Oxford Review of Economic Policy", 2004, Vol. 20, No. 4.

zań kapitałowych pomiędzy instytucjami infrastruktury rynku kapitałowego powoduje jednocześnie istotne problemy ze sprawowaniem efektywnego nadzoru nad bezpiecznym funkcjonowaniem transgranicznego obrotu papierami wartościowymi w UE. Rozwiązaniem takiej sytuacji jest ścisła współpraca między nadzorcami z poszczególnych krajów UE oraz prowadzenie przez nich zharmonizowanej polityki nadzorczej.

Podstawowym celem integracji infrastruktury depozytowo-rozliczeniowo-rozrachunkowej w UE jest zatem stworzenie warunków do rozwoju konkurencyjnego, efektywnego, sprawnie funkcjonującego i bezpiecznego europejskiego rynku kapitałowego. Każdy jego uczestnik będzie miał dostęp do takich samych usług na jednakowych dla wszystkich zasadach niezależnie od tego, w którym państwie członkowskim prowadzi działalność. Droga do realizacji tego celu jest przede wszystkim likwidacja istniejących barier rozwoju rynku, a także harmonizacja zasad świadczenia usług w zakresie rozliczeń i rozrachunku papierów wartościowych oraz funkcji depozytowych. Podejmowane są także dale idące działania, zmierzające do stworzenia paneuropejskich struktur operacyjnych, takich jak system TARGET2, CCBM2 czy TARGET2-Securities.

Dążenia integracyjne na świecie

Integracja infrastruktury depozytowo-rozliczeniowo-rozrachunkowej ma również wymiar globalny. W przeciwieństwie do działań integracyjnych w ramach UE, celem integracji w wymiarze światowym nie jest jednak stworzenie jednego wspólnego rynku, ale wyłącznie harmonizacja zasad funkcjonowania SRPW, zapewniająca odpowiedni poziom bezpieczeństwa i efektywności systemów. Wypracowanie tych zasad ma stworzyć warunki do współpracy między wieloma funkcjonującymi na świecie rynkami i działającymi na nich instytucjami. W związku z tak określonym celem współpraca na płaszczyźnie międzynarodowej ma znacznie węższy zakres niż w ramach UE i nie obejmuje tworzenia wspólnych struktur operacyjnych czy nadzorczych.

3.2. Inicjatywy międzynarodowe w zakresie integracji infrastruktury depozytowo-rozliczeniowo-rozrachunkowej w UE

3.2.1. Międzynarodowe inicjatywy normatywne

Rozwój obrotu transgranicznego papierami wartościowymi, a także upowszechnienie dematerializacji papierów wartościowych doprowadziły do identyfikacji następujących podstawowych obszarów regulacji krajowych dotyczących rynku kapitałowego, najczęściej będących przeszkodą swobodnego przeprowadzania transakcji transgranicznych, których przedmiotem są papiery wartościowe:

- niejednolite uregulowania praw wynikających z papierów wartościowych, zarówno w formie fizycznej, jak i zdematerializowanych,
- niejednolite regulacje z zakresu prawa podatkowego,
- regulacje ograniczające swobodną konkurencję między dostawcami usług dla rynku kapitałowego.

Podstawowe problemy związane z transgranicznym obrotem papierami wartościowymi wiążą się z pierwszym z wymienionych zagadnień, tj. charakterem praw wynikających z papierów wartościowych. Z różnego uregulowania tego charakteru (w tym w odniesieniu do zdematerializowanych papierów wartościowych) wynika wiele problemów prawnych. Najważniejsze z nich dotyczą określenia prawa właściwego dla regulacji sytuacji prawnej uczestników

transgranicznej operacji na papierach wartościowych oraz problemu różnego uregulowania m.in. sposobu powstania papierów wartościowych, praw z nich wynikających, ich realizacji lub przeniesienia, ostateczności rozrachunku dokonanych na nich operacji oraz ochrony praw osób uprawnionych z papierów wartościowych w razie upadłości pośrednika przechowującego te papiery wartościowe. W związku z powyższym na płaszczyźnie międzynarodowej pojawiła się z jednej strony potrzeba wypracowania jednolitej zasady wskazywania prawa właściwego do określenia praw uczestników operacji transgranicznej na papierach wartościowych. Z drugiej strony natomiast konieczna stała się harmonizacja przepisów regulujących naturę i funkcjonowanie instytucji papierów wartościowych w systemach prawnych poszczególnych państw. W tym zakresie zostały podjęte dwie istotne inicjatywy, będące często wyrazem rozbieżnych interesów poszczególnych państw. Były to Konwencja haska oraz Konwencja UNIDROIT.

3.2.1.1. Konwencja haska

Celem Konferencji Haskiej, ogólnoświatowej, międzyrządowej organizacji, jest unifikacja zasad prawa prywatnego międzynarodowego. W maju 2000 r. Konferencja rozpoczęła prace nad konwencją w sprawie prawa właściwego dla niektórych praw dotyczących papierów wartościowych zapisanych na rachunku w instytucji pośredniczącej (zwaną dalej Konwencją haską)². Jako podstawową normę kolizyjną w odniesieniu do praw z papierów wartościowych przechowywanych u pośrednika (*securities held with an intermediary*) Konwencja haska statuuje zmodyfikowaną wersję zasady PRIMA (*Place of the Relevant Intermediary Approach*)³. Zgodnie z ww. normą (zwaną dalej zasadą PRIMA typu 2) prawem właściwym do określenia praw z papierów wartościowych w obrocie transgranicznym jest prawo wskazane w umowie o prowadzenie rachunku papierów wartościowych zawartej z odpowiednim pośrednikiem. Konkurencyjną wobec zasady PRIMA, w rozumieniu przyjętym w Konwencji haskiej, jest równorzędna jej zasada PRIMA typu 1, mająca źródło w zasadzie prawa rzeczowego *lex rei sitae*⁴. Zgodnie z tą zasadą prawa do rzeczy są określone przez prawo państwa, na terenie którego dana rzecz się znajduje. W Konwencji haskiej wybrano zasadę PRIMA typu 2. Twórcy Konwencji obawiali się, że zasada *lex rei sitae* w praktyce może okazać się zawodna ze względu na ewentualny brak możliwości ustalenia miejsca aktualnego przechowywania zdematerializowanych papierów wartościowych.

Ponadto Konwencja haska przewiduje weryfikowanie wybranego prawa w drodze tzw. testu realności (*reality test*). Jego celem jest sprawdzenie, czy pośrednik rzeczywiście prowadzi jakąkolwiek działalność (niekoniecznie polegającą na prowadzeniu rachunków papierów wartościowych) w kraju, którego prawo zostało wybrane. Jeśli na ww. podstawie nie można ustalić prawa właściwego, Konwencja przewiduje, że zastosowanie mają regulacje państwa, w którym pośrednik miał biuro (*office*) w chwili zawarcia umowy rachunku papierów wartościowych. Konwencja wejdzie w życie, jeżeli zostanie podpisana przez co najmniej trzech sygnatariuszy. W lipcu 2006 r. Konwencja została podpisana przez USA i Szwajcarię⁵.

² *Hague Convention on the law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary.*

³ Zasada PRIMA w wersji zaproponowanej w Konwencji haskiej jest rozwiązaniem charakterystycznym dla amerykańskiego podejścia do regulacji konfliktu praw w odniesieniu do praw z papierów wartościowych przechowywanych u pośrednika. W związku z tym, że zasada PRIMA zawarta w Konwencji haskiej stanowi odejście od tradycyjnego jej rozumienia na gruncie prawa europejskiego, określa się ją także jako zasadę PRIMA typu 2 lub nawet *a non-PRIMA approach*.

⁴ Zasada PRIMA typu 1, jako forma dostosowania zasady *lex rei sitae* do warunków obrotu papierami wartościowymi przechowywanymi u pośrednika, stanowi rozwiązanie charakterystyczne dla europejskich systemów prawnych.

⁵ Dlatego też konwencja jest datowana 5 lipca 2006 r. od daty podpisania jej przez pierwszych sygnatariuszy.

3.2.1.2. Konwencja UNIDROIT

We wrześniu 2002 r. w Międzynarodowym Instytucie Unifikacji Prawa Prywatnego (UNIDROIT)⁶ – będącym światową organizacją złożoną z przedstawicieli 59 państw – rozpoczęły się prace specjalnie powołanego Międzyrządowego Komitetu Ekspertów UNIDROIT w celu przygotowania projektu konwencji o harmonizacji prawa dotyczącego papierów wartościowych przechowywanych u pośredników⁷ (zwanej dalej Konwencją UNIDROIT). Prace komitetu trwają. W przeciwieństwie do Konwencji haskiej, której treść ogranicza się do wskazania norm kolizyjnych w odniesieniu do praw ze zdematerializowanych papierów wartościowych, Konwencja UNIDROIT ma na celu sformułowanie jednolitych przepisów dotyczących treści praw wynikających z relacji między inwestorem a pośrednikiem, u którego przechowywane są papiery wartościowe występujące w formie zapisów w systemach rozrachunku papierów wartościowych. Pierwszy rozdział Konwencji zawiera definicje podstawowych pojęć, tj. papierów wartościowych (*securities*), papierów wartościowych przechowywanych u pośrednika (*intermediated securities*), rachunku papierów wartościowych czy pośrednika. Kolejne rozdziały regulują m.in. prawa posiadacza rachunku, przeniesienie praw ze zdematerializowanych papierów wartościowych, w tym nieważność i odwołanie zapisów na rachunku, nabycie papierów wartościowych przechowywanych u pośrednika przez osobę trzecią w dobrej wierze (*acquisition by an innocent person of intermediated securities*) oraz pierwszeństwo praw – stosowanie przepisów upadłościowych i przepisów o ostateczności rozrachunku – a także umowę zabezpieczenia finansowego.

3.2.2. Międzynarodowe rekomendacje dla systemów rozrachunku papierów wartościowych i centralnych kontrpartnerów

101

Konieczność ograniczenia ryzyka oraz zwiększenia bezpieczeństwa i efektywności funkcjonowania SRPW w związku z upowszechnianiem się transakcji transgranicznych stała się przyczyną podjęcia prac nad standardami i rekomendacjami mającymi wzmocnić i ujednoczyć zasady wykonywania czynności posttransakcyjnych na poszczególnych rynkach kapitałowych. W ciągu ostatnich 20 lat podjęto w tym zakresie wiele inicjatyw, z których najważniejsze zostały przedstawione poniżej.

3.2.2.1. Rola BIS

BIS

Bank Rozrachunków Międzynarodowych (BIS) w Bazylei został utworzony przez Belgię, Francję, Niemcy, Włochy, Japonię, Wielką Brytanię i USA na konferencji w Hadze w 1930 r. w związku z realizacją planu pomocowego dla Niemiec (tzw. Plan Younga i DOWESA) po pierwszej wojnie światowej. Jest to najstarsza istniejąca międzynarodowa instytucja finansowa. BIS ma formę spółki akcyjnej, której akcjonariuszami są banki centralne⁸, w tym od 2000 r. EBC. Najwyższą władzą w BIS jest Zgromadzenie Ogólne składające się z przedstawicieli wszystkich członków. Organami decyzyjnymi Banku są też Rada Dyrektorów i Zarząd. Obecnie BIS stanowi główne międzynarodowe forum współpracy banków centralnych. Bank rozwinął rów-

⁶ *International Institute for the Unification of Private Law.*

⁷ *Draft Convention on Substantive Rules Regarding Intermediated Securities*, www.unidroit.org/english/workprogramme/study078/item1/main.htm.

⁸ Polska uczestniczy w BIS od czasu jego powstania, czyli od 1930 r.

niez własne centrum badań ekonomicznych i odgrywa ważną rolę w procesie zbierania i wymiany danych statystycznych.

Grupa Dziesięciu

Grupa Dziesięciu (Group of Ten, G-10), która powstała w 1962 r. z inicjatywy Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD)⁹, jest jednym z międzynarodowych ugrupowań finansowych o charakterze niesformalizowanym. Sekretariat Grupy Dziesięciu prowadzi BIS oraz Międzynarodowy Fundusz Walutowy. Grupę Dziesięciu tworzy, wbrew nazwie, 11 państw uprzemysłowionych (Belgia, Kanada, Francja, Niemcy, Włochy, Japonia, Holandia, Szwecja, Szwajcaria, Wielka Brytania i USA)¹⁰. Grupa stanowi forum współpracy i wymiany podglądów na temat zagadnień ekonomicznych, pieniężnych i finansowych. W posiedzeniach, które odbywają się zwykle raz na rok, uczestniczą ministrowie finansów oraz prezesi banków centralnych ww. państw. Przy Grupie Dziesięciu działają zespoły robocze i komitety powoływane *ad hoc*. Grupa publikuje wiele dokumentów, dotyczących również niektórych aspektów funkcjonowania rynków kapitałowych.

Raport Angella

W 1980 r. Grupa Dziesięciu powołała Grupę Ekspertów ds. Systemów Płatności (Expert Group on Payment Systems). W lutym 1989 r. Grupa, której przewodniczył wówczas Wayne Angell¹¹, wydała dokument pt. „Raport nt. systemów kompensacji” (Raport Angella)¹². Raport badał wpływ systemów kompensowania m.in. na efektywność i bezpieczeństwo funkcjonowania międzynarodowych rynków finansowych. Zidentyfikowano w nim m.in. cztery podstawowe formy kompensacji dwustronnej i wielostronnej oraz podstawowe rodzaje ryzyka związane z wykorzystaniem kompensacji do rozliczeń i rozrachunku transakcji, których przedmiotem są papiery wartościowe¹³.

Raport Lamfalussy'ego z 1990 r.

W 1989 r. banki centralne należące do Grupy Dziesięciu powołały Komitet ds. Międzybankowych Systemów Kompensacji (Committee on Interbank Netting Schemes), na którego czele stanął Alexandre Lamfalussy¹⁴. Celem działania Komitetu było przeprowadzenie analizy w zakresie wielostronnych, transgranicznych systemów kompensacji operacji przeprowadzanych w różnych walutach i zaproponowanie Grupie Dziesięciu sposobu sprawowania przez banki centralne nadzoru systemowego (*oversight*) nad ww. systemami. Efektem tych prac był opublikowany w listopadzie 1990 r. dokument pt. „Raport Komitetu Międzybankowych Systemów Kompensacji banków centralnych państw Grupy Dziesięciu” (zwany dalej Raportem Lamfalussy'ego z 1990 r.)¹⁵. Zawierał on dwie grupy standardów: sześć standardów minimal-

⁹ Organization for Economic Co-operation and Development.

¹⁰ Szwajcaria, która początkowo miała status obserwatora, w 1984 r. uzyskała jako 11. państwo członkostwo w Grupie.

¹¹ Dr Wayne D. Angell pełnił m.in. funkcje Dyrektora Banku Rezerwy Federalnej w Kansas City (1979–1985), Członka Izby Reprezentantów Stanu Kansas (1961–1967) oraz członka Rady Gubernurów Systemu Rezerwy Federalnej USA (1986–1994).

¹² *Report on netting schemes.*

¹³ Ryzyko kredytowe (*credit risk*), płynności (*liquidity risk*), rozrachunku (*settlement risk*) i systemowe (*systemic risk*).

¹⁴ Alexandre Lamfalussy pełnił m.in. funkcje Dyrektora Generalnego BIS (1985–1993) oraz pierwszego Prezydenta Europejskiego Instytutu Monetarnego (1994–1997).

¹⁵ *Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the central banks of the Group of Ten countries*, <http://www.bis.org/publ/cpss04.htm>

nych dla systemów działających na zasadzie netto (*Minimum standards for netting schemes*) oraz pięć zasad sprawowania nadzoru we współpracy z innymi instytucjami (*Principles for cooperative central bank oversight*). Choć Raport Lamfalussy'ego z 1990 r. nie odnosił się bezpośrednio do SRPW, to jednak większość zawartych w nim standardów mogła mieć do nich zastosowanie. Dogłębną analizę możliwości zastosowania Raportu Lamfalussy'ego z 1990 r. do SRPW zawiera opublikowany dwa lata później przez BIS raport pt. *Delivery versus payment in securities settlement systems*¹⁶. Na podstawie określonych w nim zasad sprawowania nadzoru wiele lat później zostały opracowane zasady sprawowania nadzoru także nad SRPW.

CPSS

Na podstawie zaleceń Raportu Lamfalussy'ego z 1990 r. Grupa Dziesięciu utworzyła w 1990 r. Komitet ds. Systemów Płatności i Rozrachunku (CPSS)¹⁷. Jest on jednym z czterech działających przy BIS komitetów stałych¹⁸ banków centralnych; przejął zadania Grupy Ekspertów ds. Systemów Płatności. W skład CPSS wchodzi przedstawiciele EBC oraz banków centralnych Belgii, Kanady, Francji, Niemiec, Hongkongu, Włoch, Japonii, Holandii, Singapuru, Szwecji, Szwajcarii, Wielkiej Brytanii, FRBNY¹⁹, a także członkowie Rady Gubernatorów Systemu Rezerwy Federalnej USA. Na prośbę Grupy Dziesięciu CPSS prowadzi badania nad skutecznością i bezpieczeństwem funkcjonowania systemów płatności²⁰ oraz rozliczeń i rozrachunku papierów wartościowych, przede wszystkim w zakresie ich wpływu na najważniejsze rynki finansowe. Swoje zadania dotyczące SRPW Komitet realizuje częściowo przy współpracy z takimi organizacjami, jak Międzynarodowa Organizacja Komisji Papierów Wartościowych (IOSCO)²¹.

Podstawową część publikacji CPSS stanowią raporty analityczne, które dotyczą m.in. systemów rozliczeń i rozrachunku papierów wartościowych oraz instrumentów pochodnych i związanych z ich funkcjonowaniem wysokokwotowych systemów płatności. Na temat rozliczeń i rozrachunku papierów wartościowych CPSS opublikował dotychczas m.in. następujące dokumenty: *Delivery versus payment in securities settlement systems* (1992 r.), *Cross-Border Securities Settlements* (marzec 1995 r.), *Disclosure framework for securities settlement systems* (luty 1997 r., we współpracy z IOSCO²²), *Securities lending transactions: market developments and implications* (lipiec 1999 r., we współpracy z IOSCO), *Recommendations for Securities Settlement Systems* (listopad 2001 r., we współpracy z IOSCO) i *Recommendations for central counterparties* (listopad 2004 r., we współpracy z IOSCO) oraz *Central bank oversight of payment and settlement systems* (maj 2005 r.).

Do najważniejszych raportów CPSS, które pośrednio dotyczą funkcjonowania SRPW, należą następujące publikacje: *Central Bank Payment and Settlement Services with respect to Cross-Border and Multi-Currency Transactions* (tzw. Raport Noëla, wrzesień 1993 r.), *Payment Systems in the*

¹⁶ Na temat raportu patrz niżej.

¹⁷ Committee on Payment and Settlement Systems, nazwa jest tłumaczona również jako: Komitet Płatności i Systemu Rozliczeń (por. E. Chrabonszczewska, *Międzynarodowe organizacje finansowe*, SGH Oficyna Wydaw., Warszawa 2005, s. 38).

¹⁸ Oprócz Bazylejskiego Komitetu ds. Nadzoru Bankowego (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS), Komitetu ds. Globalnych Systemów Finansowych (Committee on the Global Financial System, CGFS) oraz Komitetu Rynków (Markets Committee).

¹⁹ Federal Reserve Bank of New York.

²⁰ Na temat systemów płatności CPSS opublikował wiele opracowań znanych jako Czerwona Księga (*Red Book*) oraz m.in. raport pt. „Podstawowe zasady dla systemowo ważnych systemów płatności” (*Core principles for systemically important payment systems*) opublikowany w styczniu 2001 r.

²¹ International Organization of Securities Commissions.

²² Na temat raportów przygotowanych przez CPSS we współpracy z IOSCO patrz punkt 3.2.2.3 „Wspólne inicjatywy BIS i IOSCO”.

Group of Ten Countries (grudzień 1993 r.), *Settlement Risk in Foreign Exchange Transactions* (tzw. Raport Allsoppa, marzec 1996 r.), *Real-Time Gross Settlement Systems* (marzec 1997 r.), *Clearing arrangements for exchange-traded derivatives* (marzec 1997 r.), *Core Principles for Systematically Important Payment Systems* (styczeń 2001 r.), *New developments in large-value payment systems* (maj 2005 r.), *Cross-border collateral arrangements* (styczeń 2006 r.), *General guidance for national payment system development* (styczeń 2006 r.) i *New developments in clearing and settlement arrangements for OTC derivatives* (marzec 2007 r.).

Raport na temat DvP

Po kryzysie na rynkach kapitałowych w 1987 r. banki centralne Grupy Dziesięciu rozpoczęły prace nad umocnieniem i ujednoczeniem funkcjonowania systemów rozrachunku papierów wartościowych. W związku z powyższym z inicjatywy CPSS została powołana grupa ekspertów pod kierownictwem Patricka Parkinsona, której powierzono zadanie przeanalizowania wybranych zagadnień związanych z funkcjonowaniem SRPW. Wynikiem prac grupy był raport pt. *Delivery versus payment in securities settlement systems* z września 1992 r. (dalej zwany Raportem nt. DvP). Po raz pierwszy przedstawiono w nim dogłębną analizę rozrachunku na zasadzie DvP w ramach SRPW. Określono trzy alternatywne modele organizacji rozrachunku na zasadzie DvP: rozrachunek brutto w papierach wartościowych i środkach pieniężnych (Model 1 BIS), rozrachunek brutto w papierach wartościowych i rozrachunek netto w środkach pieniężnych (Model 2 BIS) oraz rozrachunek netto w papierach wartościowych i środkach pieniężnych (Model 3 BIS). Ponadto Raport wskazywał na ryzyko płynności (*liquidity risk*) i ryzyko kredytowe (*credit risk*) w SRPW oraz stosowane przez te systemy sposoby zarządzania ww. rodzajami ryzyka. Ostatnią część Raportu poświęcono analizie wpływu organizacji i funkcjonowania SRPW na politykę banków centralnych, której celem jest zapewnienie stabilności finansowej. Raport zawierał propozycję wykorzystania standardów zawartych w Raporcie Lamfalussy'ego z 1990 r. dotyczących systemów płatności netto w funkcjonowaniu SRPW w celu ograniczenia ryzyka systemowego w tych systemach.

Rozrachunek transgraniczny

Raport nt. DvP został w całości poświęcony rozrachunkowi transakcji, których przedmiotem są papiery wartościowe, za pośrednictwem bezpośrednich uczestników w ramach jednego SRPW. Z kolei raport pt. *Cross-Border Securities Settlements*, opracowany przez kolejną grupę ekspertów również pod przewodnictwem P. Parkinsona i opublikowany w marcu 1995 r., opisywał mechanizmy rozrachunku transakcji transgranicznych, których liczba zaczęła wówczas wzrastać i zyskiwać na znaczeniu. W raporcie zidentyfikowano podstawowe kanały przeprowadzania rozrachunku transakcji transgranicznych, tj. rozrachunek:

- za pomocą bezpośredniego dostępu do centralnej instytucji depozytowej w kraju emisji papierów wartościowych będących przedmiotem nabycia,
- za pośrednictwem lokalnego agenta, będącego bezpośrednim uczestnikiem centralnej instytucji depozytowej kraju emisji ww. papierów wartościowych,
- za pośrednictwem globalnego powiernika (*global custodian*) powiązanego z lokalnym agentem jako subpowiernikiem,
- za pomocą międzynarodowej centralnej instytucji depozytowej (ICSD) mającej połączenie międzysystemowe z centralną instytucją depozytową kraju emisji ww. papierów wartościowych,
- za pomocą centralnej instytucji depozytowej mającej połączenie międzysystemowe z centralną instytucją depozytową kraju emisji ww. papierów wartościowych.

Ponadto w Raporcie przeprowadzono analizę ryzyka związanego z wykorzystaniem poszczególnych sposobów oraz skutków takiego rozrachunku dla polityki finansowej banków centralnych.

Nadzór banków centralnych nad systemami płatności i rozrachunku

W maju 2005 r. został opublikowany raport pt. *Central bank oversight of payment and settlement systems*. Jest on bardzo istotny z punktu widzenia bezpieczeństwa funkcjonowania systemów płatności i SRPW. Przygotowała go grupa robocza pod kierownictwem Martina Anderssona z Banku Szwecji. W Raporcie po raz pierwszy kompleksowo ujęto temat efektywnego sprawowania przez banki centralne nadzoru w znaczeniu *oversight* nad systemami płatności i SRPW. Omówiono m.in. przyczyny, potrzebę, podstawy, zakres oraz sposoby sprawowania tego nadzoru przez banki centralne. Polega on na podejmowaniu czynności obejmujących monitorowanie (*monitoring*) i ocenę (*assessment*) systemów oraz wprowadzanie zmian (*inducing changes*) w systemach. Raport wskazuje m.in., że systemy płatności i SRPW są głównym elementem infrastruktury finansowej państwa. Niezwykle ważne jest zatem, zwłaszcza dla banków centralnych, odpowiedzialnych za prawidłowe funkcjonowanie systemu finansowego, aby działały w sposób bezpieczny i efektywny. Ponadto Raport określa 10 zasad sprawowania takiego nadzoru przez banki centralne samodzielnie (Ogólne zasady nadzoru systemowego: przejrzystość, standardy międzynarodowe, efektywne uprawnienia i możliwości, zgodność i współpraca z innymi władzami) oraz na płaszczyźnie międzynarodowej we współpracy z innymi bankami i instytucjami (Zasady sprawowania nadzoru systemowego we współpracy międzynarodowej: powiadomienia, podstawowa odpowiedzialność, ocena systemu jako całości, mechanizmy rozrachunkowe i niesolidne systemy). Zasady sprawowania międzynarodowego nadzoru we współpracy z innymi instytucjami zostały opracowane na podstawie standardów zawartych w Raporcie Lamfalussy'ego z 1990 r.

3.2.2.2. Role IOSCO

IOSCO powstała w 1983 r.²³ jako następcza regionalnej organizacji zrzeszającej komisje papierów wartościowych w Ameryce²⁴. Ponieważ był to okres globalizacji rynków kapitałowych i szybkiego wzrostu inwestycji międzynarodowych, już w następnym roku do Organizacji przyłączyły się pierwsze organy nadzorcze spoza kontynentu amerykańskiego, m.in. z Francji, Indonezji, Korei i Wielkiej Brytanii. Obecnie IOSCO jest największą²⁵ i najważniejszą organizacją międzynarodową zajmującą się współpracą między organami nadzorującymi rynek kapitałowy i wprowadzaniem standardów w tym zakresie. Organizacja składa się z czterech komitetów regionalnych, obejmujących: Europę, Amerykę Północną i Południową, Afrykę i Bliski Wschód oraz region Azji i Pacyfiku. Opublikowała wiele opracowań dotyczących funkcjonowania rynku kapitałowego, m.in. sprawowania nadzoru nad rynkiem, obrotu instrumentami finansowymi (w tym derywatami), działania platform obrotu, działania instytucji finansowych, inwestowania oraz realizacji rozliczeń i rozrachunku operacji na instrumentach finansowych. Poszczególne opracowania odnoszą się często do różnych aspektów funkcjonowania rynków kapitałowych, tj. aspektów prawnych, internacjonalizacji obrotu,

²³ Decyzja o przekształceniu organizacji regionalnej w międzynarodową zapadła na posiedzeniu w Quito w Ekwadorze w kwietniu 1983 r.

²⁴ Organizacja ta została utworzona w latach 70. z inicjatywy regulatora amerykańskiego w celu promowania amerykańskich praktyk regulacji rynku kapitałowego w krajach Ameryki Łacińskiej.

²⁵ Zrzesza organy nadzorcze z ponad 100 różnych państw.

współpracy nadzorców, przejrzystości funkcjonowania rynku czy rozwoju rynków. Raporty dotyczące ostatniego z wymienionych zagadnień przygotowuje specjalny komitet działający w ramach IOSCO – Emerging Markets Committee (wcześniej funkcjonujący pod nazwą Development Committee). Do najważniejszych dokumentów na temat SRPW opublikowanych dotychczas przez Organizację należą: *Clearing and Settlement, Report of Technical Committee* (lipiec 1990 r.), *Clearing and Settlement in Emerging Markets – A Blueprint, Report of the Development Committee* (październik 1992 r.), *Report on Internationalization, Report of the Development Committee* (październik 1993 r.), *Report on Privatization, Report of the Development Committee* (październik 1993 r.), *Clearance and Settlement in the Markets of the Members of the Technical Committee – Implementation of the Group of Thirty Recommendations, Report of the General Secretariat* (raport wznawiany w latach 1993, 1994, 1995 i 1996), *Report on Cooperation Between Market Authorities and Default Procedures* (1996 r., tzw. Raport IOSCO) oraz *Objectives and Principles of Securities Regulation* (1998 r.), który jest obecnie uznawany za wyznacznik zasad regulacji dla wszystkich rynków kapitałowych. Ponadto w 2002 r. Organizacja przyjęła wielostronne porozumienie (IOSCO MOU)²⁶ umożliwiające transgraniczną wymianę informacji między regulatorami rynku.

Clearing and Settlement, Report of Technical Committee

W lipcu 1990 r. IOSCO opublikowała raport pt. *Clearing and Settlement, Report of Technical Committee*. Przygotowano go na podstawie raportu Grupy Trzydziestu²⁷ z 1989 r. Zawiera on 9 rekomendacji dla SRPW. W latach 1993–1996 IOSCO opublikowała kolejne raporty, zatytułowane *Clearance and Settlement in the Markets of the Members of the Technical Committee – Implementation of the Group of Thirty Recommendations, Report of the General Secretariat*, dotyczące zakresu wdrożenia rekomendacji Grupy Trzydziestu.

IOSCO Principles

Opublikowany w 1998 r. dokument pt. *Objectives and Principles of Securities Regulation*²⁸ (zwany dalej *IOSCO Principles*) dotyczy celów i zasad sprawowania przez regulatorów (komisje) nadzoru (także w znaczeniu *oversight*) nad rynkiem papierów wartościowych zarówno na poziomie krajowym, jak i na płaszczyźnie międzynarodowej. Opracowanie opiera się na przekonaniu, że właściwa regulacja rynku powinna ułatwić formowanie kapitału i wzrost gospodarczy. Dokument wskazuje trzy cele, którym ma służyć sprawowanie nadzoru: ochrona inwestorów, zapewnienie sprawiedliwego, efektywnego i przejrzystego funkcjonowania rynku oraz ograniczenie ryzyka systemowego. Praktyczną realizację ww. celów ma zapewnić stosowanie 30 zasad, które powinny zostać zawarte we właściwych przepisach prawnych i na których powinna się opierać regulacja rynku. Zasady te zostały podzielone na osiem kategorii, dotyczących regulatorów, podmiotów samoregulujących (*Self-Regulatory Organizations*, SRO), wprowadzania regulacji papierów wartościowych, współpracy w zakresie regulacji, emitentów, systemów wspólnego inwestowania (*Collective Investment Schemes*, CIS), pośredników na rynku (*Market Intermediaries*) oraz rynku wtórnego. Autorzy opracowania wskazują, że realizacja ww. zasad, chociaż nie zlikwiduje wszelkich zagrożeń i ryzyka związanych z funkcjonowaniem rynku kapitałowego, to jednak pozwoli na znaczne ich ograniczenie.

²⁶ IOSCO Memorandum of Understanding

²⁷ Na temat prac G-30 – patrz punkt 3.2.3.1 „Prace Grupy Trzydziestu”.

²⁸ W 2003 r. dokument został uzupełniony metodologią oceny spełniania zasad w nim wskazanych (*IOSCO Principles Assessment Methodology*).

3.2.2.3. Wspólne inicjatywy BIS i IOSCO

Disclosure framework for securities settlement systems

Pierwszym dokumentem przygotowanym wspólnie przez CPSS i IOSCO była skierowana do SRPW ankieta pt. *Disclosure framework for securities settlement systems*, opublikowana w lutym 1997 r. Dokument został opracowany przez specjalnie w tym celu powołaną w 1996 r. Grupę Roboczą (Working Group on Disclosure by Securities Settlement Systems) złożoną z przedstawicieli sektora publicznego, w tym regulatorów i banków centralnych, oraz sektora prywatnego, m.in. operatorów SRPW, wywodzących się zarówno z rynków rozwiniętych, jak i rozwijających się. Na czele Grupy stanął Adam Gilbert reprezentujący FRBNY. Wspólny raport był wynikiem zainteresowania ryzykiem na lokalnym i międzynarodowym rynku kapitałowym, wyrażanego przez obie organizacje we wcześniej publikowanych przez nie niezależnie opracowaniach²⁹. Celem przygotowania dokumentu było zwiększenie przejrzystości mechanizmów działających na nowoczesnym rynku kapitałowym. Według autorów dokumentu działania w tym kierunku były niezbędne ponieważ mimo rozwoju transgranicznego obrotu papierami wartościowymi nadal istniały znaczne różnice w sposobie funkcjonowania poszczególnych rynków i obsługujących je systemów. Dla uczestników rynku najważniejsze było dokładne zapoznanie się z zasadami i procedurami obowiązującymi w danym systemie. Jednocześnie dotarcie do tych informacji bywało utrudnione ze względu na zróżnicowanie zakresu i formy ich ujawniania przez operatorów systemów. Ankieta, skierowana do operatorów SRPW, przygotowana wspólnie przez CPSS i IOSCO, miała na celu zapewnić uczestnikom rynku, zarówno bezpośrednim, jak i pośrednim, łatwy i wystandaryzowany dostęp do najważniejszych informacji dotyczących funkcjonowania systemu i umożliwić dzięki temu ocenę ryzyka związanego z działalnością na danym rynku. Ankieta dotyczyła następujących informacji nt. funkcjonowania systemów: struktury organizacyjnej i własnościowej, regulaminu i procedur działania, relacji z uczestnikami, połączeń międzysystemowych, procedur przenoszenia środków pieniężnych i papierów wartościowych, gwarancji rozrachunku, rozrachunku transakcji typu *back-to-back* oraz zarządzania ryzykiem. Po wypełnieniu przez operatorów systemów ankieta miała zostać udostępniona uczestnikom rynku, regulatorom i innym zainteresowanym podmiotom. Odpowiedzi na ankietę miały być regularnie, przynajmniej raz w roku aktualizowane przez respondentów. Wielu operatorów systemów rozrachunku udostępniło aktualne odpowiedzi na ankietę na swoich stronach internetowych, umożliwiając dostęp do nich wszystkim zainteresowanym³⁰.

RSSS i RCCP

Najważniejszy wkład CPSS i IOSCO w pogłębienie integracji i poprawę bezpieczeństwa funkcjonowania SRPW stanowią, opracowane przez wspólny Zespół Zadaniowy (Task Force on Securities Settlement Systems)³¹, rekomendacje dla SRPW i CCP dotyczące głównych za-

²⁹ Są to m.in. następujące dokumenty opublikowane przez CPSS: Raport nt. DVP z 1992 r., *Cross-Border Securities Settlements Report* z 1995 r. oraz raporty IOSCO: *Clearing and Settlement, Report of Technical Committee* z 1990 r. (wraz ze wznowieniami w latach 1993–1996), *Clearing and Settlement in Emerging Markets – A Blueprint* z 1992 r. i *Report on Co-operation Between Market Authorities and Default Procedures* z 1996 r.

³⁰ Ankieta dla KDPW znajduje się pod adresem: http://www.kdpw.com.pl/informacje/pliki/inf_ankiety/D_framework_2007.pdf, a ankieta dla RPW znajduje się pod adresem: http://www.nbp.pl/en/System_platniczy/disclosure_framework_012008.pdf.

³¹ Kierowany przez współprzewodniczących: Patricka Parkinsona (FRBNY, USA), Shane'a Tregillisia (*Securities and Investments Commission*, Australia) i Giovanniego Sabatini (*Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*, Włochy).

sad ich organizacji i funkcjonowania. Podstawą opracowania tych zaleceń były rekomendacje wydane przez G-30 i ISSA³², uzupełnione dziesięcioma nowymi punktami o charakterze bardziej technicznym.

Opublikowany w listopadzie 2001 r. raport pt. „Rekomendacje dla Systemów Rozrachunku Papierów Wartościowych” (RSSS)³³ obejmuje 19 rekomendacji skierowanych zarówno do lokalnych systemów, jak i systemów działających transgranicznie oraz ankietę mającą umożliwić poszczególnym państwom ocenę stopnia dostosowania weryfikowanych systemów do rekomendacji. Ocenę spełniania rekomendacji przez SRPW powierzono regulatorom i nadzorcom (*overseers*) systemów. W listopadzie 2002 r. raport został uzupełniony metodologią oceny stopnia dostosowania systemów do ww. rekomendacji. Raport obejmuje grupy rekomendacji (wydzielone m.in. według kryterium rodzaju generowanego ryzyka) odnoszące się do: ryzyka prawnego, ryzyka przedrozrachunkowego (*pre-settlement*), ryzyka rozrachunkowego, ryzyka operacyjnego i ryzyka depozytowego, a także do zarządzania, dostępu do systemów, przejrzystości i nadzoru (*oversight*). Stworzenie rekomendacji dla SRPW było szczególnie ważne ze względu na gwałtowny rozwój wewnętrznego i transgranicznego obrotu papierami wartościowymi. Były to ponadto pierwsze, po opublikowanych w 1989 r. Standardach Grupy Trzydziestu, rekomendacje kompleksowo regulujące funkcjonowanie SRPW. W porównaniu ze Standardami Grupy Trzydziestu RSSS są aktualniejsze oraz rozszerzają zakres regulacji SRPW o takie sfery funkcjonowania, jak podstawy prawne rozrachunku, przejrzystość, dostęp, zarządzanie (*governance*), regulacja i nadzór (*oversight*).

W listopadzie 2004 r. opublikowany został drugi z ww. raportów pt. „Rekomendacje dla Centralnych Kontrpartnerów” (RCCP)³⁴. Był to pierwszy tego typu dokument poświęcony w całości CCP. Raport obejmuje 15 rekomendacji odzwierciedlających ryzyko związane z funkcjonowaniem CCP i metodologię oceny ich realizacji.

3.2.3. Międzynarodowe inicjatywy branżowe

3.2.3.1. Prace Grupy Trzydziestu

Utworzona w 1978 r. tzw. Grupa Trzydziestu (Consultative Group on International Economic and Monetary Affairs, Inc., Group of Thirty, G-30) to prywatna międzynarodowa grupa ekspertów ekonomicznych i finansowych, analizująca światowe problemy gospodarcze oraz poszukująca możliwości ich rozwiązania. Grupa spotyka się dwa razy do roku na sesjach plenarnych, a ponadto organizuje liczne seminaria i sympozja. Publikuje również opracowania dotyczące różnych aspektów gospodarki światowej, a także powołuje komitety i grupy robocze prowadzące szczegółowe analizy wybranych problemów. Jednym z obszarów zainteresowań Grupy są rozliczenia i rozrachunek papierów wartościowych.

Krach na rynkach papierów wartościowych z 1987 r. unaoczniał wpływ nagłych zmian kursów na procesy posttransakcyjne i uświadomił konieczność wzmocnienia stabilności i bezpieczeństwa systemów rozliczeń i rozrachunku. W 1989 r. Grupa opublikowała opracowanie zatytułowane *Clearance and Settlement Systems in the World's Securities Markets*, zawierające 9 rekomendacji dotyczących zasad prowadzenia rozliczeń i rozrachunku, w tym: terminu potwierdzania warunków transakcji pomiędzy uczestnikami rynku (nie dłuższy niż T + 1), utworzenia w każdym kraju depozytu papierów wartościowych oraz wprowadzenia mechanizmu

³² Patrz punkt 3.2.3.2 „Prace ISSA”.

³³ *Recommendations for Securities Settlement Systems*.

³⁴ *Recommendations for central counterparties*.

nettingu, wprowadzenia DvP oraz umożliwienia dostępu do środków pieniężnych w dniu rozrachunku, prowadzenia rozrachunku w terminie T+3, rozwoju pożyczek papierów wartościowych jako metody poprawy płynności rozrachunku oraz przyjęcia przez wszystkie kraje standardu ISO w zakresie nadawania kodów papierom wartościowym oraz formatów komunikatów. Rekomendacje G-30 spotkały się z szerokim odzewem na świecie ze względu na zainteresowanie krajowych regulatorów zaprezentowaniem swoich rynków w środowisku banków międzynarodowych jako rynków bezpiecznych i zasługujących na uwagę inwestorów zagranicznych. Rekomendacje te, chociaż nie zostały w pełni wprowadzone na wszystkich rynkach, w znacznym stopniu przyczyniły się do zmian infrastruktury depozytowo-rozliczeniowej w wielu krajach. W marcu 1990 r. zorganizowano w Londynie konferencję poświęconą tej publikacji i zawartym w niej rekomendacjom. Ich realizacja była następnie monitorowana (za pośrednictwem kwestionariuszy wypełnianych przez regulatorów rynków) i prezentowana w dokumentach *Clearance and Settlement Systems: Status Reports, Spring 1990*, *Clearance and Settlements Systems: Status Reports, Year End 1990* i *Clearance and Settlement Systems Status Reports: Autumn 1992*.

Ponadto Grupa opublikowała w 1993 r. opracowanie dotyczące rynku instrumentów pochodnych pt. *Derivatives: Practices and Principles*. Opisała w nim rozwijający się w tym czasie nowy segment rynku i przedstawiła 20 rekomendacji dla dealerów i inwestorów oraz sugestie dotyczące nadzoru i regulacji. Uzupełnieniem publikacji były zestawienia informacji na temat praktyk rynkowych dotyczących instrumentów pochodnych *Survey of Industry Practice* (1993 r.) i *Follow-Up Surveys of Industry Practice* (1994 r.).

W styczniu 2003 r. G-30 opublikowała raport pt. *Global Clearing and Settlement – a plan of action*, zawierający postulat podjęcia globalnej reformy rozliczeń i rozrachunku, mającej na celu utworzenie efektywniejszej infrastruktury rozliczeniowo-rozrachunkowej. Reforma ta miała obejmować m.in.: opracowanie i wprowadzenie w życie globalnych standardów technologicznych i operacyjnych, poprawę praktyki zarządzania ryzykiem, dalszą harmonizację środowiska prawnego i regulacyjnego na świecie oraz poprawę zarządzania instytucjami świadczącymi usługi rozliczeniowe i rozrachunkowe. Dokument zawierał 20 rekomendacji, których wprowadzenie w ciągu 5–7 lat miało wpłynąć na poprawę bezpieczeństwa i efektywności międzynarodowych rynków papierów wartościowych. Grupa powołała Komitet Monitorujący (G-30 Monitoring Committee), który miał za zadanie nadzorować postęp w realizacji przedstawionych zaleceń, oraz grupy robocze pracujące nad poszczególnymi rekomendacjami, złożone z przedstawicieli organizacji infrastruktury rynku kapitałowego z całego świata.

W maju 2006 r. Grupa Trzydziestu opublikowała raport końcowy *Global Clearing and Settlement: Final Monitoring Report*, zamykający pracę Komitetu Monitorującego. Raport wskazuje na obszary, w których zanotowano postęp w stosunku do stanu opisanego w pierwszym raporcie Grupy z 2003 r., oraz problemy do rozwiązania, takie jak: nieefektywność przekazywania informacji o transakcjach i rozrachunku (ze względu na brak globalnych standardów komunikatów w tej dziedzinie), brak pełnej dematerializacji papierów wartościowych (wskazano na konieczność zmian procesów i kultury biznesowej oraz przepisów prawa) oraz brak synchronizacji systemów rozrachunku papierów wartościowych i systemów płatności w skali światowej.

3.2.3.2. Prace ISSA

Stowarzyszenie ISSA (International Securities Services Association) jest prywatną organizacją zrzeszającą instytucje rynku kapitałowego (banki-depozytariuszy, izby rozliczeniowe, depozyty papierów wartościowych, giełdy i brokerów). Powstało w 1979 r. z inicjatywy ban-

ków Citibank, Deutsche Bank i UBS, jako forum dyskusji i wymiany informacji pomiędzy ich przedstawicielami odpowiedzialnymi za działalność tych banków na rynku kapitałowym. Później dołączyli do nich także przedstawiciele instytucji infrastruktury rynku. Organizacja liczy obecnie 91 członków z 46 krajów. Stowarzyszenie organizuje coroczne seminaria poświęcone usługom związanym z przechowywaniem papierów wartościowych. Raporty z seminariów są cennym źródłem informacji na temat praktyk światowych w tym zakresie. Ponadto stowarzyszenie przez wiele lat publikowało *ISSA Handbook*, stanowiący cenne źródło szczegółowej wiedzy operacyjnej na temat światowych rynków papierów wartościowych. Ostatnie, ósme wydanie *Handbook* ukazało się w 2004 r.; nie przewiduje się kontynuacji tej publikacji.

Ze względu na fakt, że wielu członków ISSA bierze udział w pracach G-30, obie te organizacje blisko ze sobą współpracują. W 1988 r. ISSA opublikowała 4 rekomendacje, które stanowiły wstęp do wydania w następnym roku rekomendacji G-30. Gdy w połowie lat 90. pojawiła się potrzeba aktualizacji rekomendacji opracowanych przez Grupę Trzydziestu, ISSA dokonała przeglądu tych rekomendacji, którego wynikiem było opublikowanie w 1995 r. uaktualnionych *G-30/ISSA Recommendations*. Zmiany zachodzące na rynku spowodowały potrzebę kolejnej rewizji wydanych zaleceń. W 2000 r. ISSA opublikowała *ISSA Recommendations 2000* – listę 8 rekomendacji skupiających się na kwestiach efektywności operacyjnej systemów rozliczeń i rozrachunku, zarządzania ryzykiem oraz kosztów oferowanych usług. Rok później opracowano raport na temat spełniania rekomendacji na świecie. W 2004 r. Stowarzyszenie uzyskało ze strony G-30 mandat do monitorowania realizacji 5 z 20 rekomendacji zawartych w raporcie Grupy z 2003 r.

ISSA koordynuje prace nad ujednoceniem danych referencyjnych oraz automatyzacją i standaryzacją obsługi aktywów (w tym – operacji na papierach wartościowych). Współpracuje w tym zakresie z podmiotami rynkowymi i instytucjami infrastruktury z całego świata (m.in. z Europejskim Stowarzyszeniem Centralnych Kontrpartnerek³⁵ EACH i Europejskim Stowarzyszeniem Centralnych Depozytów Papierów Wartościowych³⁶ ECSDA), uwzględniając kierunki prac podejmowanych w ramach inicjatyw regionalnych (UE).

3.2.3.3. Prace SMPG

W lipcu 1998 r. pod patronatem SWIFT powstała organizacja Securities Market Practice Group (SMPG). SMPG zrzesza przedstawicieli 35 krajów, w tym Polski. Spotkania plenarne SMPG odbywają się dwa razy w roku. Celem organizacji jest opracowanie standardów i praktyk rynkowych umożliwiających osiągnięcie pełnej automatyzacji procesów (STP) związanych z rozliczeniem, rozrachunkiem papierów wartościowych oraz realizacją wynikających z nich praw zarówno na rynku krajowym, jak i międzynarodowym. W ramach SMPG utworzono 4 grupy tematyczne odpowiadające za analizę praktyk rynkowych i opracowanie standardów:

- *Trade Initiation and Confirmation* (inicjowanie i uzgadnianie warunków transakcji, TIC),
- *Settlement and Reconciliation* (rozrachunek transakcji, S&R),
- *Corporate Actions* (realizacja praw z papierów wartościowych, CA),
- *Investment Funds* (obsługa funduszy inwestycyjnych).

W ramach SMPG powołane zostały również krajowe grupy National Market Practice Group (NMPG), których uczestnikami są brokerzy, zarządzający funduszami, banki powiernicze, instytucje depozytowe i regulatorzy rynków krajowych. Ich zadaniem jest analiza i udo-

³⁵ European Association of Central Counterparty Clearing Houses

³⁶ European Central Securities Depositories Association

kumentowanie praktyk stosowanych na danym rynku lokalnym. SWIFT następnie zbiera te informacje, definiuje wspólne elementy oraz praktyki charakterystyczne dla poszczególnych rynków i poszukuje możliwości ich harmonizacji. Dokumenty opisujące praktyki poszczególnych rynków są publikowane na stronie internetowej SMPG. Do połowy 2008 r. opublikowano opis praktyk rynkowych dla rozrachunku transakcji, niektórych aspektów realizacji praw z papierów wartościowych (np. przepływ komunikatów, głosowanie przez reprezentanta) oraz inicjowania i potwierdzania podstawowych transakcji. W pozostałych obszarach prace są nadal prowadzone.

3.3. Inicjatywy podejmowane w ramach UE

3.3.1. Rada Europejska i Rada Unii Europejskiej

Celem polityki UE w zakresie rynków finansowych jest utworzenie wspólnego europejskiego rynku usług finansowych w ramach tzw. jednolitego rynku. Podstawowym dokumentem wyrażającym stanowisko Rady Europejskiej (RE) w sprawie ogólnych kierunków rozwoju europejskiego rynku finansowego jest, przyjęty w marcu 2000 r. na posiedzeniu RE w Lizbonie, plan rozwoju UE nazywany Strategią lizbońską. Podstawowym celem wprowadzenia planu (obejmującego lata 2000–2010) było podjęcie działań zmierzających do zwiększenia konkurencyjności i dynamiki gospodarki UE opartej na wiedzy i innowacyjności. Cele Strategii mają zostać osiągnięte m.in. dzięki wzmocnieniu inicjatyw w zakresie liberalizacji i integracji rynków, w tym rynków finansowych. Działania przewidziane w Strategii są realizowane poprzez przyjmowanie wiążących aktów prawnych oraz przez ustanawianie wspólnych celów i przenoszenie ich do programów narodowych i regionalnych. Każdego roku na wiosenne posiedzenie RE Komisja Europejska przygotowuje raport okresowy analizujący zaawansowanie państw członkowskich w realizacji celów wytyczonych w Strategii³⁷.

Infrastruktura organizacyjna części aparatu Rady Unii Europejskiej (RUE) działającego na potrzeby europejskiego rynku finansowego jest skoncentrowana wokół Rady ds. Gospodarczych i Finansowych (Economic and Financial Affairs Council, ECOFIN), która stanowi jedną z dziewięciu Rad Branżowych RUE. Tworzą ją ministrowie ds. gospodarczych i finansów państw członkowskich UE.

EFC

Przy RUE działa Komitet Ekonomiczno-Finansowy (Economic and Financial Committee, EFC) utworzony na podstawie Traktatu z Maastricht. W skład EFC wchodzi po dwóch przedstawicieli każdego z państw członkowskich, KE oraz EBC, wybieranych spośród ekspertów w dziedzinie gospodarki i finansów. Podstawowym zadaniem EFC jest śledzenie sytuacji gospodarczej i finansowej państw członkowskich i UE oraz regularne składanie RUE i KE sprawozdania na ten temat. Ponadto EFC stanowi forum dialogu między RUE i EBC, prowadzonego przez urzędników wyższego szczebla.

³⁷ Choć Strategia lizbońska jest uważana za najważniejszy istniejący obecnie program społeczno-gospodarczy UE, jej realizacja jest oceniana krytycznie. W 2004 r. specjalny zespół pod kierownictwem Wima Koka, byłego premiera Holandii, opracował raport podsumowujący dotychczasowe rezultaty Strategii. Według słów byłego przewodniczącego KE, włoskiego polityka Romano Prodiego, konkluzja raportu jest pesymistyczna: od czasu szczytu lizbońskiego dystans pomiędzy UE a USA jeszcze się powiększył. Ze względu na niezadowolające postępy w realizacji Strategii lizbońskiej została ona w 2005 r. przeformułowana.

FSC

W lutym 2003 r. w miejsce dotychczas działającej przy KE Grupy ds. Polityki Usług Finansowych (Financial Services Policy Group, FSPG), powołano przy RUE Komitet ds. Usług Finansowych (Financial Services Committee, FSC), w którego skład wchodzi wysokiej rangi przedstawiciele resortów finansów państw członkowskich. Status obserwatora ma w nim m.in. EBC. Podstawowym zadaniem Komitetu jest doradzanie ECOFIN m.in. w zakresie integracji finansowej (w tym monitorowanie postępu w realizacji założeń kolejnych programów integracyjnych UE) rozliczeń i rozrachunku oraz ładu korporacyjnego w odniesieniu do rynków finansowych.

3.3.2. Komisja Europejska

3.3.2.1. Dyrektywy

Sfera rozliczeń i rozrachunku transakcji, których przedmiotem są papiery wartościowe, nie została do tej pory kompleksowo uregulowana na poziomie UE. Niemniej jednak w ciągu ostatnich 15 lat pojawiło się kilka dyrektyw w pewnym stopniu dotyczących tej problematyki. Pierwszą dyrektywą, stanowiącą podstawę dalszych, bardziej szczegółowych uregulowań, była dyrektywa Rady z 1993 r. w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych³⁸ (*Investment Services Directive*, ISD), która weszła w życie 1 stycznia 1996 r. Regulowała ona funkcjonowanie firm inwestycyjnych oraz rynków obrotu papierami wartościowymi. Dyrektywa ta wyeliminowała podstawowe bariery prawne istniejące w zakresie wspólnego rynku papierów wartościowych w UE. Przede wszystkim umożliwiła firmom inwestycyjnym zarejestrowanym w którymkolwiek z państw członkowskich prowadzenie działalności na obszarze całej UE dzięki wprowadzeniu tzw. jednolitego paszportu europejskiego (*single passport*). Ponadto w ISD podjęto próbę liberalizacji dostępu do rynków regulowanych funkcjonujących w poszczególnych państwach członkowskich, co ułatwiło obrót papierami wartościowymi wyemitowanymi w jednym państwie członkowskim na obszarze całej UE. Dyrektywa ISD wprowadziła też możliwość zdalnego uczestnictwa firm inwestycyjnych w zagranicznych rynkach regulowanych. Warto przy tym zauważyć, że to właśnie ISD wprowadziła powszechnie dziś stosowany w środowisku finansowym termin rynku regulowanego, obejmującego zarówno tradycyjne giełdy (rynek kasowy), jak i platformy obrotu instrumentami pochodnymi (rynek terminowy). Do czynności posttransakcyjnych ISD odnosiła się bardzo ogólnie, stwierdzając, że wszelkie regulacje dyrektywy dotyczące dostępu do rynków regulowanych i uczestnictwa w nich mają również zastosowanie do podmiotów wykonujących czynności w zakresie rozliczeń i rozrachunku dla tych rynków.

W związku z wprowadzeniem wspólnej waluty euro oraz rozwojem nowych technologii skutkujących istotnymi zmianami technicznymi funkcjonowania platform obrotu i systemów rozliczeń i rozrachunku pojawiła się potrzeba wypracowania nowych ram prawnych dla europejskiego rynku kapitałowego. W rezultacie prac legislacyjnych podjętych przez KE w kwietniu 2004 r.³⁹ dyrektywę ISD zastąpiła dyrektywa w sprawie rynków instrumentów finansowych (*Markets in Financial Instruments Directive*, MiFID). Potwierdziła ona i rozszerzyła

³⁸ Dyrektywa Rady 93/22/EWG z 10 maja 1993 r. w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych.

³⁹ Przy czym termin wprowadzenia dyrektywy do prawa krajowego ustalono na 31 stycznia 2007 r., natomiast firmy inwestycyjne miały dostosować się do nowych regulacji do listopada 2007 r.

podstawowe założenia ISD oraz wprowadziła nowe zasady, zmierzające do pełniejszej realizacji jednolitego rynku w ramach UE. Dyrektywa MiFID zwiększa możliwości zawierania transakcji poza rynkiem regulowanym, wprowadzając regulacje dotyczące rynku ASO oraz definiując działalność typu *systematic internaliser*⁴⁰. Ponadto zawiera wiele przepisów mających na celu zapewnienie lepszej ochrony inwestorów na rynku kapitałowym. Między innymi dyrektywa zobowiązała firmy inwestycyjne do jak najlepszej realizacji (*best execution*) zleceń składanych przez klientów oraz wprowadziła przepisy szczegółowo regulujące kwestię przejrzystości przed- i posttransakcyjnej. W zakresie czynności posttransakcyjnych najważniejszym *novum*, które pojawiło się w dyrektywie, było wprowadzenie zasady swobodnego dostępu zagranicznych firm inwestycyjnych do systemów rozliczeń i rozrachunku w danym kraju oraz prawa wyboru przez uczestników rynków regulowanych systemu rozrachunku dla transakcji zawartych na tym rynku⁴¹. W tym zakresie dyrektywa wprowadziła zasadę, że kryteria dostępu do ww. systemów powinny być jednakowe dla lokalnych i zagranicznych firm inwestycyjnych oraz że państwa członkowskie nie mogą ograniczać dostępu do ww. usług wyłącznie do transakcji zawartych na rynku krajowym. Ponadto państwa członkowskie powinny zagwarantować, aby operatorzy rynków regulowanych funkcjonujących na ich terytorium dawali wszystkim swoim uczestnikom prawo wyznaczenia systemu rozrachunku transakcji zawartych na danym rynku⁴². Dyrektywa przyznała również operatorom rynków regulowanych⁴³ oraz ASO⁴⁴ prawo wyboru zagranicznego systemu rozliczeniowego i rozrachunkowego do obsługi części lub całości transakcji zawartych na danym rynku krajowym. Podstawowym celem wprowadzenia ww. przepisów do dyrektywy było ułatwienie realizacji transakcji transgranicznych w ramach UE oraz stworzenie warunków konkurencji w tym sektorze rynku. Dyrektywa MiFID została częściowo wprowadzona do polskiego systemu prawnego przy okazji prac nad trzema ustawami regulującymi funkcjonowanie polskiego rynku kapitałowego⁴⁵. W chwili wydania niniejszej publikacji toczą się prace legislacyjne zmierzające do pełnego wdrożenia przepisów dyrektywy.

Kolejną po ISD regulacją istotną z punktu widzenia czynności posttransakcyjnych była przyjęta w maju 1998 r. dyrektywa w sprawie ostateczności rozrachunku papierów wartościowych (*Settlement Finality Directive, SFD*)⁴⁶, która weszła w życie 11 grudnia 1999 r. Podstawą dla opracowania dyrektywy stał się dla KE Raport Lamfalussy'ego z 1990 r.⁴⁷, w którym po raz pierwszy został sformułowany problem ochrony rozrachunku, a w szczególności wyników kompensacji dokonywanej w ramach rozliczeń. Standard pierwszy Raportu przewidywał, że kompensacja powinna być bezpośrednio uregulowana w systemach prawnych poszczególnych państw członkowskich⁴⁸. Głównym celem SFD była minimalizacja ryzyka sys-

⁴⁰ Art. 4 ust. 1 pkt 7 dyrektywy MiFID *systematic internaliser* to firma inwestycyjna, która w sposób zorganizowany, częsty i systematyczny, na własny rachunek realizuje zlecenia klientów poza rynkiem regulowanym czy ASO.

⁴¹ Zgodnie z art. 34 MiFID.

⁴² Jest to uwarunkowane istnieniem połączeń międzysystemowych oraz odpowiednią organizacją nadzoru w państwach członkowskich. Jednocześnie dyrektywa przyznaje operatorowi systemu rozliczeniowego lub rozrachunkowego prawo odmowy świadczenia takiej usługi na podstawie uzasadnionych przesłanek natury biznesowej.

⁴³ Art. 46 ust. 1 MiFID.

⁴⁴ Art. 35 ust. 1 MiFID.

⁴⁵ Ustawa z 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. Nr 183, poz. 1538, ze zm.), ustawa z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. Nr 184, poz. 1539, ze zm.) oraz ustawa z 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. Nr 183, poz. 1537, ze zm.).

⁴⁶ Dyrektywa 98/26/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 19 maja 1998 r. w sprawie finalności rozliczeń w systemach płatności i rozrachunku papierów wartościowych.

⁴⁷ Patrz punkt 3.3.2.4 „Raport Lamfalussy'ego”.

⁴⁸ *Standard I: Netting schemes should have a well-founded legal basis under all relevant jurisdictions.*

temowego związanego z uczestnictwem w systemach płatności i SRPW, w szczególności ryzyka związanego z ogłoszeniem upadłości uczestnika ww. systemów, dzięki zagwarantowaniu ostateczności rozrachunku transakcji dokonanej w systemie. Gwarancja ta obejmuje nieodwołalność wprowadzonego do systemu zlecenia rozrachunku oraz skuteczność i wiążący dla osób trzecich charakter zarówno zlecenia, jak i kompensacji dokonanej na podstawie zleceń. W przypadku postępowania upadłościowego gwarancja ta obejmuje: skuteczność i wiążący charakter kompensacji i zleceń rozrachunku wprowadzonych do systemu przed ogłoszeniem upadłości oraz w dniu jej ogłoszenia, wyłączenie stosowania przepisów upadłościowych o skutkach retroaktywnych⁴⁹ do umów i transakcji zawartych przed ogłoszeniem upadłości uczestnika systemu⁵⁰, a także wyłączenie z masy upadłości środków zgromadzonych na należących do niego rachunkach pieniężnych i rachunkach papierów wartościowych, w tym środków będących zabezpieczeniem finansowym kredytu uzyskanego w ramach systemu, potrzebnych do realizacji zleceń wprowadzonych do systemu przed ogłoszeniem jego upadłości.

W dyrektywie SFD pojawiła się – po raz pierwszy w regulacjach UE w odniesieniu do papierów wartościowych – kwestia wskazania prawa właściwego do określenia sytuacji prawnej uczestników systemu oraz uprawnionych z tytułu zabezpieczenia na papierach wartościowych (zwanego dalej zabezpieczeniem finansowym). Zgodnie z art. 2 lit. a dyrektywy uczestnicy wybierają prawo, któremu ma podlegać system⁵¹. Zgodnie natomiast z art. 8 dyrektywy w razie upadłości uczestnika prawo to jest właściwe do określenia jego praw i obowiązków wynikających z uczestnictwa w systemie. W odniesieniu do zabezpieczenia finansowego art. 9 ust. 2 SFD wprowadza natomiast normę kolizyjną, zgodnie z którą ważność i skuteczność zabezpieczenia są określone przez prawo państwa członkowskiego, gdzie zlokalizowany jest rachunek papierów wartościowych, rejestr lub centralny depozyt, w którym aktualnie zapisane są papiery wartościowe będące przedmiotem zabezpieczenia. Regulacja ta jest odzwierciedleniem zasady PRIMA typu 1 opartej na zasadzie *lex rei sitae*.

Ponadto SFD wprowadza lub definiuje wiele istotnych pojęć: pojęcie systemu, CCP, zlecenia rozrachunku czy zabezpieczenia finansowego (*collateral security*). Warto przy tym zauważyć, że system został w dyrektywie zdefiniowany jako porozumienie między co najmniej trzema podmiotami, w ramach którego obowiązują wspólne dla jego uczestników zasady realizacji zleceń rozrachunku⁵². Niezbędnym uzupełnieniem przepisów SFD są zawarte w niej procedury: zawiadamiania KE o systemach, które dane państwo członkowskie objęło ochroną przewidzianą w SFD⁵³, oraz wymiany informacji między państwami członkowskimi w razie ogłoszenia upadłości uczestnika systemów notyfikowanych KE.

Wejście w życie SFD przyczyniło się do zwiększenia bezpieczeństwa obsługi krajowych i transgranicznych operacji dokonywanych w ramach systemów płatności i SRPW. W pierwszej połowie 2008 r. rozpoczęto prace mające na celu zmianę treści dyrektywy.

⁴⁹ To jest przepisów przewidujących możliwość zaskarżania czynności prawnych lub określających bezskuteczność dokonanych czynności prawnych.

⁵⁰ Oznacza to odrzucenie zasady godziny zero (*zero hour rule*), czyli zasady, zgodnie z którą ogłoszenie upadłości lub wystąpienie innego podobnego zdarzenia powoduje nieważność wszystkich transakcji dokonanych przez upadłego od początku dnia, w którym to zdarzenie wystąpiło.

⁵¹ Swobodny wybór prawa jest ograniczony wymogiem, aby przynajmniej jeden z uczestników miał swoją siedzibę (*head office*) w państwie członkowskim, którego prawo zostało wybrane jako właściwe.

⁵² Polska ustawa o ostateczności rozrachunku rozróżnia i odrębnie definiuje system płatności oraz system rozrachunku papierów wartościowych.

⁵³ Art. 15 ust. 3 ustawy o ostateczności rozrachunku przepisom jej podlegają „systemy, w których istnieje ryzyko wystąpienia sytuacji, w której niewywiązanie się z zobowiązań przez uczestnika systemu może spowodować niewywiązanie się z zobowiązań przez innego jego uczestnika lub uczestników (ryzyko systemowe)”.

Dyrektywa SFD została wprowadzona do polskiego systemu prawnego ustawą z dnia 24 sierpnia 2001 r. o ostateczności rozrachunku w systemach płatności i systemach rozrachunku papierów wartościowych oraz zasadach nadzoru nad tymi systemami⁵⁴.

W celu uzupełnienia przepisów SFD dotyczących zabezpieczeń finansowych, a także ich rozciągnięcia na porozumienia dwustronne dokonywane poza systemem rozrachunku papierów wartościowych w czerwcu 2002 r. została przyjęta dyrektywa w sprawie ustanawiania zabezpieczeń finansowych (*Financial Collateral Directive*, FCD)⁵⁵. FCD reguluje dwa typy zabezpieczeń finansowych: zabezpieczenie z przeniesieniem pełni praw (*title transfer financial collateral, assignment*) oraz zabezpieczenie w formie zastawu na prawach (*security financial collateral, pledge*)⁵⁶. Przedmiot zabezpieczenia, którym mogą być wyłącznie środki pieniężne lub instrumenty finansowe, pozostaje pod kontrolą przyjmującego zabezpieczenie (*collateral taker*). Przyjmującemu zabezpieczenie w formie zastawu dyrektywa przyznaje również prawo użycia przedmiotu zabezpieczenia i dysponowania nim (*right of use*). Oprócz przepisów przewidujących rozszerzenie stosowania normy kolizyjnej zawartej w SFD dyrektywa obejmuje także przepisy zapewniające ochronę przedmiotu zabezpieczenia przed skutkami postępowania upadłościowego. W rezultacie FCD przyczyniła się do ujednocnienia stosowanych w UE zasad ustanawiania i realizacji zabezpieczeń finansowych. Istotnie usprawniło to ich transgraniczne wykorzystanie w ramach UE na podstawie porozumień dwustronnych⁵⁷ oraz, w połączeniu z ochroną zapewnioną przez SFD, wpłynęło na poprawę bezpieczeństwa prowadzenia polityki pieniężnej przez banki centralne strefy euro⁵⁸. Dyrektywa FCD została wprowadzona do polskiego systemu prawnego w kwietniu 2004 r. na mocy ustawy o niektórych zabezpieczeniach finansowych⁵⁹.

Od wielu lat trwają dyskusje na temat wprowadzenia dyrektywy poświęconej wyłącznie regulacjom dotyczącym rozliczeń i rozrachunku. Realizacja inicjatywy samoregulacji w postaci *Code of Conduct*⁶⁰ z 2006 r. zdecydowała jednak o zaniechaniu przez KE – przynajmniej w najbliższym czasie – wykonania ww. projektu.

3.3.2.2. Komunikaty

Wiele inicjatyw legislacyjnych, a także innych działań w zakresie czynności posttransakcyjnych podjęto w odpowiedzi na wydawane przez KE dokumenty. Spośród nich najważniejszą rolę odgrywają komunikaty (*communication*), zawierające zalecenia i opinie KE odnośnie do koniecznych w danym zakresie zmian i kierunków dalszego rozwoju.

Jednym z najważniejszych komunikatów dla rozwoju wspólnego rynku po wprowadzeniu dyrektyw ISD i SFD był komunikat Komisji z 11 maja 1999 r. pt. *Implementing the framework*

⁵⁴ Ustawa z 24 sierpnia 2001 r. o ostateczności rozrachunku w systemach płatności i systemach rozrachunku papierów wartościowych oraz zasadach nadzoru nad tymi systemami (Dz.U. Nr 123, poz. 1351, ze zm.).

⁵⁵ Dyrektywa 2002/47/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 6 czerwca 2002 r. w sprawie ustanawiania zabezpieczeń finansowych.

⁵⁶ Polska ustawa z 2 kwietnia 2004 r. o niektórych zabezpieczeniach finansowych (Dz.U. Nr 91, poz. 871, ze zm.) przewiduje trzy formy zabezpieczenia, polegające na 1) przeniesieniu na przyjmującego zabezpieczenie prawa do środków pieniężnych lub instrumentów finansowych, 2) ustanowieniu zastawu na tych prawach (zastaw finansowy) albo 3) na ustanowieniu blokady na rachunku lub koncie depozytowym papierów wartościowych.

⁵⁷ Pojawiła się szersza możliwość wykorzystania umów ramowych (*master agreement*).

⁵⁸ Możliwość wykorzystania papierów wartościowych wyemitowanych w jednym państwie członkowskim jako zabezpieczenia krótkoterminowego kredytu (np. śróddziennego) udzielanego w ramach systemu płatności w innym państwie członkowskim przyczyniła się do lepszego zarządzania płynnością w Eurosystemie.

⁵⁹ Ustawa z 2 kwietnia 2004 r. o niektórych zabezpieczeniach finansowych (Dz.U. Nr 91, poz. 871, ze zm.).

⁶⁰ Patrz punkt 3.3.2.6 „Przyjęcie Code of Conduct i utworzenie Grupy Monitorującej”.

for financial markets: action plan. Komunikat ten zawierał przygotowany przez Komisję Europejską z inicjatywy Rady Europejskiej⁶¹ „Plan działań w zakresie usług finansowych” (*Financial Services Action Plan, FSAP*)⁶², w którym zostały przedstawione cele i środki rozwoju rynku usług finansowych w UE w ciągu kolejnych 5 lat. Komunikat ten został opracowany na wniosek RE⁶³ pod wpływem wcześniejszego komunikatu Komisji z 28 października 1998 r. pt. „Usługi finansowe: tworzenie podstaw do działania” (*Financial services: building a framework for action*), a także na podstawie analiz przeprowadzonych przez grupę FSPG, złożoną z przedstawicieli ministerstw finansów oraz EBC. Odnośnie do rynku kapitałowego FSAP⁶⁴ wskazywał na konieczność podjęcia działań m.in. w następujących obszarach: stworzenie jednolitych ram prawnych dla zintegrowanego rynku instrumentów finansowych, usunięcie prawnych barier dla oferowania papierów wartościowych w innych państwach członkowskich, ujednoczenie sprawozdań finansowych spółek publicznych, a także stworzenie podstaw prawnych rozwoju transgranicznego obrotu papierami wartościowymi, m.in. poprzez wzajemne uznawanie i skuteczność zabezpieczeń finansowych. Skutkiem realizacji FSAP było: powołanie licznych komitetów i grup, które m.in. wyznaczały nowe cele i wyzwania w zakresie integracji europejskiego rynku kapitałowego, a także wprowadzenie lub weryfikacja wielu dyrektyw, w tym dyrektywy MiFID i FCD. W celu zagwarantowania realizacji FSAP w dokumencie przewidziane zostały mechanizmy nadzorowania postępów w jego wprowadzaniu w życie⁶⁵.

Kolejnymi komunikatami dotyczącymi rynku kapitałowego były dwa komunikaty o mniejszym znaczeniu: komunikat Komisji z 14 listopada 2000 r. w sprawie stosowania zasad postępowania firmy inwestycyjnej w kontaktach z klientem (*conduct-of-business rules*) zgodnie z art. 11 ISD⁶⁶ oraz komunikat Komisji z 15 listopada 2000 r. w sprawie weryfikacji dyrektywy ISD⁶⁷. Postulowano w nich dokonanie koniecznych, m.in. ze względu na rozwój nowych technologii, zmian w dyrektywie ISD. Komunikaty te przyczyniły się do wydania nowej dyrektywy MiFID.

Podstawowymi komunikatami w zakresie czynności posttransakcyjnych, w których KE kompleksowo przedstawiła swoje stanowisko w sprawie pożądanego kształtu infrastruktury depozytowo-rozliczeniowo-rozrachunkowej na rynku UE, były opublikowane w 2002 i w 2004 r. komunikaty konsultacyjne skierowane do wszystkich zainteresowanych uczestników rynku. W związku z konsultacyjnym charakterem obu komunikatów KE przeznaczyła

⁶¹ W czerwcu 1998 r. na szczycie w Cardiff Rada Europejska zwróciła się do Komisji Europejskiej o przygotowanie planu działań mających na celu wsparcie rozwoju wspólnego rynku w zakresie usług finansowych.

⁶² *Commission Communication of 11 May 1999 entitled “Implementing the framework for financial markets: action plan” (COM(1999) 232 final).*

⁶³ Na spotkaniu w Wiedniu w grudniu 1998 r. RE zwróciła się do KE o niezwłoczne sporządzenie programu prac zmierzających do realizacji celów zawartych w komunikacie z 1998 r., co do których osiągnięto porozumienie.

⁶⁴ FSAP przedstawiał przede wszystkim środki realizacji (w tym przede wszystkim wprowadzenie odpowiednich zmian legislacyjnych) następujących celów strategicznych: stworzenia jednolitego hurtowego rynku przepływów kapitałowych, stworzenia otwartego i bezpiecznego rynku detalicznego, wprowadzenia nowoczesnych zasad ostrożnościowych i systemu nadzoru; oraz celu ogólnego: stworzenia lepszych warunków sprawnego funkcjonowania jednolitego rynku finansowego.

⁶⁵ W związku z tym m.in. KE regularnie dwa razy do roku wydawała raporty o postępie prac (*Progress Reports*), z których część była publikowana. Zgodnie z ostatnim, specjalnym raportem podsumowującym podjęte działania, 98% działań przewidzianych w dokumencie zostało zrealizowanych w terminie, tj. do końca 2005 r.

⁶⁶ *Commission communication of 14 November 2000 on the application of conduct-of-business rules under Article 11 of Directive 93/22/EEC (COM(2000) 722 final),* niepublikowany.

⁶⁷ *Commission communication of 15 November 2000 on upgrading the Investment Services Directive (COM(2000) 729 final),* niepublikowany.

w każdym przypadku około 3 miesięcy na przedstawianie komentarzy na temat komunikatów oraz odpowiedzi na zawarte w nich pytania.

Komunikat Komisji z 3 czerwca 2002 r. pt. „Rozliczenia i rozrachunek w Unii Europejskiej: Główne kwestie polityki działania i przyszłe wyzwania”⁶⁸ wskazuje na konieczność poprawy sposobu świadczenia usług w zakresie rozliczeń i rozrachunku transakcji, których przedmiotem są instrumenty finansowe, w obrocie transgranicznym w ramach UE. W tym zakresie KE postawiła sobie za cel usunięcie barier realizacji detalicznych transakcji transgranicznych oraz likwidację przeszkód w rozwoju konkurencji w obrocie transgranicznym⁶⁹. KE wskazała, iż uważa rozliczenie i rozrachunek za bardzo ważne procesy dla efektywnego i bezpiecznego funkcjonowania całego rynku kapitałowego w UE. Odwołując się do Raportu Giovanniniego⁷⁰, KE wskazała, kto i za pomocą jakich środków powinien likwidować wskazane w nim bariery. Ponadto przedstawiła do konsultacji koncepcję stworzenia dyrektywy ramowej (*framework directive*) regulującej wybrane aspekty funkcjonowania systemów rozrachunku papierów wartościowych.

Opublikowany 28 kwietnia 2004 r. kolejny komunikat konsultacyjny pt. „Komunikat Komisji w sprawie rozliczeń i rozrachunku w Unii Europejskiej – dalsze działania”⁷¹, będący kontynuacją Komunikatu Komisji z 2002 r., bezpośrednio mówił o konieczności zastosowania zasad zawartych we FSAP do czynności posttransakcyjnych. Ponadto KE zgłosiła w nim postulat stworzenia dyrektywy ramowej w zakresie rozliczeń i rozrachunku transakcji, których przedmiotem są papiery wartościowe. Dyrektywa miała zawierać m.in. zapisy zapewniające dostarcicielom usług równy dostęp do wszystkich rynków w ramach UE, jednolite ramy prawne rynku, ochronę inwestorów oraz wzmocnienie integracji poszczególnych systemów w UE. Jak już wspomniano, w późniejszym okresie KE odstąpiła jednak od koncepcji dyrektywy jako środka realizacji ww. celów. Ponadto w Komunikacie KE wezwała do powołania grupy doradczej, która zajęłaby się nadzorem nad pracami zmierzającymi do usunięcia barier Giovanniniego⁷², oraz dwóch grup ekspertów do spraw prawnych i podatkowych związanych z rozliczeniem i rozrachunkiem. W rezultacie przy KE zostały powołane następujące grupy doradcze: CESAME, LCG i FISCO⁷³. Grupy te współpracują ze sobą oraz z innymi organizacjami branżowymi (np. z Grupą Trzydziestu⁷⁴) zajmującymi się rozliczeniami i rozrachunkiem papierów wartościowych.

CESAME

Pierwsze posiedzenie powołanej przez KE Doradczej i Monitorującej Grupy Ekspertów ds. Rozliczeń i Rozrachunku (CESAME)¹ odbyło się 16 lipca 2004 r. w Brukseli. Grupa działa przy Komisji Europejskiej, doradzając w zakresie systemów rozliczeń i rozrachunku. W skład CESAME wchodzi dwudziestu wysokich rangą przedstawicieli różnych, w większości prywatnych instytucji zaangażowanych w proces rozliczeń i roz-

¹ Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Experts' Group.

⁶⁸ *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament "Clearing and Settlement in the European Union: Main policy issues and future challenges"* COM(2002)257, Brussels, 28 May 2002.

⁶⁹ Komisja wskazała przede wszystkim na wysokie w porównaniu z USA koszty usług.

⁷⁰ Patrz punkt 3.3.2.5 „Raporty Giovanniniego”.

⁷¹ *Commission communication on Clearing and Settlement in European Union – The way forward*.

⁷² Patrz punkt 3.3.2.5 „Raporty Giovanniniego”.

⁷³ Na temat tych grup patrz niżej.

⁷⁴ Patrz punkt 3.2.3.1 „Prace Grupy Trzydziestu”.

rachunku (w tym stowarzyszenia ECSDA) oraz czterech obserwatorów wydelegowanych przez wybrane organy publiczne. W pracach Grupy uczestniczy Alberto Giovannini² jako Główny Doradca ds. Polityki. Narodowy Bank Polski również ma przedstawiciela w CESAME. Grupa ta stanowi forum współpracy między sektorem publicznym a prywatnym, której celem jest doprowadzenie do pełnej integracji rynków kapitałowych w UE w sposób określony przez sam rynek, w tym poprzez eliminację barier Giovanniniego³. Ponadto zadaniem CESAME jest rozpowszechnianie informacji dotyczących postępów w procesie integracji rynku oraz uświadamianie konieczności zreformowania sektora usług posttransakcyjnych w celu zapewnienia rozwoju europejskiego rynku kapitałowego i realizacji strategii lizbońskiej.

W związku z tym, że mandat CESAME wygasł w czerwcu 2008 r., powołano nową grupę, złożoną z 30 osób – CESAME II – w celu kontynuacji prac nad usuwaniem barier w dokonywaniu rozliczeń i rozrachunku transakcji transgranicznych.

² Dr Alberto Giovannini jest włoskim teoretykiem oraz finansistą znanym na rynkach finansowych. Pracował m.in. jako Deputy General Manager w Banco di Roma, był członkiem zarządu giełdy włoskiej (Borsa Italiana SpA) i włoskiego depozytu papierów wartościowych (Monte Titoli SpA). Dr A. Giovannini współpracował m.in. z Instytutem Jerome A. Chazena działającym w Columbia Business School.

³ Patrz punkt 3.3.2.5 „Raporty Giovanniniego”.

LCG

Grupa do spraw Pewności Prawnej (LCG)¹ została powołana do życia w styczniu 2005 r. z inicjatywy KE, zgodnie z założeniami przedstawionymi w Komunikacie Komisji z 2004 r. Celem działania Grupy jest analizowanie barier i niejasności prawnych (*legal uncertainty*), utrudniających harmonizację europejskich systemów rozliczeń i rozrachunku oraz rozwój usług transgranicznych w tym obszarze. Grupę tworzy 30 ekspertów w dziedzinie prawa, wywodzących się ze środowiska akademickiego oraz sektora publicznego i prywatnego, reprezentujących własne opinie i poglądy. Pracom Grupy przewodzi KE.

Do zadań Grupy należy prowadzenie pogłębionej analizy prawnej zagadnień poruszanych w ww. komunikacie, dotyczących definiowania praw z papierów wartościowych zapisanych na rachunkach prowadzonych przez pośredników w różnych państwach. Szczegółowe kwestie analizowane przez Grupę obejmują problem braku paneuropejskich przepisów prawnych regulujących sposób realizacji praw z papierów wartościowych zapisanych na rachunku w instytucji pośredniczącej oraz istniejące w tym zakresie różnice w prawie krajów członkowskich (np. różne uregulowania dotyczące wskazania momentu, od którego nabywca jest uznawany za prawnego właściciela papierów wartościowych), co ma wpływ m.in. na brak harmonizacji w zakresie realizacji operacji na papierach wartościowych i praw akcjonariuszy w różnych krajach (będący przedmiotem bariery 3 Giovanniniego²). W związku z tymi zagadnieniami Grupa monitoruje prace nad Konwencją UNIDROIT. Do innych zagadnień analizowanych przez Grupę należą ograniczenia możliwości wyboru przez emitenta lokalizacji emisji papierów wartościowych oraz inne przeszkody prawne wskazane w ra-

¹ Legal Certainty Group.

² Patrz punkt 3.3.2.5 „Raporty Giovanniniego”.

portach Giovanniniego³. Grupa opracowała następujące dokumenty: *Comparative Survey* (26 lipca 2006 r.), zawierający analizę porównawczą systemów prawnych krajów członkowskich UE pod kątem definicji papierów wartościowych i regulacji sposobu prowadzenia ich ewidencji oraz *The Advice of the Legal Certainty Group* (28 lipca 2006 r.) i *Second Advice of the Legal Certainty Group Solution to Legal Barriers related to Post-Trading within the EU* (22 sierpnia 2008 r.)⁴ określające zasady i rekomendacje w zakresie harmonizacji prawa regulującego transgraniczny obrót papierami wartościowymi przechowywanymi u pośrednika w UE.

Ponadto Grupa doradza KE w zakresie analizowanych zagadnień oraz współpracuje z innymi grupami utworzonymi z inicjatywy Komisji takimi jak FISCO i CESAME, w celu rozwiązania problemów dotyczących rozliczeń i rozrachunku.

³ Patrz punkt 3.3.2.5 „Raporty Giovanniniego”.

⁴ Dokumenty dostępne są na stronie internetowej Grupy http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/certainty_en.htm.

FISCO

Grupa Ekspertów ds. Zgodności Regulacji Podatkowych w zakresie Rozliczeń i Rozrachunku (FISCO)¹ została powołana przez KE w marcu 2005 r. w celu opracowania sposobów pokonania barier podatkowych utrudniających rozliczenie i rozrachunek transakcji transgranicznych w UE. W obszarze zainteresowań Grupy znajdują się zagadnienia dotyczące podatków od dochodów kapitałowych, podatków zryczałtowanych od dochodów ze świadczeń z papierów wartościowych oraz podatków transakcyjnych. Grupa składa się z 15 wysokiej klasy specjalistów od spraw podatkowych, wywodzących się przede wszystkim z sektora prywatnego i środowiska akademickiego. Prace FISCO są prowadzone pod przewodnictwem KE, wobec której Grupa pełni funkcje doradcze.

Do zadań Grupy należą przede wszystkim: analiza barier podatkowych zidentyfikowanych w raportach Giovanniniego² oraz w toku konsultacji Komunikatu Komisji z 2002 r. (a także identyfikacja innych niezgodności prawa podatkowego mających wpływ na prowadzenie rozliczeń i rozrachunku), ocena ich istotności, szacowanie wpływu ewentualnej harmonizacji przepisów podatkowych na zmianę przychodów fiskalnych państw członkowskich oraz analiza alternatywnych sposobów zapewnienia odpowiedniej wysokości przychodów podatkowych, przy jednoczesnym umożliwieniu wszystkim instytucjom finansowym w UE konkurowania na tych samych warunkach. Pierwszym krokiem w celu realizacji zadań Grupy było opracowanie studium procedur i przepisów podatkowych mających wpływ na rozliczanie i rozrachunek transakcji dotyczących papierów wartościowych w państwach członkowskich UE³. Jest ono punktem wyjścia do analizy możliwości unifikacji lokalnych regulacji podatkowych poprzez eliminację lub znaczną redukcję niezgodności między nimi. W październiku 2007 r. FI-

¹ Clearing and Settlement Fiscal Compliance Expert Group

² Patrz punkt 3.3.2.5 „Raporty Giovanniniego”.

³ *First report: Fact-finding study in Fiscal Compliance Procedures Related to Clearing and Settlement within the EU*, opublikowany w kwietniu 2006 r.

SCO opublikowało swój drugi raport⁴, zawierający propozycje rozwiązań w zakresie usunięcia barier podatkowych. Na jego podstawie KE planuje wydać na początku 2009 r. rekomendacje dla państw członkowskich.

⁴ *Second report: Solutions to fiscal compliance barriers related to post-trading within the EU*, opublikowany w październiku 2007 r.

3.3.2.3. Biała księga w sprawie polityki usług finansowych na lata 2005-2010

Oprócz dominujących wśród publikacji KE komunikatów Komisja wydaje również inne dokumenty, w których wyraża swoje stanowisko w sprawie integracji rynku finansowego UE. Są to białe księgi (*white paper*), poprzedzone często publikacją zielonej księgi (*green paper*). W maju 2005 r. KE wydała zieloną księgę w sprawie polityki usług finansowych na lata 2005–2010⁷⁵. Decyzja o wydaniu dokumentu zapadła w związku ze zbliżającym się upływem terminu realizacji FSAP. Wydana w grudniu 2005 r. biała księga w sprawie polityki usług finansowych na lata 2005–2010⁷⁶ wyznacza priorytetowe działania, które powinny zostać podjęte w celu osiągnięcia pełnej integracji rynku finansowego w UE. W tym zakresie dokument wskazuje na konieczność kontynuowania procesu zapoczątkowanego przez FSAP, likwidacji istniejących jeszcze barier na europejskim rynku kapitałowym oraz działania na rzecz rozwoju prawa UE i kontroli jego realizacji w poszczególnych państwach członkowskich⁷⁷. Stosunkowo najwięcej miejsca dokument poświęca kwestiom prawnym. Przewiduje on przede wszystkim podjęcie – w celu wsparcia rozwoju jednolitych podstaw prawnych europejskiego rynku kapitałowego – następujących działań: zgromadzenia odpowiednich informacji na stronach internetowych, analizy zgodności przepisów regulujących problematykę papierów wartościowych w poszczególnych państwach członkowskich, sprawdzenia prawidłowości wprowadzenia prawa UE do porządku prawnego poszczególnych państw członkowskich oraz, w razie stwierdzenia niezgodności, podjęcia odpowiednich kroków w celu ich usunięcia. Jako podstawę realizacji funkcji regulacyjnych i nadzorczych na rynku kapitałowym Komisja przyjęła czterostopniowy model zaproponowany w Raporcie Lamfalussy’ego⁷⁸. Dokonanie jakichkolwiek zmian w prawie, w tym stworzenie dyrektywy ramowej w zakresie rozliczeń i rozrachunku, powinno zostać poprzedzone otwartymi konsultacjami oraz analizą skutków ich wprowadzenia w życie. Jeśli chodzi o kwestie nadzorcze, KE podkreśliła w dokumencie wagę współpracy, w szczególności w zakresie wymiany informacji przez organy nadzorcze funkcjonujące na poszczególnych rynkach UE. Ponadto podkreśliła bardzo istotną rolę uczestników rynku (*users*) w prowadzeniu polityki w zakresie usług finansowych oraz wskazała na konieczność zwiększenia przejrzystości i porównywalności produktów finansowych obecnych na europejskim rynku kapitałowym. Na płaszczyźnie międzynarodowej Komisja zapowiedziała wzmocnienie

⁷⁵ *Commission Green Paper of 3 May 2005 on Financial Services Policy 2005-2010* (COM(2005) 177 final), niepublikowany.

⁷⁶ *Commission White Paper of 1 December 2005 on Financial Services Policy 2005-2010* (COM(2005) 629 final), niepublikowany.

⁷⁷ W tym zakresie biała księga przewiduje sporządzanie raz na rok raportu o postępie oraz analizy następczej (*ex-post evaluation*) wszystkich podjętych działań legislacyjnych pod kątem realizacji środków przewidzianych przez FSAP.

⁷⁸ Patrz punkt 3.3.2.4 „Raport Lamfalussy’ego”.

współpracy z USA, Japonią, Chinami, Rosją i Indiami w celu stworzenia jednolitych standardów dla rynków kapitałowych na świecie. Jednocześnie KE podkreśliła konieczność aktywnego uczestnictwa przedstawicieli UE w pracach międzynarodowych gremiów, tj. IOSCO czy UNIDROIT, gdzie państwa członkowskie powinny prezentować jednolite stanowisko w sprawach istotnych dla UE.

ESME

W marcu 2006 r. KE powołała złożoną z 20 członków Grupę Ekspertów ds. Europejskiego Rynku Papierów Wartościowych (ESME)¹. Podstawowym zadaniem Grupy jest identyfikacja wadliwych rozwiązań prawnych, które negatywnie wpływają na funkcjonowanie rynku papierów wartościowych, i proponowanie w tym zakresie odpowiednich rekomendacji dla KE. Ponadto ESME analizuje funkcjonowanie i skutki dyrektyw regulujących rynek papierów wartościowych w praktyce, a w razie potrzeby proponuje wprowadzenie odpowiednich zmian. ESME pełni również funkcję doradczą względem KE. Grupa spotyka się nie więcej niż 4 razy w roku. Powstała w celu zapewnienia realizacji postanowień białej księgi; jest też głównym elementem realizowanego przez KE od 2001 r. projektu poprawy legislacji (*better regulation*) w zakresie usług finansowych. Członkowie Grupy zostali wybrani spośród najwyższej klasy ekspertów z całej UE².

¹ European Securities Markets Expert Group.

² Jednym z członków ESME jest przedstawiciel polskiego banku.

3.3.2.4. Raport Lamfalussy'ego

W związku z koniecznością realizacji strategii lizbońskiej i FSAP oraz w związku z istotnymi zmianami zachodzącymi na europejskim rynku finansowym (wprowadzenie wspólnej waluty, rozwój transgranicznego obrotu instrumentami finansowymi oraz pojawiające się inicjatywy integracyjne na rynku) ECOFIN w lipcu 2000 r. zdecydował o powołaniu komitetu niezależnych ekspertów, który miał wspomóc KE w ww. zakresie. Komitet, określany mianem Komitetu Mędrców (Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets), został zobowiązany do opracowania propozycji rozwiązań, które miały umożliwić dostosowanie działań regulacyjnych na poziomie UE do szybko zmieniających się warunków rynkowych. Przewodniczącym siedmioosobowego Komitetu został Alexandre Lamfalussy. Rozpoczęte w sierpniu 2000 r. prace Komitetu przebiegały dwuetapowo. Pierwszy etap, w ramach którego przeprowadzono konsultacje z przedstawicielami KE, EBC, państw członkowskich oraz rynku, miał na celu przedstawienie sytuacji na rynku oraz wskazanie wstępnych rozwiązań. Zakończył się przedstawieniem ECOFIN w listopadzie 2000 r. wstępnego raportu (nazywanego dalej Wstępnym raportem Lamfalussy'ego)⁷⁹. Drugi etap prac Komitetu Mędrców zakończył się publikacją ostatecznego raportu w lutym 2001 r. (nazywanego dalej Raportem Lamfalussy'ego)⁸⁰.

⁷⁹ *Initial Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*, Brussels, 9 November 2000.

⁸⁰ *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*, Brussels, 15 February 2001.

Ostateczny raport zawierał wiele rekomendacji skierowanych przede wszystkim do KE, PE, RUE oraz przedstawicieli rynku i regulatorów. Dotyczyły one integracji rynku papierów wartościowych w UE. Raport stwierdzał przede wszystkim, że obowiązujące w UE procedury legislacyjne są powolne, nadmiernie restrykcyjne i skomplikowane. Ponadto poszczególne państwa w różnym stopniu wdrażają przepisy prawa europejskiego, co prowadzi do nierównego traktowania takich samych podmiotów w ramach UE. W związku z powyższym raport wskazywał na konieczność dokonania zmian w procesie legislacyjnym w UE jako niezbędny warunek realizacji FSAP oraz zapewnienia możliwości sprawnego i szybkiego dostosowania przepisów do zmieniających się warunków rynkowych. W rozdziale drugim raportu pt. „Reforma legislacyjna: rekomendacje Komitetu” została przedstawiona propozycja czteroszczelowej procedury decyzyjnej (*4 level regulatory approach*) wdrażania nowych rekomendacji i rozwiązań w zakresie integracji rynku papierów wartościowych. Procedura ta obejmuje:

- Poziom 1: przyjęcie, w ramach procedury współdecydowania, przez Parlament Europejski i Radę regulacji ramowych,
- Poziom 2: przyjęcie przez KE technicznych środków realizacji projektów we współpracy ze specjalnie w tym celu powołanymi komitetami (Europejskim Komitetem Papierów Wartościowych (European Securities Committee, ESC oraz CESR) w ramach zmodyfikowanej procedury komitologii, która miała zostać wprowadzona w Traktacie ustanawiającym Wspólnotę Europejską (TWE),
- Poziom 3: koordynowaną przez CESR implementację regulacji przez poszczególne państwa członkowskie,
- Poziom 4: monitorowanie wdrażania regulacji przyjętych w wyżej określony sposób w poszczególnych państwach członkowskich UE.

Czteroszczelowa procedura decyzyjna została zaaprobowana przez RE w marcu 2001 r. Na tej podstawie KE powołała jeszcze w tym samym roku dwa komitety: ESC i CESR.

ESC

KE uznała, że podstawowe znaczenie ma European Securities Committee (ESC)¹, któremu przydzieliła funkcję: regulacyjną (na poziomie 2. jako komitetu powołanego zgodnie z art. 202 TWE) oraz doradczą na poziomie 1. i poziomie 2. czteroszczelowej procedury decyzyjnej. W skład działającego przy KE komitetu wchodzi członkowie nominowani przez poszczególne państwa UE spośród wysokich rangą funkcjonariuszy państwowych². Przewodniczącym jest przedstawiciel Dyrekcji Generalnej do spraw Rynku Wewnętrznego KE. Komitet, którego spotkania odbywają się w zależności od potrzeb kilka razy do roku, działa na zasadzie kolegalności w sposób jawny i przejrzysty.

¹ ESC został powołany decyzją KE z dnia 6 czerwca 2001 r. (2001/528/WE).

² Ze strony polskiej jest to obecnie przedstawiciel Ministerstwa Finansów.

CESR

Drugim z komitetów powołanych przez KE jest CESR¹, któremu przypisano następujące funkcje: doradcą na poziomie 2. czteroszczeblowej procedury decyzyjnej oraz funkcję niezależnego komitetu regulatorów zapewniającego zgodną implementację regulacji UE w poszczególnych państwach członkowskich na poziomie 3. procedury decyzyjnej. W skład komitetu wchodzi osoby kierujące organami regulującymi lub nadzorującymi rynki kapitałowe w poszczególnych państwach członkowskich UE. Przewodniczący, który ma uprawnienia obserwatora w ESC, jest wybierany przez członków CESR z ich grona. CESR ma status niezależnego ciała doradczego przy KE (pozostającego poza procedurą komitologii przewidzianą w TWE). Jego sekretariat znajduje się w Paryżu. Członkowie CESR spotykają się co najmniej 4 razy do roku. Raz w roku Komitet przekazuje raport ze swej działalności do KE, PE oraz RUE.

¹ CESR zastąpił funkcjonujące od 1998 r. Forum of European Securities Commissions (FESCO). W raporcie Lamfalussy'ego CESR funkcjonuje pod nazwą European Securities Regulators Committee (ESRC). CESR został powołany decyzją KE z dnia 6 czerwca 2001 r. (2001/527/WE).

IIMG

Sprawność i efektywność funkcjonowania procesu Lamfalussy'ego jest na bieżąco monitorowana, zgodnie z rekomendacją zawartą w Raporcie Lamfalussy'ego. Funkcja nadzorowania przebiegu realizacji procesu jest powierzana grupom monitorującym, specjalnie w tym celu powoływanym na określony czas, złożonym z 6 członków wskazywanych wspólnie przez KE, PE oraz RUE spoza ich grona. Grupa zostaje każdorazowo zobowiązana do przedstawienia ww. instytucjom określonej liczby raportów na temat postępu prac nad integracją rynku finansowego w UE w sektorach wskazanych w decyzji o jej powołaniu. Dotychczas zostały ustanowione dwie Międzyinstytucjonalne Grupy Monitorujące (IIMG)¹; pierwsza została powołana na lata 2002–2004, a druga na lata 2005–2007. Sekretariat Grupom zapewnia KE.

¹ Inter-institutional Monitoring Group

Poza opisaną wyżej propozycją ustanowienia czteroszczeblowej procedury decyzyjnej Raport Lamfalussy'ego zawierał wiele ogólniejszych rekomendacji odnoszących się m.in. do: analizowania postępu integracji europejskiego rynku finansowego, określenia barier obrotu transgranicznego, realizacji do końca 2003 r. wskazanych w raporcie zadań określonych we FSAP oraz wzmocnienia współpracy pomiędzy regulatorami i nadzorcami rynku finansowego działającymi w poszczególnych państwach członkowskich. W odniesieniu do rozliczeń i rozrachunku papierów wartościowych raport rekomendował kontynuowanie prac nad weryfikacją dyrektywy ISD oraz prac prowadzonych przez Grupę Giovanniniego⁸¹, rozważenie potrzeby wprowadzania regulacji dotyczących rozliczeń i rozrachunku, przeanalizowanie ogół-

⁸¹ Patrz punkt 3.3.2.5 „Raporty Giovanniniego”.

nych zagadnień systemowych w kontekście polityki monetarnej i sprawnego funkcjonowania systemów płatności oraz przeprowadzenie przez KE dokładnej analizy problematyki konkurencyjności. Rekomendacje Komitetu Mędrców w zakresie czynności posttransakcyjnych wynikały z przekonania jego członków o konieczności kontynuowania prac w zakresie restrukturyzacji rozliczeń i rozrachunku w UE. Zdaniem Komitetu proces konsolidacji powinien być prowadzony siłami rynku, który określałby jego granice, w tym zasięg połączeń międzysystemowych oraz ewentualną potrzebę powstania jednego centralnego kontrpartnera na europejskim rynku kapitałowym. W przypadku gdyby sektor prywatny nie był w stanie stworzyć sprawnego, ogólnoeuropejskiego systemu rozliczeń i rozrachunku we właściwym czasie, konieczne będzie podjęcie odpowiednich działań przez sektor publiczny. Jeśli taka potrzeba nie wystąpi, rola organów publicznych ma się ograniczać do: zapewnienia warunków konkurencji, m.in. dzięki wymogowi jednakowych kryteriów dostępu do systemów, przeciwdziałania praktykom monopolistycznym oraz usuwania innych przeszkód w konsolidacji rynku. Zaznaczono przy tym, że może wystąpić potrzeba odseparowania sfery rozliczeń od rozrachunku.

3.3.2.5. Raporty Giovanniniego

Spośród barier utrudniających utworzenie zintegrowanego systemu finansowego w Europie Raport Lamfalussy'ego wskazał na rozdrobnienie płynności rynków i wysokie koszty przeprowadzania transakcji. Szczególny udział mają w nich koszty rozrachunków transgranicznych, wynikające z wielości systemów transakcyjnych, rozliczeniowych i rozrachunkowych. Problem ten zwrócił uwagę KE, która zleciła zbadanie przyczyn tej sytuacji grupie ekspertów pod przewodnictwem Alberto Giovanniniego (zwanej dalej Grupą Giovanniniego)⁸², działającej od 1996 r. przy Dyrekcji Generalnej Spraw Gospodarczych i Finansowych KE.

W listopadzie 2001 r. Grupa opublikowała raport pt. „Rozwiązania w zakresie transgranicznego rozliczania i rozrachunku w Unii Europejskiej” (zwany dalej Raportem Giovanniniego)⁸³, w którym zidentyfikowała 15 barier (zwanymi dalej barierami Giovanniniego) utrudniających efektywny rozrachunek transakcji transgranicznych, wynikających z różnic pomiędzy rynkami narodowymi. Bariery te dotyczyły:

- wymagań technicznych i praktyk rynkowych – m.in. różnic w stosowanej technologii informatycznej, ograniczeń prawnych zmuszających inwestora do korzystania z krajowego systemu depozytowo-rozliczeniowo-rozrachunkowego, utrudnień w bezpośrednim korzystaniu z systemów rozliczeniowych i rozrachunkowych przez instytucje z innych krajów, zróżnicowania długości cykli rozliczeniowych, monopolu instytucji depozytowych w dziedzinie przechowywania papierów wartościowych wyemitowanych w danym kraju;
- procedur podatkowych – m.in. istnienia w niektórych krajach podatku od zawarcia transakcji, pośredniego zmuszania inwestora do korzystania z krajowego systemu rozrachunku poprzez przyznanie mu monopolu na rozliczanie podatku transakcyjnego, niespójności i skomplikowania zasad opodatkowania w krajach członkowskich;
- aspektów prawnych związanych z niepewnością inwestora co do charakteru przysługujących mu praw z papierów wartościowych przechowywanych przez pośredników w różnych państwach członkowskich – m.in. odmiennego pojmowania prawa własności w różnych państwach członkowskich, różnic dotyczących definicji prawnych (np. zastawu, ostateczności rozrachunku), różnego momentu przejścia prawa wła-

⁸² Consultative Group on the Impact of the Euro on European Capital Markets at the European Union

⁸³ *Cross-border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*

sności (w chwili zawarcia transakcji, w planowanym czasie rozrachunku lub w faktycznym momencie rozrachunku).

W Raporcie Giovanniniego określono także sposób przewyższania poszczególnych rodzajów barier – poprzez działania instytucji funkcjonujących na rynku (ujednoczenie wymogów technicznych i praktyk rynkowych) oraz harmonizację systemów prawnych i regulacji przez władze państw członkowskich (usuwanie barier związanych z podatkami i prawnymi aspektami rozliczeń). Usunięcie barier w sferze regulacji – poprzez harmonizację prawa w państwach członkowskich i współpracę regulatorów narodowych – uznano za warunek powodzenia inicjatyw rynkowych.

W kwietniu 2003 r. Grupa Giovanniniego przedstawiła raport pt. „Drugi raport na temat rozwiązań w zakresie rozliczeń i rozrachunku” (zwany dalej Drugim Raportem Giovanniniego)⁸⁴. Zawierał on propozycje działań umożliwiających przewyższenie w ciągu 3 lat barier wskazanych w pierwszym raporcie oraz wskazywał instytucje i organizacje odpowiedzialne za wprowadzenie poszczególnych rozwiązań. Harmonizację zasad dotyczących: czasu pracy systemów rozliczeniowych i rozrachunkowych, długości cykli rozliczeniowych, protokołu komunikatów systemowych, zasad realizacji operacji na papierach wartościowych oraz zapewnienia śróddziennej ostateczności rozrachunków transgranicznych, powierzono organizacjom zrzeszającym uczestników rynku, takim jak europejskie stowarzyszenie depozytów ECSDA⁸⁵ oraz europejskie stowarzyszenia sektora bankowego ECSA⁸⁶. Raport powierzył rządowi państw członkowskich, koordynowanemu przez RUE, następujące zadania:

- wprowadzenie zmian legislacyjnych umożliwiających zagranicznym instytucjom finansowym i rozliczeniowym oferowanie tych samych usług (w szczególności w zakresie rozliczeń podatkowych), które są oferowane przez instytucje krajowe,
- harmonizację przepisów dotyczących ostateczności zapisów na rachunkach papierów wartościowych oraz implementację dyrektywy FCD,
- zniesienie ograniczeń dotyczących lokalizacji papierów wartościowych oraz miejsca wykonywania rozliczeń i rozrachunku (odpowiednie zapisy zostały następnie wprowadzone do dyrektywy MiFID),
- umożliwienie zagranicznym firmom inwestycyjnym dostępu do krajowej infrastruktury rynku kapitałowego.

Raport wskazał także na konieczność ścisłej współpracy pomiędzy instytucjami tworzącymi rynek kapitałowy a organami rządowymi i nadzorczymi.

Prace nad eliminacją barier Giovanniniego stanowią główny nurt procesów zmierzających do harmonizacji infrastruktury rynku kapitałowego w UE. Obejmują zarówno inicjatywy sektora publicznego, jak i działania podmiotów rynkowych w celu poprawy efektywności procesów posttransakcyjnych⁸⁷.

3.3.2.6. Przyjęcie Code of Conduct i utworzenie Grupy Monitorującej

Komunikat Komisji z 2002 r. zawierał propozycję opracowania dyrektywy regulującej usługi depozytowo-rozliczeniowo-rozrachunkowe. W wyniku dyskusji z przedstawicielami środowiska rynku kapitałowego nad celowością tworzenia nowych regulacji i możliwością zastąpienia ich innymi rozwiązaniami w lipcu 2006 r. KE przychyliła się do koncepcji sa-

⁸⁴ *Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements.*

⁸⁵ Patrz punkt 3.3.4.1 „ECSDA”.

⁸⁶ European Credit Sector Associations.

⁸⁷ Patrz prace CESAME, LCG i FISCO.

moregulacji. Zmierzana ona do harmonizacji zasad działania infrastruktury rynku kapitałowego oraz poprawy konkurencyjności usług związanych z obsługą transakcji na obszarze UE, co mogłoby wyeliminować konieczność opracowania dyrektywy. W swoim wystąpieniu, wygłoszonym 11 lipca 2006 r. na forum Parlamentu Europejskiego, Komisarz ds. Rynku Wewnętrznego i Usług, Charlie McCreevy wezwał do wypracowania odpowiednich rozwiązań branżowych w zakresie rozliczeń i rozrachunku papierów wartościowych. W odpowiedzi na postulaty KE instytucje infrastruktury rynkowej państw UE (giełdy, izby rozliczeniowe i centralne depozyty) opracowały i podpisały 7 listopada 2006 r., w obecności przedstawicieli Komisji, Europejski Kodeks Dobrych Praktyk w zakresie Rozliczeń i Rozrachunku (*European Code of Conduct for Clearing and Settlement, CoC*)⁸⁸.

MOG

W celu nadzorowania wprowadzenia Kodeksu w życie KE utworzyła Grupę Monitorującą (Monitoring Group, MOG), złożoną z przedstawicieli KE, tj. Dyrekcji Generalnej do spraw Rynku Wewnętrznego, Dyrekcji Generalnej do spraw Ekonomicznych i Finansowych oraz Dyrekcji Generalnej do spraw Konkurencji, a także przedstawicieli EBC i CESR. Prace grupy są prowadzone pod przewodnictwem KE. Grupa Monitorująca ma za zadanie prowadzenie konsultacji z uczestnikami rynku kapitałowego (inwestorami, regulatorami, niezależnymi audytorami, pośrednikami finansowymi oraz instytucjami infrastruktury) i ocenę efektywności działania Kodeksu.

3.3.2.7. Financial Integration Monitor

W czerwcu 2000 r. RE poprosiła KE o stworzenie wskaźników finansowych w celu monitorowania rynków finansowych. W czerwcu 2003 r. KE przedstawiła na forum ECOFIN dokument pt. *Tracking financial integration*. Celem podjętych działań było zaproponowanie instrumentu, który ułatwiałby śledzenie procesu integracji rynku finansowego w UE, wskazywał wynikające z niego korzyści oraz wyznaczał cele w tym zakresie zgodnie z założeniami FSAP. W związku z tym, od 2004 r. KE publikowała coroczny raport pt. *Financial Integration Monitor* (FIM), który zawierał analizę wybranych aspektów funkcjonowania rynku finansowego w UE. W sumie zostały opublikowane trzy raporty. W 2007 r. formuła raportu została zmieniona – rozpoczęto publikację *European Financial Integration Report* (EFIR), omawiającego zagadnienia prezentowane dotychczas w FIM oraz kwestie dotyczące zmian w prawie korporacyjnym, zasadach *corporate governance*, zasadach rachunkowości i audytu. Raport opisuje m.in. procesy integracji finansowej, struktury rynkowe, konkurencyjność, efektywność, innowacyjność oraz stabilność rynków finansowych.

Zestawienie wybranych gremiów w UE zajmujących się problematyką rozliczeń i rozrachunku papierów wartościowych zawiera tabela 7.

⁸⁸ Więcej na temat CoC patrz punkt 3.3.4 „Europejskie inicjatywy branżowe”.

Tabela 7. Wybrane gremia zajmujące się problematyką rozliczeń i rozrachunku papierów wartościowych w UE

Nazwa skrócona gremium	Pełna nazwa gremium	Instytucja, przy której działa gremium	Rok powstania	Charakter gremium	Inicjatywa będąca źródłem powołania gremium
EFC	Economic and Financial Committee	Rada Unii Europejskiej	1998	Komitet doradczy, forum dialogu między RUE i EBC	Traktat z Maastricht
FSC	Financial Services Committee	Rada Unii Europejskiej	2003	Komitet doradczy	Komitet powstał z przekształcenia grupy FSPG działającej wcześniej przy RUE
ESC	European Securities Committee	Komisja Europejska	2001	Komitet doradczy powołany na podstawie art. 202 TWE	Raport Lamfalussy'ego
CESR	Committee of European Securities Regulators	Komisja Europejska	2001	Komitet doradczy, forum współpracy KE z rynkiem	Raport Lamfalussy'ego
IIMG	Inter-institutional Monitoring Group	Komisja Europejska	2002–2004 2005–2007	Tymczasowe grupy monitorujące	Raport Lamfalussy'ego
CESAME	Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Experts' Group	Komisja Europejska	2004	Grupa ekspercka	Komunikat Komisji z 2004 r.
LCG	Legal Certainty Group	Komisja Europejska	2005	Grupa ekspercka	Komunikat Komisji z 2004 r.
FISCO	Fiscal Compliance Group	Komisja Europejska	2005	Grupa ekspercka	Komunikat Komisji z 2004 r.
ESME	European Securities Markets Expert Group	Komisja Europejska	2006	Grupa ekspercka	Biała księga
MOG	Monitoring Group	Komisja Europejska	2007	Grupa monitorująca	CoC

Źródło: opracowanie NBP.

3.3.3. Europejski System Banków Centralnych i Europejski Bank Centralny

EBC wraz z ESBC został utworzony 1 czerwca 1998 r. jako sukcesor zlikwidowanego jednocześnie, funkcjonującego od stycznia 1994 r. Europejskiego Instytutu Monetarnego (European Monetary Institute, EMI). Począwszy od 1 stycznia 1999 r., tj. od momentu rozpoczęcia trzeciego etapu UGW i wprowadzenia wspólnej waluty w UE, EBC prowadzi politykę pieniężną dla państw członkowskich ze strefy euro. Podstawą prawną wspólnej polityki pieniężnej jest TWE oraz będący jego załącznikiem Statut ESBC. Zgodnie z prawem międzynarodowym EBC ma osobowość prawną jako instytucja publiczna. ESBC jest natomiast systemem, w którego skład wchodzi EBC i krajowe banki centralne wszystkich państw członkowskich UE – także pozostających poza Eurosystemem. Głównym organem decyzyjnym EBC jest Rada Prezesów⁸⁹ (Governing Council), składająca się z członków Zarządu EBC i prezesów banków centralnych państw członkowskich Eurosystemu. Rada zbiera się 2 razy w miesiącu. Za realizację polityki wyznaczonej przez Radę Prezesów odpowiada Zarząd (Executive Board), który składa się z 6 członków, w tym prezesa i wiceprezesa, mianowanych wspólnie przez państwa członkowskie Eurosystemu. Do czasu przyjęcia przez wszystkie państwa członkowskie UE wspólnej waluty w EBC będzie funkcjonować Rada Ogólna⁹⁰ (General Council), składająca się z prezesa i wiceprezesa EBC oraz prezesów wszystkich banków centralnych państw członkowskich UE. Poza prowadzeniem polityki pieniężnej Eurosystemu do podstawowych zadań EBC należą: zapewnienie sprawnego i bezpiecznego funkcjonowania systemów płatniczych oraz dbanie o stabilność systemu finansowego UE, a także emisja banknotów, zarządzanie rezerwami walutowymi, operacje dewizowe i zbieranie danych statystycznych.

Rola ESBC w zakresie usług posttransakcyjnych jest różnorodna. Po pierwsze, sprawuje on nadzór nad systemami rozliczeń i rozrachunku w znaczeniu *oversight*⁹¹. Po drugie, składające się na niego banki centralne wykorzystują infrastrukturę depozytowo-rozliczeniowo-rozrachunkową do realizacji własnych zadań. Po trzecie, same biorą aktywny udział w tworzeniu tej infrastruktury. Po czwarte, promują bezpieczeństwo i efektywność usług posttransakcyjnych na rynku UE.

3.3.3.1. Rola nadzorcza ESBC

Eurosystem sprawuje nadzór w znaczeniu *oversight* nad systemami rozliczeń i rozrachunku papierów wartościowych z 4 głównych powodów:

1. Ze względu na ogromną liczbę i wartość płatności dokonywanych przez SRPW mogą one istotnie wpływać na bezpieczeństwo i efektywność funkcjonowania systemów płatności. Zgodnie z TWE Eurosystem odpowiada za nadzór nad systemami płatności i z powodu silnego związku między nimi a SRPW konieczne jest objęcie także tych systemów nadzorem sprawowanym przez Eurosystem.
2. Zgodnie z TWE Eurosystem może udzielać kredytu tylko pod warunkiem uzyskania „odpowiedniego zabezpieczenia”. W związku z tym nieprawidłowe funkcjonowanie infrastruktury papierów wartościowych mogłoby negatywnie wpłynąć na zdolność

⁸⁹ W języku polskim jest też nazywana Radą Zarządzającą.

⁹⁰ W języku polskim jest też nazywana Radą Generalną.

⁹¹ Nadzór systemowy (*oversight*) zgodnie z definicją BIS oznacza: „działalność publiczną nakierowaną przede wszystkim na wspieranie bezpieczeństwa i sprawności systemów płatności oraz systemów rozrachunku papierów wartościowych, a także w szczególności na ograniczanie ryzyka systemowego”.

Eurosystemu do przeprowadzania operacji polityki pieniężnej oraz na działanie systemu TARGET2⁹².

3. Bezpieczeństwo i efektywność infrastruktury posttransakcyjnej w strefie euro są ważne dla zapewnienia stabilności finansowej, zaufania uczestników rynku oraz zaufania do waluty.
4. Większość krajowych banków centralnych stanowiących integralną część Eurosystemu ma przyznane na mocy prawa krajowego bezpośrednie uprawnienia do sprawowania nadzoru *oversight* nad SRPW.

Działalność nadzorcza banków centralnych UE w zakresie SRPW nie została uregulowana bezpośrednio w aktach regulujących funkcjonowanie ESBC, tj. w TWE i Statucie ESBC, prawdopodobnie dlatego, że zbyt późno uświadomiono sobie znaczenie tych systemów dla realizacji zadań centralnych. W związku z tym podstawy prawne sprawowania nadzoru w znaczeniu *oversight* nad SRPW wywodzi się z art. 105(2) TWE, który jako podstawowe zadanie Eurosystemu wskazuje promowanie płynnego funkcjonowania systemów płatności oraz z art. 22 Statutu ESBC, uprawniającego EBC i banki centralne UE do podejmowania działań, a EBC do wydawania regulacji na rzecz bezpieczeństwa i efektywności systemów rozliczeniowych i systemów płatności w ramach Wspólnoty i z innymi krajami.

Informacje na temat podstaw prawnych oraz praktycznych aspektów sprawowania nadzoru nad SRPW przez poszczególne banki centralne UE, w tym NBP, zostały zaprezentowane w punktach 1.2.8 i 2.1.2.3.

3.3.3.2. ESBC jako użytkownik infrastruktury posttransakcyjnej

Ze względu na przeprowadzanie operacji polityki pieniężnej oraz udzielanie kredytu śróddziennego w systemie TARGET2 w interesie Eurosystemu leży zabezpieczenie się przed stratą oraz niemożnością efektywnego wykonywania zadań. W związku z tym Eurosystem przeprowadza operacje kredytowe wyłącznie z kwalifikowanymi kontrpartnerami (*eligible counterparties*), tylko po uzyskaniu kwalifikowanego zabezpieczenia (*eligible collateral*)⁹³ i tylko wykorzystując kwalifikowane SRPW (*eligible systems*) i połączenia między nimi (*eligible links*).

W celu oceny SRPW oraz połączeń między nimi pod kątem bezpieczeństwa i efektywności rozliczania operacji kredytowych opracowano w 1998 r., zgodnie z powszechnie uznanymi standardami międzynarodowymi, 9 standardów użytkownika (*User standards*), które zawarto w dokumencie pt. „Standardy wykorzystania systemów rozrachunku papierów wartościowych w UE w operacjach kredytowych ESBC”⁹⁴. Spełnianie tych standardów przez SRPW lub połączenia między nimi w znacznym stopniu przyczynia się do eliminacji ryzyka związanego z rozrachunkiem operacji kredytowych i przechowywaniem zabezpieczeń w czasie przeprowadzania tych operacji. W szczególności standardy te dotyczą aspektów prawnych

⁹² Patrz punkt 3.3.3.3 „Udział ESBC w tworzeniu infrastruktury posttransakcyjnej”.

⁹³ Oprócz papierów wartościowych i innych instrumentów finansowych mogą to być również wierzytelności, w tym od 1 stycznia 2007 r. pożyczki bankowe (*credit claims*). Zasady wyboru właściwych wartości majątkowych, w tym papierów wartościowych, spełniających najwyższe standardy kredytowe, zostały określone przez ECAF (*Eurosystem credit assessment framework*). W ocenie brane są pod uwagę: ocena kredytowa dokonana przez zewnętrzne instytucje oceny kredytowej (*external credit assessment institutions*, ECAI, obecnie Eurosystem wykorzystuje oceny Fitch Ratings, Moody's i Standard & Poor's), ocena własna banku centralnego (*In-house credit assessment systems*, ICAS, obecnie prowadzą je banki centralne Niemiec, Hiszpanii, Francji Austrii i Irlandii), własne systemy oceny stron (*internal ratings-based systems*, IRB) oraz narzędzia oceny dostarczone przez osoby trzecie (*rating tools*, RT). Wskazywanie wybranych wartości majątkowych jako przedmiotu zabezpieczenia operacji kredytowych w ESBC ma na celu minimalizację ryzyka finansowego poprzez zapewnienie zabezpieczenia o odpowiedniej jakości.

⁹⁴ *Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations*, January 1998.

funkcjonowania SRPW, prowadzenia rozrachunku w pieniądzu banku centralnego, zasad deponowania i przechowywania papierów wartościowych, nadzoru nad SRPW ze strony odpowiednich władz, zasad uczestnictwa w systemie, metod zarządzania różnymi rodzajami ryzyka, finalności rozrachunku transakcji w ciągu dnia operacyjnego, godzin i dni operacyjnych SRPW oraz ochrony przed ryzykiem operacyjnym.

Na podstawie ww. standardów przeprowadzane są regularne oceny funkcjonowania SRPW oraz połączeń między nimi w strefie euro zgodnie z metodologią specjalnie opracowaną w tym celu. W ocenie SRPW i połączeń między nimi biorą udział zarówno operatorzy tych systemów, jak i banki centralne z danego kraju, których ocena jest weryfikowana przez wyznaczony bank centralny z innego kraju strefy euro. Na ostatnim etapie EBC porównuje wyniki oceny obu banków centralnych i opracowuje raport, który w miarę potrzeby może zawierać rekomendacje dla SRPW. Cały raport zatwierdza Rada Prezesów, a spełnienie rekomendacji przez SRPW warunkuje jego wykorzystanie w operacjach kredytowych Eurosystemu. Systemy oraz połączenia spełniające ww. standardy są umieszczane na liście systemów (*eligible systems*) i połączeń (*eligible links*), które mogą być wykorzystywane do przeprowadzania operacji kredytowych ESBC. Listę tę EBC publikuje na swojej stronie internetowej.

W latach 2003–2004 z inicjatywy EBC odbyła się nieoficjalna ocena systemów RPW (SKARBNET) i KDPW SA pod kątem *User standards*. Miała ona na celu przygotowanie SRPW z nowych krajów UE do rozliczania operacji kredytowych ESBC. Wyniki oceny wykazały, że oba systemy w dużej mierze spełniają *User standards*, a w sprawach wymagających dostosowań wydano kilka rekomendacji. W 2005 r. została przeprowadzona analogiczna ocena połączenia między SRPW prowadzonym przez KDPW SA a austriackim SRPW prowadzonym przez Oesterreichische Kontrollbank AG (OeKB). Według raportu przedstawionego w czerwcu 2005 r. przez EBC, połączenie między KDPW i OeKB zostało uznane za w pełni zgodne z *User standards* i nie otrzymało żadnych rekomendacji. Powyższa ocena również miała charakter nieformalny. Zanim systemy RPW i KDPW SA oraz połączenie istniejące między KDPW i OeKB (lub inne połączenia, które utworzył lub utworzy w przyszłości KDPW SA) będą mogły być wykorzystywane w operacjach kredytowych Eurosystemu, konieczne będzie przeprowadzenie oceny formalnej, która ma nastąpić bezpośrednio przed przystąpieniem Polski do strefy euro.

3.3.3.3. Udział ESBC w tworzeniu infrastruktury posttransakcyjnej

Od wielu lat ESBC odgrywa istotną rolę w tworzeniu infrastruktury systemów płatności i systemów rozrachunku papierów wartościowych. W zakresie systemów płatności banki centralne zorganizowały w swoich strukturach systemy działające na bazie brutto i w czasie rzeczywistym (RTGS), zapewniające bezpieczny i efektywny rozrachunek krajowych płatności wysokokwotowych w pieniądzu banku centralnego. W odniesieniu do papierów wartościowych w wielu bankach centralnych UE powstały depozyty papierów wartościowych przeznaczone do przechowywania skarbowych papierów wartościowych lub papierów emitowanych przez bank centralny oraz rozliczania transakcji na nich zawieranych, głównie operacji polityki pieniężnej. W związku z wprowadzeniem euro ESBC zaangażował się w tworzenie infrastruktury obsługującej cały Eurosystem.

TARGET/TARGET2

Wraz z rozpoczęciem realizacji trzeciego etapu UGW i wprowadzeniem euro jako wspólnej waluty w styczniu 1999 r. rozpoczął funkcjonowanie utworzony przez ESBC trans-europejski zautomatyzowany błyskawiczny system rozrachunku brutto w czasie rzeczywistym.

stym (TARGET)⁹⁵. Decyzja o jego budowie była podyktowana koniecznością stworzenia niezawodnego i efektywnego instrumentarium do przeprowadzania operacji wspólnej polityki pieniężnej oraz mechanizmów gwarantujących sprawne i bezpieczne przepływy płatności w euro. System TARGET był zdecentralizowany, zarówno pod względem prawnym, jak i technicznym. W jego skład wchodziły systemy RTGS prowadzone przez banki centralne poszczególnych państw członkowskich należących do Eurosystemu, Danii, Szwecji, Wielkiej Brytanii oraz tzw. mechanizm płatniczy EPM, prowadzony przez EBC, połączone ze sobą siecią *Interlinking*. Komunikacja w tej sieci była oparta na standardach SWIFT. Uczestnictwo w systemie TARGET było obowiązkowe dla banków centralnych tych krajów członkowskich UE, które przyjęły euro jako walutę narodową. Uczestnikami systemu TARGET mogły być ponadto instytucje kredytowe z Europejskiego Obszaru Gospodarczego (EOG), podlegające nadzorowi⁹⁶. W drodze wyjątku⁹⁷, za zgodą właściwego banku centralnego, uczestnikami krajowego systemu RTGS mogły być następujące podmioty:

- ministerstwa skarbu lub odpowiadające im organy centralnych lub regionalnych władz państw członkowskich, działające na rynkach pieniężnych,
- instytucje sektora publicznego państw członkowskich uprawnione do prowadzenia rachunków dla klientów,
- przedsiębiorstwa inwestycyjne,
- instytucje świadczące usługi rozliczeniowe lub rozrachunkowe, podlegające nadzorowi właściwych władz,
- banki centralne mające siedzibę w UE, których systemy RTGS nie były przyłączone do systemu TARGET.

Struktura uczestnictwa w systemie TARGET była dwuszczeblowa. Uczestnikiem bezpośrednim był uczestnik mający rachunek RTGS w euro w banku centralnym. Uczestnikami pośrednimi byli uczestnicy mający rachunki w euro u uczestnika bezpośredniego, który wówczas pełnił dla nich funkcję banku rozrachunkowego (*settlement bank*).

W marcu 2005 r. do systemu TARGET przystąpił NBP za pośrednictwem Banca d'Italia, a w listopadzie 2006 r. bank centralny Estonii również za pośrednictwem włoskiego banku centralnego – na zasadzie dobrowolności. Bank centralny Słowenii przystąpił do TARGET za pośrednictwem Deutsche Bundesbank wraz z przyjęciem euro jako waluty narodowej w styczniu 2007 r. Również z początkiem 2007 r. bank centralny Szwecji, w wyniku wcześniej podjętej decyzji, przestał być uczestnikiem tego systemu.

Znaczenie systemu TARGET od samego początku było ogromne. Stał się on jednym z największych na świecie systemów rozliczających płatności wysokokwotowe. W 2007 r. ponad 10 tysięcy banków, włączając oddziały i filie, korzystało z usług systemu TARGET, a rozliczane w nim płatności trafiały do ponad 52 tysięcy banków na całym świecie. W tym samym roku przetworzył ponad 93 mln transakcji o wartości prawie 617 bln euro, co stanowiło 61% liczby płatności i 89% wartości wszystkich płatności przetworzonych przez wszystkie wysokokwotowe systemy płatności operujące w euro. TARGET odgrywał więc ogromną rolę

⁹⁵ Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System.

⁹⁶ W rozumieniu art. 1 ust. 1 dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 20 marca 2000 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje kredytowe (Dziennik Urzędowy WE nr L 126 z 26 maja 2000 r., s. 0001–0059).

⁹⁷ Z zastrzeżeniem art. 7 ust. 1 *Wytocznych Europejskiego Banku Centralnego z dnia 30 grudnia 2005 r. w sprawie transeuropejskiego zautomatyzowanego błyskawicznego systemu rozrachunku brutto w czasie rzeczywistym (TARGET) (EBC/2005/16)*, który brzmi: „Kierowanie, zarządzanie i kontrola nad systemem TARGET należą do kompetencji Rady Prezesów EBC. Rada Prezesów może określać zasady i warunki, na których transgraniczne systemy płatności inne niż krajowe systemy RTGS mogą korzystać z transgranicznej infrastruktury systemu TARGET lub zostać z nim połączone”.

w promowaniu zintegrowanego rynku pieniężnego strefy euro, co stanowiło podstawę efektywnego prowadzenia wspólnej polityki pieniężnej, oraz przyczynił się do integracji rynków finansowych strefy euro⁹⁸.

W związku z planowanym poszerzeniem UE, w celu pogłębienia harmonizacji w sferze rozliczeń oraz dalszego usprawnienia i uproszczenia transferu płatności w euro w październiku 2002 r. Rada Prezesów EBC podjęła decyzję o rozpoczęciu prac nad nowym systemem – TARGET2, który miał zastąpić system TARGET. System ten rozpoczął funkcjonowanie 19 listopada 2007 r. i przez pół roku, tj. do 18 maja 2008 r., działał równoległe z systemem TARGET. Decyzja o stopniowym przechodzeniu uczestników z systemu TARGET do systemu TARGET2 (w trzech grupach, co kwartał) była podyktowana dążeniem do zminimalizowania ryzyka systemowego, które mogłoby się pojawić, gdyby system TARGET został całkowicie zastąpiony systemem TARGET2 w ciągu jednego dnia.

Pod względem prawnym system TARGET2 jest w dalszym ciągu zdecentralizowany. Pod względem technicznym jest on jednak, w odróżnieniu od swojego poprzednika, systemem scentralizowanym, opartym na jednolitej wspólnej platformie (SSP)⁹⁹. SSP ma strukturę modułową. Korzystanie z niektórych modułów (np. z modułu płatniczego – *Payment Module*, PM) jest dla uczestników obowiązkowe, z innych zaś – dobrowolne. Komunikacja w systemie oparta jest na SWIFT.

Struktura uczestnictwa systemu TARGET2 jest dwuszczeblowa. Podmiotami uprawnionymi do bezpośredniego uczestnictwa w systemie, oprócz banków centralnych krajów członkowskich UE, są¹⁰⁰:

- a) instytucje kredytowe mające siedzibę w EOG, również jeżeli działają za pośrednictwem oddziału mającego siedzibę w EOG;
- b) instytucje kredytowe mające siedzibę poza EOG, o ile działają one za pośrednictwem oddziału mającego siedzibę w EOG.

Uczestnikami bezpośrednimi systemu TARGET2 mogą być, za zgodą właściwego banku centralnego, także podmioty świadczące usługi rozliczeniowe lub rozrachunkowe, mające siedzibę w EOG i podlegające nadzorowi systemowemu właściwego organu. W systemie TARGET2 każdy uczestnik bezpośredni ma rachunek w PM na SSP. Uczestnikiem pośrednim systemu TARGET2 może być instytucja kredytowa z siedzibą w EOG, która zawarła z uczestnikiem bezpośrednim umowę o wysyłanie zleceń płatniczych i otrzymywanie płatności za pośrednictwem rachunku w PM takiego uczestnika bezpośredniego i która została uznana za uczestnika pośredniego. Uczestnik pośredni ma rachunek u uczestnika bezpośredniego, który w jego imieniu kieruje zleceniami płatnicze do systemu TARGET2 i przyjmuje je z tego systemu¹⁰¹.

Oprócz uczestnictwa (bezpośredniego lub pośredniego) istnieją dwa inne rozwiązania umożliwiające dostęp do systemu TARGET2:

- Dostęp wieloadresowy. Rozwiązanie to zapewnia instytucjom kredytowym mającym siedzibę w EOG lub ich oddziałom dostęp do systemu TARGET2 poprzez

⁹⁸ *TARGET Annual Report 2007*.

⁹⁹ *Single Shared Platform*. SSP została opracowana i jest obsługiwana wspólnie przez banki centralne Niemiec, Włoch i Francji (tzw. 3CB), które złożyły w tym zakresie odpowiednią ofertę, zaakceptowaną przez Radę Prezesów EBC w grudniu 2004 r.

¹⁰⁰ Spośród banków centralnych UE nienależących do Eurosystemu, tj. niemających obowiązku uczestniczenia w systemie TARGET2, na uczestnictwo w tym systemie zdecydowały się banki centralne: Cypru, Danii, Estonii, Litwy, Łotwy, Malty i Polski.

¹⁰¹ Zgodnie z decyzją Rady Prezesów EBC banki centralne jako uczestnicy bezpośredni mogą pośredniczyć w dostępie do systemu TARGET2 tylko w tzw. okresie przejściowym, trwającym 4 lata od dnia przejścia określonego banku centralnego na SSP.

składanie zleceń płatniczych bądź otrzymywanie płatności bezpośrednio w tym systemie. Wskazane podmioty są upoważnione do składania zleceń płatniczych za pośrednictwem rachunku w PM uczestnika bezpośredniego bez jego udziału.

- Status adresowalnego posiadacza BIC¹⁰². Status taki może uzyskać podmiot, który nie jest zarejestrowany jako uczestnik pośredni, ale ma BIC oraz jest korespondentem lub klientem uczestnika bezpośredniego bądź oddziałem uczestnika bezpośredniego lub uczestnika pośredniego i może składać zlecenia płatnicze do systemu TARGET2 oraz otrzymywać płatności z tego systemu za pośrednictwem uczestnika bezpośredniego.

Z technicznego punktu widzenia dostęp wieloadresowy i status adresowalnego posiadacza BIC dają uczestnikowi takie same możliwości przeprowadzania rozliczeń za pośrednictwem systemu TARGET2, jak uczestnictwo bezpośrednie i pośrednie w tym systemie. Jednak w sensie prawnym podmioty korzystające z tych rozwiązań, nie będąc uczestnikami systemu TARGET2, nie mają praw wynikających ze statusu uczestnika, m.in. nie są objęte przepisami dyrektywy o ostateczności rozrachunku.

W porównaniu z systemem TARGET system TARGET2 ma rozbudowany mechanizm zarządzania płynnością. Jego istotą jest możliwość tworzenia wspólnej puli płynności przez grupy podmiotów. Rozwiązanie to służy efektywnemu zarządzaniu płynnością przez uczestników grupy oraz minimalizacji kosztów wynikających z uczestnictwa w systemie TARGET2.

Opłata za obsługę pojedynczej transakcji w TARGET2 wynosi od 85 eurocentów do 17,5 eurocenta (w jednej z dwóch opcji taryf w TARGET2, podobnie jak w TARGET, stosuje się degresywną skalę opłat, tzn. im więcej płatności uczestnik prześle do rozliczenia, tym niższą opłatę uiszczy za realizację pojedynczej płatności).

Wprowadzenie systemu TARGET2 ma duże znaczenie dla funkcjonowania SRPW. SRPW uczestniczyły w systemie TARGET za pośrednictwem banków centralnych poszczególnych państw członkowskich jako uczestnicy bezpośredni lokalnych systemów RTGS. W systemie TARGET2 SRPW mogą być bezpośrednimi uczestnikami jako tzw. systemy zewnętrzne (*Ancillary Systems*, AS). Połączenie z SSP uzyskują wówczas albo za pomocą interfejsu dedykowanego (*Ancillary System Interface*, ASI), albo przez zwykły interfejs użytkownika (*Payment Interface*, PI). Bezpośrednie uczestnictwo SRPW w TARGET2, a w szczególności umiejscowienie ich rachunku bezpośrednio na SSP w znacznym stopniu ułatwiło dokonywanie rozrachunku pieniężnego wynikającego z transakcji transgranicznych. TARGET2 umożliwia bowiem technicznie SRPW kierowanie w ramach sesji rozliczeniowych płatności zarówno do swoich krajowych uczestników, jak i do swoich uczestników mających siedzibę w innych krajach oraz na rachunek pieniężny na SSP w ramach innego obszaru płatniczego. Funkcja ta może się przyczynić do rozwoju połączeń typu DvP między krajowymi depozytami papierów wartościowych. Ponadto TARGET2 wprowadził nową – w porównaniu z systemem TARGET – funkcję, umożliwiającą rozrachunek pieniężny transakcji w ramach przetwarzania nocnego w depozycie papierów wartościowych w pieniądzu banku centralnego. Z technicznego punktu widzenia wprowadzenie nowego systemu TARGET2 niewątpliwie istotnie wpłynęło na efektywność rozrachunku pieniężnego dokonywanego w ramach SRPW.

TARGET2 przejął funkcję systemu TARGET w obsłudze płatności wysokokwotowych w strefie euro. Ze względu na jego znacznie bardziej zharmonizowany charakter oraz nowoczesność zastosowanych w nim rozwiązań przewiduje się, że jeszcze bardziej przyczyni się on do integracji europejskich rynków finansowych.

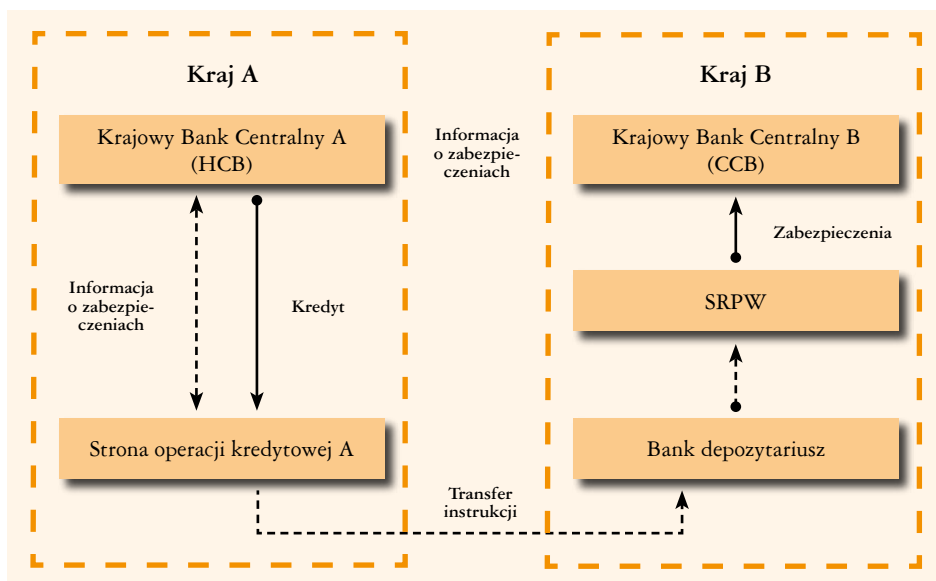
¹⁰² BIC – *Bank Identifier Code* – unikalny identyfikator podmiotu w SWIFT.

CCBM/CCBM2

W celu umożliwienia transgranicznego wykorzystywania zabezpieczeń w operacjach kredytowych Eurosystemu oraz na potrzeby kredytu śróddziennego udzielanego przez banki centralne w ramach systemu TARGET 4 stycznia 1999 r. wprowadzono tzw. model banków centralnych korespondentów (*Correspondent Central Banking Model, CCBM*). Powstanie CCBM było związane z wprowadzonym w ramach Eurosystemu ograniczeniem polegającym na tym, że na potrzeby operacji kredytowych banki mogą zaciągać kredyt wyłącznie w krajowych bankach centralnych. CCBM zapewnił kontrpartnikom operacji kredytowych możliwość wykorzystywania jako zabezpieczeń wszystkich posiadanych przez nich kwalifikowanych aktywów bez względu na to, w którym kraju Eurosystemu są one zdeponowane.

CCBM umożliwia zatem uzyskanie kredytu w euro z krajowego banku centralnego (*Home Central Bank, HCB*) pod zabezpieczenie ustanowione na papierach wartościowych znajdujących się na rachunku w zagranicznym banku centralnym (*Correspondent Central Bank, CCB*). Aby CCB mógł przechować zabezpieczenie operacji kredytowej w imieniu HCB, strona operacji kredytowej musi uprzednio zlecić transfer aktywów stanowiących przedmiot zabezpieczenia ze swojego rachunku w SRPW, funkcjonującym w kraju CCB, na rachunek w CCB.

Schemat 4. Schemat funkcjonowania CCBM



Źródło: na podstawie schematu opracowanego przez EBC.

Przy korzystaniu z CCBM strony powinny mieć świadomość istnienia w poszczególnych państwach członkowskich różnych form zabezpieczeń (zastaw, *repo*) oraz różnych metod przechowywania papierów wartościowych, a także stosowania różnych procedur działania przez poszczególne SRPW.

CCBM został pierwotnie wprowadzony na 5 lat, do momentu utworzenia alternatywnego rozwiązania przez uczestników rynku. Na skutek braku takich inicjatyw funkcjonowanie CCBM przedłużono o kolejne 5 lat. Obecnie jedyną alternatywą dla CCBM jest użycie do ustanowienia zabezpieczenia transgranicznego kwalifikowanych połączeń międzysystemowych (*eligible links*), czyli takich, które zostały pozytywnie ocenione pod kątem spełnienia

*User standards*¹⁰³. Do tej pory CCBM było wykorzystywane kilkakrotnie częściej niż *eligible links*. W grudniu 2007 r. zabezpieczenia transgraniczne przekazane za pośrednictwem CCBM stanowiły 39,62% wszystkich zabezpieczeń w operacjach kredytowych Eurosystemu. W odniesieniu do *eligible links* liczba ta wyniosła 8,89% (51,48% zabezpieczeń stanowiły zabezpieczenia krajowe)¹⁰⁴.

W związku z tym, że CCBM ma wiele wad (przede wszystkim zróżnicowany poziom automatyzacji w poszczególnych bankach centralnych, niezgodność procedur systemu z procedurami lokalnymi oraz brak standaryzacji), w marcu 2007 r. Rada Prezesów EBC zdecydowała o rozpoczęciu prac nad nowym systemem zarządzania zabezpieczeniami, który został nazwany CCBM2 (*Collateral Central Bank Management*). CCBM2 będzie obsługiwał zarówno zabezpieczenia krajowe, jak i zagraniczne, obejmując wszystkie rodzaje zabezpieczeń kwalifikowanych (CCBM obsługuje wyłącznie zabezpieczenia transgraniczne). Przewiduje się, że CCBM2 będzie mógł być wykorzystywany również do innych celów niż operacje kredytowe Eurosystemu.

Według wstępnych założeń nowy system będzie miał postać wspólnej platformy, do której stworzenia zostaną wykorzystane istniejące systemy, tj. wspólny system zarządzania zabezpieczeniami banków centralnych Belgii i Holandii. CCBM2 będzie więc systemem scentralizowanym, ale zachowa zdecentralizowane relacje biznesowe między bankami centralnymi a ich kontrpartnernami w operacjach kredytowych. Zakłada się, że uczestnictwo w CCBM2 będzie dobrowolne.

CCBM2 będzie się charakteryzował bardzo dużą harmonizacją dzięki oferowaniu jednolitego poziomu usług dla wszystkich aktywów kwalifikowanych, jednolitego interfejsu z użytkownikami, opartego na standardach SWIFT, i jednolitej struktury opłat za swoje usługi. CCBM2 ma zwiększyć efektywność wykorzystania zabezpieczeń w operacjach kredytowych Eurosystemu na skutek wykorzystania istniejącego już skonsolidowanego systemu, działania w czasie rzeczywistym na zasadzie STP i pełnej kompatybilności z innymi nowymi systemami, tj. TARGET2 i TARGET2-Securities (prace nad projektem będą prowadzone równocześnie z pracami nad T2S). Przewiduje się, że CCBM2 zostanie wdrożony razem z TARGET2-Securities, tj. w 2013 r. lub wcześniej.

TARGET2-Securities

W związku z wprowadzeniem TARGET2 w Eurosystemie zaczęto rozważać możliwość wykorzystania jego funkcji do zapewnienia bezpiecznego i sprawnego rozrachunku transakcji na papierach wartościowych w pieniądzu banku centralnego na wspólnej platformie. W lipcu 2006 r. Rada Prezesów EBC zdecydowała o rozpoczęciu publicznych konsultacji w sprawie podstawowych założeń projektu nowego systemu, który nazwano TARGET2-Securities (T2S). W dniu 8 marca 2007 r. Rada Prezesów podjęła decyzję o rozpoczęciu realizacji pierwszego etapu projektu, obejmującego konsultacje w sprawie określenia wymagań użytkownika (*T2S user requirements*). Projekt T2S ma na celu stworzenie platformy technicznej do rozrachunku transakcji na papierach wartościowych, niebędącej europejskim centralnym depozytem papierów wartościowych.

Zgodnie z podstawowymi założeniami projektu funkcja rozrachunkowa centralnych depozytów papierów wartościowych, które przystąpią do systemu, dotycząca instrumentów finansowych oznaczonych kodami ISIN zarejestrowanych na prowadzonych przez nie kontach, zostanie przeniesiona, na zasadzie *outsourcingu*, na platformę T2S. Centralne depozyty wciąż będą

¹⁰³ Patrz punkt 3.3.3.2 „ESBC jako użytkownik infrastruktury posttransakcyjnej”.

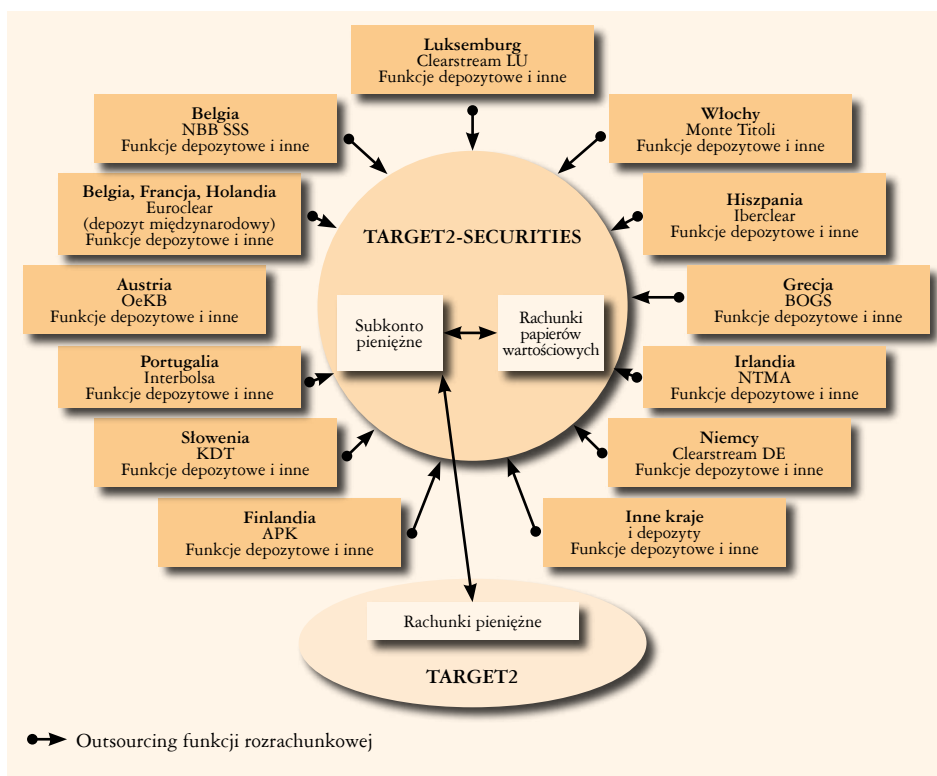
¹⁰⁴ European Central Bank, *Blue Book: Payment and securities settlement systems in the European Union: euro area countries*, Frankfurt, August 2007.

realizowały funkcje depozytowe, w tym obsługę praw z papierów wartościowych, oraz świadczyły inne usługi. Zadaniem centralnych depozytów będzie również dostarczanie informacji do baz danych niezbędnych do rozrachunku w T2S. Uczestnictwo w systemie ma być dobrowolne.

Rozrachunek w T2S będzie dokonywany na zasadzie FoP oraz DvP zgodnie z Modelem 1 BIS wzbogaconym o mechanizm optymalizacji (*netting* techniczny i wykorzystanie innych algorytmów) i tzw. mechanizm recyklingowy¹⁰⁵. System będzie funkcjonował w cyklu dziennym (zgodnie z harmonogramem dnia systemu TARGET2) i nocnym.

Banki centralne będą zarządzać dostępem uczestników centralnych depozytów do pieniądza banku centralnego. W T2S będą otwierane i prowadzone rachunki pieniężne jako dedykowane subkonta pieniężne systemu TARGET2, co zapewni rozrachunek w papierach wartościowych i środkach pieniężnych na jednej platformie¹⁰⁶. Zasadniczo T2S będzie obsługiwał transakcje, których rozrachunek następuje w euro. W przypadku istnienia zapotrzebowania danego rynku możliwe będzie jednak dokonywanie rozrachunku w innych walutach, pod warunkiem że bank centralny właściwy dla danej waluty weźmie na siebie odpowiedzialność za rozrachunek pieniężny.

Schemat 5. Schemat funkcjonowania T2S



Źródło: na podstawie schematu przygotowanego przez EBC.

¹⁰⁵ Jest to mechanizm pozwalający na kontynuowanie przetwarzania instrukcji, których rozrachunek nie powiódł się za pierwszym razem. Mechanizm przewidziany w ramach T2S będzie pozwalał na kontynuowanie przetwarzania takich instrukcji również w kolejnym dniu operacyjnym.

¹⁰⁶ Oba systemy mają działać na tej samej platformie technicznej.

Przewiduje się, że prace nad projektem potrwać od 4 do 6 lat i będą przebiegać w 3 fazach: opracowanie wymagań użytkownika i pierwszego projektu Szczegółowych Specyfikacji Funkcjonalnych (DFS)¹⁰⁷, opracowanie i wdrożenie systemu, w tym finalizacja DFS i przeprowadzanie testów, oraz testowanie i przeniesienie danych i funkcji do systemu (prace mają trwać od IV kwartału 2010 r. do I kwartału 2013 r.). Prace nad T2S prowadzone są przez Eurosystem w ścisłej współpracy z uczestnikami rynku, tj. depozytami papierów wartościowych, bankami i innymi instytucjami powiązanymi z usługami posttransakcyjnymi.

EBC ma nadzieję, że realizacja projektu T2S przyczyni się do zintegrowania istniejących już SRPW, zapewni zharmonizowany rozrachunek w pieniądzu banku centralnego w UE i redukcję kosztów rozrachunku transakcji. W szczególności EBC zakłada, że rozrachunek transakcji transgranicznych stanie się równie efektywny jak rozrachunek transakcji krajowych, stosowane będą jednolite opłaty rozrachunkowe, poprawią się warunki konkurencji pomiędzy centralnymi depozytami papierów wartościowych, emitenci uzyskają szerszy dostęp do inwestorów, a jednocześnie inwestorzy zyskają tańszy dostęp do zagranicznych instrumentów finansowych, przez co będą mieli większe możliwości dywersyfikacji portfeli.

3.3.3.4. Rola ESBC w promowaniu bezpieczeństwa i efektywności rozliczeń i rozrachunku

Poza nadzorem nad systemami rozliczeń i rozrachunku, wykorzystywaniem infrastruktury posttransakcyjnej do realizacji własnych zadań oraz udziałem w tworzeniu infrastruktury rozliczeniowo-rozrachunkowej ESBC odgrywa również ogromną rolę w promowaniu integracji na rynku finansowym, w tym zwiększaniu bezpieczeństwa i efektywności rozliczeń i rozrachunku transakcji, których przedmiotem są papiery wartościowe. W tym celu ESBC bierze aktywny udział w wielu paneuropejskich inicjatywach (np. w usuwaniu barier Giovanniniego¹⁰⁸, opracowaniu standardów ESBC-CESR), blisko współpracuje z różnymi instytucjami unijnymi (np. KE, CESR) oraz z uczestnikami rynku (depozyty, centralni kontrpartnerzy, banki, stowarzyszenia podmiotów powiązanych z rozliczeniami i rozrachunkiem), a także propaguje wiedzę z zakresu rozliczeń i rozrachunku za pomocą licznych publikacji (np. *Blue Book*). Przykłady takich działań zostały opisane poniżej.

Standardy ESBC-CESR

W październiku 2001 r. ESBC i CESR zdecydowały o podjęciu współpracy w zakresie rozliczeń i rozrachunku papierów wartościowych. Na skutek tej decyzji została powołana wspólna Grupa Robocza ESBC-CESR (zwana dalej Grupą) złożona z przedstawicieli, banków centralnych poszczególnych państw członkowskich UE i EBC oraz CESR. W pracach Grupy w charakterze obserwatorów uczestniczyły: KE, Komitet Nadzoru Bankowego (Banking Supervision Committee, BSC) i Komitet Europejskich Nadzorców Bankowych (Committee of European Banking Supervisors, CEBS). Ponadto Grupa ściśle współpracowała z uczestnikami rynku, m.in. poprzez organizację publicznych konsultacji. Grupa została zobowiązana do opracowania jednolitych standardów dla podmiotów świadczących usługi w zakresie rozliczeń i rozrachunku w UE na podstawie istniejących międzynarodowych rekomendacji CPSS-IOSCO, które w toku prac miały zostać zaadaptowane do warunków europejskich. We wrześniu 2004 r. Grupa zakończyła prace nad dokumentem pt. „Standardy rozliczeń i rozrachunku papierów

¹⁰⁷ *Detailed Functional Specifications*

¹⁰⁸ Patrz punkt 3.3.2.5 „Raporty Giovanniniego”.

wartościowych w Unii Europejskiej”¹⁰⁹, który został opublikowany na stronie internetowej EBC. Dokument ten poświęcony był głównie standardom dla centralnych depozytów papierów wartościowych. Następnie Grupa w składzie powiększonym o przedstawicieli nowych państw członkowskich UE przystąpiła do tworzenia metodologii oceny spełniania ww. standardów oraz do dostosowania do warunków europejskich standardów dla centralnych kontrpartnerów oraz metodologii oceny ich spełniania. W ramach tych prac członkowie Grupy zostali podzieleni na zespoły zadaniowe, zajmujące się poszczególnymi aspektami standardów i metodologii oceny ich spełniania. Przedstawiciele NBP uczestniczyli w pracach Grupy Roboczej ESBC-CESR, Zespołu zadaniowego ds. centralnego kontrpartera oraz Zespołu zadaniowego ds. nadzoru. Ponadto przedstawiciel ówczesnej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd brał udział w pracach Grupy Roboczej ESBC-CESR. W październiku 2005 r., gdy prace nad standardami były już niemal zakończone podjęto decyzję o ich zawieszeniu. Było to skutkiem pewnych kontrowersji merytorycznych (dotyczących statusu centralnych depozytów papierów wartościowych i obejmowania standardami banków depozytariuszy) i formalnych (dotyczących procedur ustanawiania regulacji w UE), zgłoszonych przez kilka państw członkowskich.

Prace nad standardami ESBC-CESR zostały zawieszono głównie ze względu na propozycję KE, zawartą w dwóch komunikatach z 2002 i 2004 r., wprowadzenia dyrektywy w zakresie rozliczeń i rozrachunku. Ostatecznie jednak KE zdecydowała o niewprowadzaniu dyrektywy i przyjęciu przez uczestników rynku w 2006 r. *Code of Conduct*¹¹⁰. W związku z tym w 2007 r. KE i EBC zaproponowały przyjęcie rozwiązań kompromisowych w kwestiach merytorycznych i pozostałych kwestiach formalnych. Kwestia standardów ESBC-CESR była przedmiotem obrad ECOFIN w 2007 r. i 2008 r. Wznowienie prac nad standardami ESBC-CESR nastąpiło w 2008 r.

Zakończenie prac nad standardami ESBC-CESR i ich wdrożenie mają ogromne znaczenie dla rozwoju usług postransakcyjnych w UE. Standardy te promują bowiem bezpieczeństwo rozliczeń i rozrachunku transakcji, których przedmiotem są instrumenty finansowe. Powinno to prowadzić do minimalizacji ryzyka systemowego i większej ochrony inwestorów. Ponadto standardy ESBC-CESR mają służyć zwiększeniu efektywności rozliczeń i rozrachunku, co powinno spowodować wzrost integracji i konkurencyjności rynku europejskiego. Wprowadzenie jednolitych standardów w całej UE przyczyniłoby się również do ujednoczenia wymogów nadzorczych stosowanych na poszczególnych rynkach UE.

COGESI

W zakresie rozliczeń i rozrachunku ESBC ściśle współpracuje z uczestnikami rynku. Przykładem takiej współpracy było utworzenie Grupy Kontaktowej w Zakresie Infrastruktury Papierów Wartościowych w Euro (Contact Group on Euro Securities Infrastructure, COGESI). W skład COGESI wchodzi przedstawiciele banków centralnych strefy euro i EBC, przedstawiciele największych banków komercyjnych, centralnych depozytów papierów wartościowych i centralnych kontrpartnerów wywodzących się przeważnie ze strefy euro, oraz stowarzyszeń tych podmiotów, np. ECSDA, EACH. Przewodniczącym Grupy jest Zastępca Dyrektora Departamentu ds. Systemów Płatności i Infrastruktury Rynku w EBC. Banki centralne państw członkowskich, które nie przyjęły jeszcze wspólnej waluty, są reprezentowane w Grupie przez delegatów mających status obserwatora. Swojego obserwatora w COGESI ma również KE. COGESI zbiera się dwa razy w roku.

¹⁰⁹ *Standards for securities clearing and settlement in the European Union*, September 2004.

¹¹⁰ Patrz punkt 3.3.4.4 „Code of Conduct”.

Grupa zajmuje się rozwojem i integracją infrastruktury rozrachunku papierów wartościowych w strefie euro, w tym zagadnieniami związanymi z zarządzaniem zabezpieczeniami finansowymi i płynnością.

Blue Book

Od 1992 r. banki centralne UE propagują wiedzę na temat rozliczeń i rozrachunku. W tym celu regularnie opracowują i wydają publikację dotyczące organizacji i funkcjonowania systemów płatności oraz systemów rozrachunku papierów wartościowych w państwach członkowskich oraz akcesyjnych UE, powszechnie nazywaną Niebieską Księgą (*Blue Book*). Po raz pierwszy *Blue Book* wydano w 1992 r., a następnie w 1996 i w 2001 r. W latach 1999 i 2002 ukazały się dwie edycje *Blue Book* dotyczące krajów akcesyjnych, w tym Polski. W sierpniu 2007 r. opublikowano czwartą edycję, obejmującą 27 państw członkowskich. Rozdziały dotyczące poszczególnych krajów obejmują następujące grupy zagadnień: aspekty instytucjonalne, formy rozliczeń pieniężnych wykorzystywane przez podmioty niebankowe, rozliczenia międzybankowe i systemy rozrachunkowe oraz kwestie związane z papierami wartościowymi, tj. informacje dotyczące platform obrotu, systemów rozliczeniowych i systemów rozrachunku papierów wartościowych.

Uzupełnieniem do *Blue Book* jest uaktualniany corocznie Dodatek do Niebieskiej Księgi (*Blue Book Addendum*), obejmujący statystyki z zakresu rozliczeń pieniężnych, systemów płatności oraz systemów rozrachunku papierów wartościowych. W dniu 22 grudnia 2006 r. została opublikowana kolejna edycja *Blue Book Addendum*, obejmująca dane statystyczne za lata 2001–2005.

W celu zapewnienia podstaw prawnych przekazywania danych statystycznych do *Blue Book* 30 maja 2006 r. została podpisana umowa między NBP a KDPW SA o współpracy w zakresie przekazywania danych statystycznych.

3.3.4. Europejskie inicjatywy branżowe

Potrzeba harmonizacji w dziedzinie usług depozytowych, rozliczeniowych i rozrachunkowych została dostrzeżona nie tylko na szczeblu publicznym, jako element polityki integracji rynków finansowych w UE, lecz także przez uczestników i instytucje infrastruktury rynku kapitałowego. Organizacje reprezentujące podmioty rynkowe – działające zarówno w skali europejskiej, jak i światowej – podjęły (z własnej inicjatywy, w wyniku wskazania w Raplocie Giovanniniego bądź z inspiracji KE) wiele działań zmierzających do standaryzacji usług posttransakcyjnych. Wynikiem tych inicjatyw jest tworzenie „miękkich” norm regulujących usługi posttransakcyjne, takich jak standardy, rekomendacje czy kodeksy dobrych praktyk.

3.3.4.1. ECSDA

W drugim Raplocie Giovanniniego wskazano na odpowiedzialność podmiotów rynkowych za usunięcie niektórych barier harmonizacji europejskiego rynku kapitałowego. Zadanie usunięcia trzech z tych barier powierzono stowarzyszeniu ECSDA. Były to: bariera 3., dotycząca harmonizacji obsługi operacji na papierach wartościowych, bariera 4., dotycząca śróddziennej ostateczności rozrachunku, oraz bariera 7., dotycząca harmonizacji dni i godzin otwarcia systemów depozytowo-rozrachunkowych oraz terminów rozrachunku.

Europejskie Stowarzyszenie Centralnych Depozytów Papierów Wartościowych¹¹¹ (ECSDA) powstało w 1997 r. jako forum wymiany poglądów i współpracy depozytów zachodnioeuro-

¹¹¹ European Central Securities Depositories Association

pejskich. Od początku prace Stowarzyszenia koncentrowały się wokół zagadnień bezpiecznego i efektywnego rozrachunku transgranicznego, do których z czasem dołączono także kwestie ograniczania ryzyka rozrachunku oraz integracji europejskiego rynku kapitałowego. ECSDA doradza też instytucjom UE w kwestiach związanych z rozrachunkiem papierów wartościowych. W 2006 r. nastąpiło połączenie ECSDA ze Stowarzyszeniem Centralnych Depozytów Papierów Wartościowych i Izb Rozliczeniowych Europy Centralnej i Wschodniej¹¹² (CEECSDA), działającym od 1998 r. i zrzeszającym depozyty z 15 krajów. Obecnie ECSDA reprezentuje 42 depozyty papierów wartościowych (w tym depozyty międzynarodowe) z całej Europy, w tym z Rosji i Turcji.

Funkcjonująca w ramach ECSDA Grupa Robocza ds. harmonizacji przygotowała i opublikowała w kwietniu 2004 r. dokument „Odpowiedź ECSDA na Raport Giovanniniego”¹¹³. Zawierał on 10 standardów, dotyczących harmonizacji dni i godzin pracy systemów rozrachunkowych oraz ostateczności rozrachunku, do których powinny się dostosować instytucje prowadzące rozrachunek w celu usunięcia barier 4. i 7. Grupa na bieżąco monitoruje stopień dostosowania poszczególnych członków ESCDA do standardów. Ponadto Stowarzyszenie prowadzi prace nad standardami dotyczącymi obsługi operacji na papierach wartościowych, co ma doprowadzić do eliminacji bariery 3. W czerwcu 2005 r. opublikowano dokument¹¹⁴ zawierający 16 standardów dotyczących tzw. dystrybucji obowiązkowych (świadczeń, co do których inwestor nie ma możliwości wyboru, np. wypłaty dywidendy lub odsetek). W lipcu 2006 r. ukazał się kolejny dokument¹¹⁵, zawierający 10 standardów dotyczących obsługi roszczeń o prawo do pożytków z papierów wartościowych. Prowadzone są dalsze prace standaryzacyjne, dotyczące pozostałych rodzajów operacji na papierach wartościowych (dystrybucji opcjonalnych, tj. świadczeń pieniężnych i niepieniężnych emitenta, których realizacja może być uzależniona od decyzji inwestora, oraz reorganizacji, czyli zdarzeń korporacyjnych, skutkujących zmianami cech papierów wartościowych, takich jak asymilacja, konwersja czy podział akcji).

Ponadto ECSDA we współpracy z Europejskim Forum Papierów Wartościowych (European Securities Forum, ESF) opracowała i opublikowała w październiku 2006 r. zestaw 17 standardów dotyczących harmonizacji zasad zestawiania instrukcji rozrachunku¹¹⁶.

3.3.4.2. EACH

Europejskie Stowarzyszenie Centralnych Kontrpartnerów¹¹⁷ (EACH) powstało w 1991 r. i zrzesza europejskie instytucje pełniące funkcje CCP (obecnie liczy 15 członków). Stowarzyszenie bierze aktywny udział w opracowywaniu i realizacji postanowień Code of Conduct, tworzy własne standardy dotyczące zarządzania ryzykiem, jak również służy głosem doradczym przy opracowywaniu standardów ESBC-CESR dla CCP i w innych przedsięwzięciach integracyjnych.

¹¹² Central and Eastern European Central Securities Depositories and Clearing Houses Association

¹¹³ *The European Central Securities Depositories Association's Response to the Giovannini Report*, April 2004.

¹¹⁴ *The European Central Securities Depositories Association's Response to the Giovannini Report, Barrier 3, Corporate Actions - Part 1 Mandatory Distributions*, 30 June 2005.

¹¹⁵ *The European Central Securities Depositories Association's Response to the Giovannini Report, Barrier 3, Corporate Actions - Part 2 Market Claims*, July 2006.

¹¹⁶ *ESF ECSDA Matching Standards*

¹¹⁷ European Association of Central Counterparty Clearing Houses

3.3.4.3. FESE

Federacja Europejskich Giełd Papierów Wartościowych (FESE) zrzesza operatorów europejskich rynków papierów wartościowych i instrumentów pochodnych. W październiku 2008 r. FESE miała 23 pełnoprawnych członków i reprezentowała 42 giełdy papierów wartościowych z krajów UE, Islandii, Norwegii i Szwajcarii¹¹⁸. FESE działa na rzecz konkurencyjności giełd europejskich w skali globalnej, budowania wizerunku giełd oraz zwiększania ich wkładu do europejskiej i światowej gospodarki oraz stanowi forum debaty na temat rynków kapitałowych.

FESE jest członkiem założycielem European Capital Markets Institute (ECMI) i członkiem European Corporate Governance Institute (ECGI). Za pośrednictwem swoich członków i ich powiązań z otoczeniem regulacyjnym i branżowym FESE współpracuje z EACH oraz ECSDA, w szczególności w zakresie działań związanych z *Code of Conduct*. Ponadto FESE utrzymuje kontakty z Komisją Europejską, Parlamentem Europejskim, ECOFIN, ESC oraz CESR.

Istnieją trzy kategorie członkostwa w FESE:

- pełnoprawne członkostwo (*Full Membership*) przyznawane rynkom regulowanym w ramach UE, EEA i Szwajcarii,
- członek stowarzyszony (*Associate Membership*) – status przyznawany rynkom regulowanym z krajów europejskich, które starają się o członkostwo w UE,
- członek korespondencyjny (*Corresponding Exchange status*) – status przyznawany głównym operatorom rynku, którzy nie są jeszcze gotowi stać się członkami stowarzyszonymi lub których kraje formalnie nie negocjują wejścia do UE.

Od 1992 r. giełda warszawska jest członkiem korespondentem FESE, a od 1 czerwca 2004 r. pełnoprawnym członkiem Federacji.

3.3.4.4. Code of Conduct

Z inicjatywy KE¹¹⁹ i w ścisłej współpracy z nią podmioty rynkowe stworzyły Europejski Kodeks Postępowania w Zakresie Rozliczania i Rozrachunku (*Code of Conduct*, CoC). Kodeks powstał w wyniku współpracy trzech najważniejszych stowarzyszeń sektora usług związanych z obsługą transakcji: FESE, EACH oraz ECSDA. Celem Kodeksu jest wprowadzenie jednomyślnych warunków konkurencji między instytucjami infrastruktury poprzez zapewnienie przejrzystości i porównywalności oferowanych przez nie usług i pobieranych opłat oraz określenie ogólnych zasad współpracy operacyjnej między nimi. Kodeks obejmuje usługi posttransakcyjne (usługi rozliczeniowe, usługi świadczone przez centralnych kontrpartnerów, usługi rozrachunkowe i powiernicze) oraz częściowo ma również zastosowanie do zawierania transakcji.

Zapisy Kodeksu dotyczą trzech obszarów działań:

- wprowadzenia **przejrzystości cen** za usługi świadczone przez giełdy, izby rozliczeniowe i instytucje prowadzące rozrachunek papierów wartościowych – poprzez publikację porównywalnych cenników wraz z zasadami udzielania rabatów oraz przykładowymi wyliczeniami kosztów ponoszonych przez uczestników; termin realizacji tej części Kodeksu został ustalony na 31 grudnia 2006 r.;

¹¹⁸ www.fese.be

¹¹⁹ Patrz punkt 3.3.2.6 „Przyjęcie Code of Conduct i utworzenie Grupy Monitorującej”.

- przyjęcia formalnych zasad **dostępu** do instytucji infrastruktury i **współpracy operacyjnej** pomiędzy nimi, zapewniających niedyskryminujące, przejrzyste warunki dostępu do tych instytucji; termin realizacji tych postanowień został ustalony na 30 czerwca 2007 r.;
- wprowadzenia **podziału usług** i sposobu księgowania generowanych przez nie przychodów wg wyznaczonych kategorii, co ma zapewnić klientom instytucji infrastruktury możliwości wyboru zakresu usług świadczonych na ich rzecz; termin realizacji tej części Kodeksu wyznaczono na 1 stycznia 2008 r.

Sygnatariusze Kodeksu są zobowiązani do corocznej oceny zgodności prowadzonej działalności z zapisami CoC i przekazywania raportów na ten temat lokalnemu regulatorowi oraz Grupie Monitorującej.

Listę wybranych inicjatyw w zakresie rozliczeń i rozrachunku papierów wartościowych przedstawia tabela 8.

Tabela 8. Zestawienie wybranych inicjatyw w zakresie rozliczeń i rozrachunku papierów wartościowych

Data	Inicjatywa	Autor	Inicjator
luty 1989 r.	Raport Angella	Grupa Ekspertów ds. Systemów Płatności	BIS, Grupa Dziesięciu
marzec 1989 r.	Raport G-30: <i>Clearance and Settlement Systems in the World's Securities Markets</i>	Grupa Trzydziestu	
listopad 1990 r.	Raport Lamfalussy'ego z 1990 r.	Komitet ds. Międzybankowych Systemów Kompensacji	BIS, Grupa Dziesięciu
wrzesień 1992 r.	Raport nt. DvP	CPSS (grupa ekspertów pod kierownictwem P. Parkinsona)	BIS, Grupa Dziesięciu
1993 r. (weszła w życie 1 stycznia 1996 r.)	Dyrektywa: ISD	RUE, PE	KE
1995 r.	<i>Update of the Original G-30 Recommendations</i> (Raport G-30 z 1989 r.)	ISSA	
styczeń 1998 r.	<i>User standards</i>	EBC	EBC
styczeń 1998 r.	<i>IOSCO Principles</i>	IOSCO	IOSCO
1998 r. (weszła w życie 11 grudnia 1999 r.)	Dyrektywa: SFD	RUE, PE	KE
11 maja 1999 r.	Komunikat zawierający FSAP	KE	KE

Data	Inicjatywa	Autor	Inicjator
marzec 2000 r.	Strategia lizbońska	RE	RE
14 listopada 2000 r.	Komunikat w sprawie stosowania zasady <i>conduct-of-business</i> zgodnie z art. 11 ISD	KE	KE
9 listopada 2000 r.	Wstępny raport Lamfalussy'ego	Komitet Mędrców działający przy KE	ECOFIN
15 listopada 2000 r.	Komunikat w sprawie weryfikacji dyrektywy ISD	KE	KE
15 lutego 2001 r.	Raport Lamfalussy'ego	Komitet Mędrców działający przy KE	ECOFIN
listopad 2001 r.	Raport Giovanniniego	Grupa Giovanniniego	KE
listopad 2001 r.	Raport: RSSS	CPSS-IOSCO	CPSS
2002 r.	Dyrektywa: FCD	RUE, PE	KE
3 czerwca 2002 r.	Komunikat Komisji z 2002 r.	KE	KE
grudzień 2002 r.	Konwencja haska	Konferencja Haska	Konferencja Haska
styczeń 2003 r.	Raport: <i>Global Clearing and Settlement – a plan of action</i>	Grupa Trzydziestu	
kwiecień 2003 r.	Drugi Raport Giovanniniego	Grupa Giovanniniego	KE
październik 2004 r.	Standardy ESBC-CESR (niezatwierdzone i niewdrożone)	wspólna grupa robocza ESBC/ CESR	ESBC i CESR
28 kwietnia 2004 r.	Komunikat Komisji z 2004 r.	KE	KE
kwiecień 2004 r.	Dyrektywa: MiFID	RE i PE	KE
listopad 2004 r.	Raport: RCCP	CPSS-IOSCO	CPSS
maj 2005 r.	Zielona księga w sprawie polityki usług finansowych na lata 2005–2010	KE	KE

Data	Inicjatywa	Autor	Inicjator
grudzień 2005 r.	Biała księga w sprawie polityki usług finansowych na lata 2005–2010	KE	KE
maj 2006 r.	Raport: <i>Global Clearing and Settlement: Final Monitoring Report</i>	Grupa Trzydziestu	
7 listopada 2006 r.	CoC	instytucje infrastruktury rynkowej państw UE	KE
	Konwencja UNIDROIT	Międzyrządowy Komitet Ekspertów UNIDROIT	UNIDROIT

Źródło: opracowanie NBP.

3.4. Rozwój infrastruktury rynku kapitałowego w Polsce

3.4.1. Programy rządowe

Harmonogram rozwoju rynku kapitałowego w Polsce do 2001 r.

Pierwszy po przemianach 1989 r. program rządowy dotyczący rynku kapitałowego został zawarty w dokumencie pt. „Harmonogram rozwoju rynku kapitałowego w Polsce do roku 2001”. Program ten został przygotowany przez KPWiG i w 1998 r. zatwierdzony przez Komitet Ekonomiczny Rady Ministrów (KERM). Dokument przewidywał m.in. przekształcenie GPW w spółkę publiczną w 2002 r.

Przedsiębiorczość – Rozwój – Praca

W styczniu 2002 r. Rada Ministrów przyjęła Strategię Gospodarczą Rządu na lata 2002–2005 pt. „Przedsiębiorczość – Rozwój – Praca”. Zgodnie z podstawowymi założeniami Strategii działania Rady Ministrów w zakresie rozwoju rynku kapitałowego miały się koncentrować na usprawnieniu i obniżeniu kosztów funkcjonowania GPW oraz KDPW SA, a także dostosowaniu ich funkcjonowania do standardów UE i włączeniu ich do struktury europejskiego rynku kapitałowego. W ramach ww. działań przewidziano m.in. przekształcenia własnościowe podstawowych instytucji rynku kapitałowego. Ponadto Strategia przewidywała większe wykorzystanie potencjału OFE.

W celu zapewnienia realizacji zadań wynikających ze Strategii w lutym 2002 r. Prezes Rady Ministrów powołał nowy organ pomocniczy przy Radzie Ministrów: Zespół do Spraw Monitorowania, Koordynowania i Kontroli Realizacji Strategii Gospodarczej Rządu. Do podstawowych zadań Zespołu należały: koordynowanie, monitorowanie i kontrola realizacji Strategii oraz weryfikacja zgodności ze Strategią projektów dokumentów rządowych przedstawianych do rozpatrzenia Radzie Ministrów.

Zarys strategii rozwoju rynku kapitałowego oraz Program działań mających na celu rozwój rynku kapitałowego

W marcu 2002 r. Rada Ministrów przyjęła dwa kolejne dokumenty programowe: „Zarys strategii rozwoju rynku kapitałowego” oraz „Program działań mających na celu rozwój

rynku kapitałowego”. Dokumenty te stanowiły uszczegółowienie Strategii Gospodarczej Rządu. Przygotował je zespół roboczy pod kierownictwem Podsekretarza Stanu w Ministerstwie Finansów, specjalnie w tym celu powołany w styczniu 2001 r. przez Komitet Rady Ministrów (KRM). W pierwszym z ww. dokumentów wyznaczone zostały trzy podstawowe cele w zakresie mobilizowania i wykorzystania dodatkowych oszczędności, tj.: integracja z UE (w tym m.in. przekształcenia własnościowe podstawowych instytucji rynku kapitałowego), wykorzystanie potencjału OFE (w tym m.in. prywatyzacja ważnych spółek Skarbu Państwa poprzez publiczny rynek kapitałowy oraz rozwój rynku dłużnych papierów wartościowych i Systemu DSPW) i rozwój publicznego rynku kapitałowego jako źródła pozyskiwania kapitału (w tym m.in. przygotowanie nowych rozwiązań podatkowych, zwiększenie efektywności ścigania przestępstw z zakresu publicznego obrotu papierami wartościowymi oraz poprawa konkurencyjności polskiego rynku kapitałowego). W drugim z ww. dokumentów programowych Rządu przedstawiono natomiast działania służące realizacji tych celów, wskazując konieczne środki i zmiany legislacyjne oraz terminy i instytucje odpowiedzialne.

Strategia rozwoju rynku kapitałowego „Agenda Warsaw City 2010”

W kwietniu 2004 r. Rada Ministrów przyjęła, przygotowaną przez Ministerstwo Finansów, strategię rozwoju rynku kapitałowego nazwaną „Agenda Warsaw City 2010”. Określa ona cele oraz służące ich realizacji działania. Podstawowym celem Strategii było stworzenie w Polsce do 2010 r. taniego, bezpiecznego i efektywnego rynku kapitałowego, a przez to zapewnienie utworzenia silnego regionalnego centrum finansowego w Warszawie. Dokument wyznaczył w tym zakresie następujące cele szczegółowe:

- Cel 1: zwiększenie rozmiarów rynku kapitałowego, w tym: zwiększenie znaczenia publicznego rynku akcji, którego kapitalizacja w 2010 r. powinna osiągnąć poziom co najmniej 50% PKB, rozwój rynku obligacji korporacyjnych (jako alternatywnego wobec kredytów bankowych źródła pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwa), którego wielkość w 2010 r. powinna stanowić co najmniej 8% PKB, oraz rozwój działalności funduszy *venture capital* – wartość zainwestowanych przez nie środków w 2010 r. powinna osiągnąć co najmniej 0,25% PKB;
- Cel 2: poprawienie efektywności rynku poprzez zwiększenie jego płynności, tak aby relacja rocznej wartości obrotów na danym rynku do jego kapitalizacji osiągnęła w 2010 r. poziom 0,7–0,9;
- Cel 3: zwiększenie bezpieczeństwa funkcjonowania rynku poprzez wzmocnienie kompetencji i skuteczności nadzoru administracyjnego oraz prywatnych mechanizmów kontrolnych i dochodzenia roszczeń.

Osiągnięciu ww. celów miało służyć podjęcie wielu działań podzielonych na następujące grupy:

- legislacyjne: wprowadzenie do krajowego porządku prawnego regulacji UE, uproszczenie i zharmonizowanie obowiązującego prawa, wspieranie rozwoju i konkurencyjności usług inwestycyjnych, budowanie zaufania społecznego do rynku kapitałowego, głównie dzięki zwiększeniu skuteczności egzekwowania prawa, a także wprowadzenie rozwiązań podatkowych stymulujących rozwój rynku kapitałowego;

- organizacyjne, w tym m.in.: rozwój mechanizmów ładu korporacyjnego (*corporate governance*) oraz stworzenie kodeksu dobrych praktyk, wspieranie centralizacji obrotu skarbowymi papierami dłużnymi oraz racjonalizacja kosztów podlegania nadzorowi przez instytucje rynku kapitałowego;
- infrastrukturalne: obniżenie, w szczególności przez GPW, CeTO SA i KDPW SA, kosztów obsługi rynku kapitałowego, wspieranie rozszerzenia zakresu działalności przez ww. instytucje oraz szybkie przygotowanie strategicznych zmian ich struktury własnościowej i zasad działania, a także stworzenie platformy obrotu dla spółek o podwyższonym ryzyku, przeznaczonej dla inwestorów kwalifikowanych;
- prywatyzacyjne: zwiększenie wykorzystania GPW jako ścieżki prywatyzacji spółek Skarbu Państwa oraz przygotowanie listy ofert publicznych spółek Skarbu Państwa przeznaczonych do prywatyzacji.

Realizację Strategii rozłożono na dwa etapy. Pierwszy obejmował działania przewidziane w Agendzie Warsaw City 2010 (lata 2004–2006). Drugi przeznaczono na autonomiczny rozwój rynku kapitałowego oparty na wprowadzonych rozwiązaniach oraz intensywnym procesie promocji w kraju i za granicą (lata 2007–2010). Ponadto Strategia określała środki mające zapewnić jej skuteczną realizację: powierzenie Ministrowi Finansów koordynacji i monitoringu działań poszczególnych instytucji uczestniczących w realizacji Strategii oraz utworzenie Rady Rynku Kapitałowego (RRK) przy Ministrze Finansów i specjalnej Komisji Usług Finansowych w Sejmie.

W Aneksie do Strategii znalazł się m.in. rozdział pt. „Scenariusze rozwoju Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA, Centralnej Tabeli Ofert SA i Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych SA”. W strategii wskazano trzy teoretyczne modele relacji ww. instytucji z podmiotami zagranicznymi: utrzymanie modelu samodzielnego działania, alians (kapitałowy lub operacyjny) z wiodącą instytucją europejską lub stworzenie silnego regionalnego rynku kapitałowego, ewentualnie powiązanego z jednym z aliansów europejskich.

Za zagadnienie o podstawowym znaczeniu dla infrastruktury polskiego rynku kapitałowego uznano zmiany w strukturze akcjonariatu tych instytucji. Umożliwiłyby one m.in. sprostanie rosnącej konkurencji ze strony rozwiniętych rynków UE. W odniesieniu do KDPW SA w Strategii wskazywano na potrzebę wykreowania dominującego akcjonariusza w tej instytucji, który będzie w stanie określić jej strategiczne kierunki rozwoju, w szczególności przygotować Krajowy Depozyt do:

- centralizacji obsługi depozytowo-rozliczeniowej polskiego rynku kapitałowego zarówno dla papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu, jak i pozostałych papierów wartościowych,
- pełnienia funkcji uczestnika rozliczającego (*clearing member*), reprezentującego krajowych uczestników w europejskiej izbie rozliczeniowej w ramach współpracy operacyjnej, czego konsekwencją może stać się również prowadzenie rozliczeń pieniężnych (uzyskanie *quasi*-licencji bankowej),
- ewentualnego rozdzielenia funkcji depozytowo-rozrachunkowej jako działalności *not for profit* od działalności rozliczeniowej, która miałaby charakter komercyjny,
- ewentualnego pełnienia przez KDPW SA roli CCP,
- dostosowania funkcjonowania KDPW SA do wymogów EBC zawartych w *User standards*.

Procesy prywatyzacyjne KDPW SA i GPW powinny być zsynchronizowane, zwłaszcza w przypadku podjęcia decyzji o aliansie GPW lub KDPW z jedną z platform europejskich. W odniesieniu do GPW Strategia przewidywała konieczność zmniejszenia zaangażowania

Skarbu Państwa w akcjonariacie Giełdy do poziomu poniżej 30% na rzecz prywatnego kapitału, reprezentującego instytucje finansowe i inwestorów indywidualnych.

Działania Rady Rynku Kapitałowego i Rady Rozwoju Rynku Finansowego

Rada Rynku Kapitałowego (RRK) została powołana przez Prezesa Rady Ministrów na mocy zarządzenia z 20 grudnia 2004 r. w sprawie Rady Rynku Kapitałowego¹²⁰, jako organ opiniotawczo-doradczy przy Ministrze Finansów zajmujący się sprawami dotyczącymi rynku kapitałowego. Członkami Rady zostali przedstawiciele instytucji infrastruktury polskiego rynku kapitałowego (prezesi GPW, KDPW SA i MTS-CeTO SA), osoby stojące na czele instytucji reprezentujących środowisko rynku kapitałowego oraz przedstawiciele administracji.

Rada została powołana w celu wspierania rozwoju rynku kapitałowego w Polsce, w szczególności stymulowania działań mających na celu stworzenie w Warszawie regionalnego centrum usług finansowych. Rada stanowiła forum dyskusji na temat bieżących problemów rynku kapitałowego, brała udział w konsultowaniu projektów aktów prawnych i rozwiązań systemowych dotyczących kształtu polskiego rynku kapitałowego. Szczegółowe kwestie omawiane na posiedzeniach Rady dotyczyły rozwoju instytucji infrastrukturalnych polskiego rynku kapitałowego z uwzględnieniem ich miejsca na europejskim rynku, w szczególności wpływu ewentualnych przekształceń własnościowych tych instytucji na innych uczestników polskiego rynku kapitałowego, ich konkurencyjność oraz możliwości rozwoju.

Na mocy decyzji Prezesa Rady Ministrów 11 września 2006 r. Rada została rozwiązana, a na jej miejsce 14 września 2006 r. powołano, na mocy zarządzenia¹²¹ Ministra Finansów, Radę Rozwoju Rynku Finansowego (RRRF). Jest to organ opiniotawczy i doradczy, zajmujący się sprawami rynku finansowego, usytuowany przy Ministrze Finansów. Jej celem jest wypracowanie strategii funkcjonowania i rozwoju polskiego rynku finansowego przy współudziale szeroko rozumianego środowiska rynku. RRRF umożliwia udział instytucji rynku finansowego w tworzeniu ram prawnych działania tego rynku w Polsce oraz stanowi forum dyskusji, umożliwiając m.in. uzgadnianie stanowiska strony polskiej w pracach komitetów UE.

W skład Rady wchodzi przedstawiciele uczestników rynku finansowego, a także instytucji nadzorujących ten rynek. Na posiedzenia Rady zapraszane są także inne osoby, w tym eksperci. Pracami Rady kieruje Minister Finansów lub wskazany przez niego Podsekretarz Stanu. Działalność Rady opiera się głównie na pracach ekspertów w ramach zespołów i grup roboczych, powoływanych przez Przewodniczącego w celu opracowania zagadnień istotnych dla prac Rady. Do czerwca 2008 r. powołano:

grupy robocze:

- ds. memorandum informacyjnego,
- ds. pożyczek papierów wartościowych i krótkiej sprzedaży,
- ds. rachunków zbiorczych (*omnibus accounts*),
- ds. nowego systemu wypłacalności zakładów ubezpieczeń (*Solvency II*),
- ds. przeglądu regulacji prawa bankowego,
- ds. przeglądu regulacji prawa ubezpieczeń gospodarczych,
- ds. kredytu hipotecznego,
- ds. usług płatniczych,

¹²⁰ Monitor Polski Nr 54 z 2004 r., poz. 909.

¹²¹ Zarządzenie nr 25 Ministra Finansów z 14 września 2006 w sprawie utworzenia Rady Rozwoju Rynku Finansowego (Dz.Urz. Ministra Finansów Nr 11, poz. 80).

- ds. przeglądu prawa w zakresie możliwości lokowania aktywów otwartych funduszy emerytalnych,
- ds. likwidacji utrudnień podatkowych w sektorze instytucji finansowych,

zespoły:

- ds. adekwatności kapitałowej firm inwestycyjnych,
- ds. określenia trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych oraz banków powierniczych,
- ds. podatku VAT w odszkodowaniach ubezpieczeń komunikacyjnych,
- ds. przeglądu aktów wykonawczych do ustawy o funduszach inwestycyjnych,
- ds. transpozycji dyrektywy o reasekuracji.

Grupy robocze pracują w trybie ciągłym. Rada zbiera się raz na kwartał. Przedmiotem spotkań jest podsumowanie prac grup i zespołów roboczych oraz omówienie działań legislacyjnych w obszarze rynku finansowego. Grupy robocze ds. memorandum informacyjnego oraz ds. pożyczek papierów wartościowych i krótkiej sprzedaży zakończyły prace w 2007 r. Grupa robocza ds. memorandum informacyjnego wypracowała koncepcję regulacji dotyczących warunków, jakim powinno odpowiadać memorandum informacyjne. Znalazły one odzwierciedlenie w rozporządzeniu regulującym zawartość memorandum informacyjnego¹²². Proponowane rozwiązania powinny ułatwić pozyskiwanie pieniędzy na rynku kapitałowym przez małe i średnie przedsiębiorstwa oraz przyczynić się do rozwoju nowego rynku na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Efektom prac Grupy Roboczej ds. pożyczek papierów wartościowych i krótkiej sprzedaży było przyjęcie propozycji zmian systemowych, umożliwiających rozwój mechanizmów krótkiej sprzedaży na rynku regulowanym oraz transakcji pożyczek papierów wartościowych poprzez uproszczenie trybu i warunków zawierania tych transakcji. Rozwiązania te mogą się przyczynić do poprawy płynności rynku kapitałowego.

Program prywatyzacji na lata 2008–2011

W kwietniu 2008 r. Rada Ministrów przyjęła „Program prywatyzacji na lata 2008–2011”. Przewidywał on prywatyzację GPW w dwóch etapach. Pierwszy etap przewidziany został na 2008 r. i zakładał m.in. ofertę publiczną Giełdy. Drugi etap prywatyzacji zaplanowano na kolejne 2–3 lata. Program przewidywał również prywatyzację KDPW SA w latach 2009–2010. Obecny kryzys finansowy, a także uwarunkowania regulacyjne dotyczące wejścia w życie znolizowanej ustawy o obrocie instrumentami finansowymi sprawiły, że ostateczny model prywatyzacji Giełdy jest w trakcie modyfikacji i doprecyzowania.

3.4.2. Wpływ działalności i kierunków strategicznego rozwoju GPW na integrację infrastruktury deponowania, rozliczeń i rozrachunku papierów wartościowych w Polsce

GPW w Warszawie powstała w 1991 r. na początku transformacji gospodarki. Zadaniem GPW było zapewnienie obrotu oraz rozliczeń papierami wartościowymi dopuszczonymi do

¹²² Rozporządzenie Ministra Finansów z 6 lipca 2007 r. w sprawie szczegółowych warunków, jakim powinno odpowiadać memorandum informacyjne (Dz. Urz. Ministra Finansów Nr 132, poz. 916), o którym mowa w art. 39 ust. 1 oraz art. 42 ust. 1 ustawy z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. Nr 184, poz. 1539, ze zm.).

obrotu giełdowego. W 1994 r. ze struktur giełdowych wyodrębniono Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych.

Akcesja Polski do Unii Europejskiej w 2004 r. otworzyła drogę do umiędzynarodowienia Giełdy. Uproszczenie regulacji prawnych umożliwiło firmom inwestycyjnym oraz spółkom zagranicznym działanie i pozyskiwanie kapitału na GPW na podstawie tzw. paszportu europejskiego, czyli na podstawie autoryzacji uzyskanej w kraju macierzystym.

3.4.2.1. Strategia Giełdy Papierów Wartościowych

W początkowych latach funkcjonowania GPW koncentrowała się na budowie podstaw działania oraz wzmocnieniu rynku kapitałowego, w tym stworzeniu odpowiedniej infrastruktury rynku.

Głównym celem strategicznym GPW jest stworzenie w Warszawie regionalnego, śródkoeuropejskiego centrum obrotu reprezentatywnymi instrumentami finansowymi dla polskich i międzynarodowych inwestorów. Cel ten realizowany jest poprzez działania nakierowane na umiędzynarodowienie, wzmocnienie oraz rozwój rynku giełdowego, w tym zwłaszcza poprzez poprawę jakości i konkurencyjności rynku, a także budowanie kompetencji i wizerunku GPW jako rynku regionalnego.

Umiędzynarodowienie rynku Giełda realizuje poprzez pozyskiwanie emitentów i pośredników finansowych prowadzących działalność biznesową w regionie. Strategia regionalna GPW uwzględnia także budowanie relacji biznesowych z giełdami w regionie. Pozyskiwanie zagranicznych spółek obejmuje kraje Europy Środkowo-Wschodniej i Europy Południowo-Wschodniej oraz z innych krajów. Na koniec września 2008 r. na GPW notowanych było 25 spółek zagranicznych z 16 krajów.

W celu wzmocnienia rynku lokalnego GPW prowadzi też akwizycję emitentów krajowych. GPW jest rynkiem otwartym dla małych i średnich spółek. Dzięki temu zwiększa się jej rola w gospodarce jako mechanizmu alokacji kapitału.

Giełda rozbudowuje sieć partnerów biznesowych wspomagających pozyskiwanie krajowych i zagranicznych emitentów oraz inwestorów, a także w budowanie jej wizerunku. Na rynku krajowym działania akwizycyjne wspierane są przez podmioty pozyskane w ramach programów: Firma Partnerska GPW dla Małych i Średnich Przedsiębiorstw oraz Firma Partnerska GPW – Lider Rynku Pierwotnego. Z myślą o rynkach zagranicznych GPW uruchomiła program WSE IPO Partner, służący pozyskaniu firm inwestycyjnych. Giełda prowadzi także aktywną działalność akwizycyjną wśród potencjalnych (krajowych oraz zagranicznych) firm inwestycyjnych – przyszłych członków giełdy, w szczególności w Europie Środkowej i Wschodniej. Na koniec września 2008 r. na GPW działało 19 zagranicznych zdalnych członków z 9 krajów.

Giełda dąży do wprowadzenia wysokich standardów jakości i konkurencyjności. Jej najważniejszymi zadaniami w tym zakresie są: poprawa płynności rynku, likwidacja barier i wprowadzanie rozwiązań odpowiadających potrzebom rozwijającego się rynku, wspieranie innowacyjności w polskiej gospodarce (poprzez uruchomienie na GPW programu Innowacyjna Gospodarka oraz dalsze rozwijanie rynku NewConnect).

Zwiększenie płynności obrotu notowanych polskich i zagranicznych spółek odbywa się poprzez współpracę GPW z krajowymi oraz zagranicznymi uczestnikami rynku, rozwijanie kanałów komunikacji z rynkiem, w tym portali informacyjnych, oraz podejmowanie przez GPW działań mających na celu zachęcanie dużych spółek do notowań na głównym rynku.

W zakresie regulacji celem Giełdy jest likwidacja barier ograniczających rozwój polskiego rynku, opóźnień we wprowadzaniu rozwiązań funkcjonujących na rynkach rozwiniętych (np.

rynku pożyczek papierów wartościowych, krótkiej sprzedaży) oraz ograniczeń inwestowania (np. brak możliwości wykorzystywania instrumentów pochodnych do zabezpieczania portfeli przez fundusze emerytalne, brak możliwości prowadzenia rachunków zbiorczych (*omnibus account*) na rzecz zagranicznych pośredników).

W celu sprostania międzynarodowej konkurencji GPW dostosowuje się do standardów i rozwiązań europejskich (m.in. wydłużenie sesji, poprawa szybkości zawierania transakcji). GPW zamierza także wdrożyć nowy system giełdowy.

Promowanie innowacyjności i rozwoju nowych technologii w polskiej gospodarce będzie istotnym elementem szerokiego programu realizowanego przez GPW. Giełda zamierza uświadamić spółkom znaczenie poprawy procesów innowacyjnych w prowadzonej przez nie działalności i możliwej do osiągnięcia przewagi konkurencyjnej.

Z myślą o młodych, rozwijających się przedsiębiorstwach o wysokim potencjale wzrostu, w ramach realizacji strategii, GPW utworzyła od podstaw rynek NewConnect prowadzony poza rynkiem regulowanym – jako alternatywny system obrotu. GPW zamierza dalej rozbudowywać rynek NewConnect, który jest również atrakcyjnym miejscem pozyskiwania kapitału dla zagranicznych spółek z krajów Europy Środkowo-Wschodniej.

Giełda zwiększa atrakcyjność rynku poprzez dywersyfikację oferty produktowej. Oprócz standardowych instrumentów, takich jak akcje i obligacje, w ofercie GPW pojawiły się instrumenty pochodne (kontrakty terminowe, opcje), a ostatnio produkty strukturyzowane¹²³. GPW w przyszłości zamierza opracowywać oraz wprowadzać nowe produkty, które wzbogacają różne klasy aktywów o instrumenty giełdowe dotychczas niedostępne na polskim rynku kapitałowym.

GPW prowadzi działania marketingowe oraz edukacyjne, wspierające realizację celów strategicznych. Kontynuuje budowanie wizerunku Giełdy w regionie jako atrakcyjnego źródła pozyskiwania kapitału oraz mechanizmu wspierania innowacyjności w gospodarce.

3.4.2.2. Wpływ kierunków strategicznego rozwoju GPW na rozwój systemu rozliczeniowego

Umieędzynaradawianie rynku giełdowego, rozumiane jako pozyskiwanie nowych klientów (zwłaszcza zagranicznych spółek, szczególnie w ramach *dual listing*, czy też zdalnych członków zagranicznych), wiąże się z koniecznością zapewnienia efektywnej infrastruktury transakcyjnej i rozliczeniowej.

Dalszy rozwój rynku NewConnect, na którym w przyszłości pojawią się małe i średnie przedsiębiorstwa z krajów Europy Środkowo-Wschodniej (m.in. z Ukrainy), będzie się wiązał z koniecznością dostosowania się uczestników rynku, w tym instytucji infrastrukturalnych, do nowych klientów i nowych rynków, m.in. w zakresie zorganizowania rozliczeń czy funduszu zabezpieczającego.

Wprowadzanie przez GPW nowych produktów i realizacja nowych projektów, jak np. planowane uruchomienie rynku długu nieskarbowego, w szczególności papierów dłużnych jednostek samorządu terytorialnego, będzie również wymagało zapewnienia taniego, efektywnego i bezpiecznego procesu rozliczeń.

Giełda dąży do zwiększenia konkurencyjności rynku poprzez działania m.in. w obszarze regulacji oraz poprzez efektywne wprowadzanie rozwiązań funkcjonalnych, we współpracy z pozostałymi uczestnikami rynku kapitałowego (KDPW SA, firmy inwestycyjne). Z te-

¹²³ Produkty strukturyzowane są to instrumenty finansowe, których cena jest uzależniona od wartości określonego wskaźnika rynkowego (np. kursu akcji lub koszyków akcji, wartości indeksów giełdowych, kursów walut).

go punktu widzenia ważne jest zwiększanie płynności rynku. Będą temu służyć m.in. uruchomienie krótkiej sprzedaży oraz organizacja centralnego rynku pożyczek papierów wartościowych. Istotne jest także ułatwienie dostępu do rynku zagranicznym inwestorom i emitentom. Będzie to realizowane m.in. poprzez bezpośrednie rozliczanie transakcji przez zdalnych zagranicznych członków giełdy tak samo jak przez polskie podmioty. GPW i KDPW dążą do umożliwienia prowadzenia rachunków zbiorczych (*omnibus accounts*) w KDPW. Dla zapewnienia konkurencyjności istotne są również koszty zawierania i rozliczania transakcji. GPW i KDPW SA będą prowadziły spójną politykę obniżania opłat transakcyjnych i rozliczeniowych.

W przypadku akwizycji giełd w regionie Europy Środkowo-Wschodniej przez GPW nastąpi ich integracja operacyjna, w wyniku której notowania wszystkich instrumentów finansowych poszczególnych giełd odbywać się będą na jednej platformie. Działania takie będą sprzyjały współpracy operacyjnej i integracji depozytów w regionie.

3.4.3. Przewidywane kierunki rozwoju systemu KDPW oraz udział w pracach harmonizacyjnych

3.4.3.1. Strategia KDPW SA

Jako instytucja świadcząca usługi na rynku, który w ostatnich latach podlega znacznym zmianom, m.in. na skutek europejskich i światowych inicjatyw harmonizacyjnych, KDPW SA prowadzi politykę ciągłego rozwoju. Jego strategia została określona w dokumencie „Cele strategiczne KDPW na lata 2006–2010”, uchwalonym przez Radę Nadzorczą KDPW SA 13 września 2006 r. Dokument ten definiuje misję Krajowego Depozytu jako: „tworzenie i oferowanie nowych usług, niezbędnych do rozwoju polskiego rynku kapitałowego, oraz podnoszenie jakości usług istniejących, z przestrzeganiem reguł efektywności”. Przedstawia też wizję KDPW SA jako „instytucji depozytowo-rozliczeniowej, która będzie trwałym elementem europejskich struktur depozytowo-rozliczeniowych, zapewniając tym samym jak najlepsze warunki do rozwoju polskiego rynku kapitałowego jako części rynku Unii Europejskiej”. Dążąc do wprowadzenia w życie powyższych zamierzeń, w warunkach postępującej integracji europejskiego rynku kapitałowego i wynikającego z niej wzrostu konkurencji pomiędzy dostawcami usług w zakresie rozliczania, rozrachunku i prowadzenia depozytu papierów wartościowych na tym rynku, Krajowy Depozyt realizuje cele strategiczne, takie jak:

- udział w budowie regionalnego centrum obrotu kapitałowego – poprzez tworzenie połączeń operacyjnych umożliwiających notowanie papierów wartościowych zagranicznych emitentów na polskim rynku oraz harmonizację i standaryzację produktów i usług w celu stworzenia zagranicznym emitentom lepszych warunków wchodzenia na polski rynek;
- harmonizacja międzysystemowa – zbliżanie zasad funkcjonowania polskiego rynku w dziedzinie prowadzenia centralnego depozytu, rozrachunku i rozliczania do standardów europejskich i światowych poprzez inicjowanie zmian regulacji i standardów;
- uzyskanie faktycznej zdolności do współpracy operacyjnej z innymi systemami europejskimi oraz zdalnego uczestnictwa innych zagranicznych instytucji finansowych – m.in. poprzez eliminację barier prawno-podatkowych takiej współpracy, a także budowanie połączeń z innymi depozytami na zasadzie DvP i poszerzanie zakresu oferowanych usług w celu umożliwienia tworzenia połączeń tego typu;

- zmiany w akcjonariacie – zmierzające do wzmocnienia w nim reprezentacji odbiorców usług świadczonych przez KDPW SA;
- ustabilizowanie modelu finansowego KDPW SA jako organizacji *not for profit* – dzięki takiemu określeniu wysokości przychodów, aby zapewniły pokrycie kosztów realizacji usług, nakładów na rozwój firmy oraz umożliwiły sprostanie wymogom związanym z adekwatnością kapitałową instytucji finansowych (m.in. w związku z członkostwem w izbach rozliczeniowych i ustanowieniem CCP), przy zachowaniu konkurencyjności cenowej;
- wprowadzenie nowych funkcji – modernizacja usług i zwiększenie ich wyboru poprzez zmiany systemu informatycznego, członkostwo w zagranicznych izbach rozliczeniowych w charakterze uczestnika rozliczającego;
- dostosowanie obecnego modelu CCP do modelu opartego na prawnej odpowiedzialności za zobowiązania;
- zmiana struktury korporacyjnej KDPW SA – w przypadku konieczności oddzielenia usług depozytowych od rozliczeniowych (spowodowanej np. wprowadzeniem prawnej odpowiedzialności izby rozliczeniowej za zobowiązania podlegające rozliczeniu) będzie rozważane przyjęcie struktury holdingowej.

Poniżej scharakteryzowano działania KDPW SA związane z realizacją jego celów strategicznych.

Poszerzanie oferty świadczonych usług

W sierpniu 2007 r. KDPW rozpoczął obsługę rozliczania i rozrachunku transakcji zawieranych na nowym rynku ASO uruchomionym przez GPW – NewConnect – oraz prowadzenie funduszu rozliczeniowego dla tego rynku. Na początek 2009 r. zaplanowano uruchomienie nowego systemu depozytowo-rozliczeniowego, opartego na nowoczesnej, elastycznej strukturze kont depozytowych oraz oferującego wiele ulepszeń oraz nowych funkcji, takich jak wstępne zestawianie warunków transakcji (tzw. *pre-matching*), możliwość rozliczania transakcji powiązanych oraz wzbogacanie instrukcji rozliczeniowych przez uczestnika. Wraz z uruchomieniem nowego systemu możliwe będzie także wprowadzenie nowych zasad zarządzania ryzykiem, jednolitych dla rynku kasowego i terminowego.

W porozumieniu ze Związkiem Banków Polskich (ZBP) realizowany jest projekt uruchomienia systemu rozrachunku instrumentów dłużnych rynku niepublicznego.

Opracowano także koncepcję pełnienia przez KDPW SA funkcji operatora platformy komunikacyjnej obsługującej procesy związane z wykonywaniem praw do głosowania przysługujących akcjonariuszowi. Przygotowano wstępne założenia systemu obsługującego tzw. *electronic proxy voting*, w pełni opartego na komunikacji elektronicznej. Ma on służyć do przekazywania uczestnikom systemu depozytowo-rozliczeniowego wystandardyzowanych informacji i dokumentów dotyczących zwoływanych przez emitenta walnych zgromadzeń akcjonariuszy, wskazania pełnomocnika, sposobu głosowania oraz wyników głosowań na WZA.

W 2009 r. planowane jest także wprowadzenie nowego systemu zarządzania ryzykiem. Zakłada on ujednoczenie metod zarządzania ryzykiem dla rynku kasowego i terminowego, dzięki wprowadzeniu dla obu rynków dwustopniowego systemu gwarantowania, opartego na depozytach zabezpieczających i funduszu rozliczeniowym. Nowy system zakłada również znaczne udoskonalenie metod zarządzania ryzykiem przez uczestników i klientów komercyjnych, przy za pomocą aplikacji dostępnych na rynku, służących do wyznaczania depozytów zabezpieczających oraz analizy ryzyka portfela.

Modernizacja technologiczna i wprowadzanie światowych standardów komunikacyjnych

Plany rozwoju KDPW SA, związane z wprowadzeniem nowego systemu depozytowo-rozliczeniowego uwzględniają zalecenia zawarte w protokole eliminacji pierwszej bariery Giovanniego, zarówno w dziedzinie komunikacji, jaki i struktur danych. Przewidywane jest wprowadzenie możliwości obsługi wszystkich operacji za pomocą komunikatów zgodnych ze standardem ISO 15022/ISO 20022. Prowadzone są także prace nad usprawnieniem i automatyzacją procesów, m.in. w obszarze obsługi zdarzeń korporacyjnych, pożyczek papierów wartościowych oraz w systemie wymiany danych ESDI, które zwiększają wydajność i niezawodność systemu.

Współpraca operacyjna z zagranicznymi instytucjami depozytowo-rozliczeniowymi

Od 2004 r. KDPW SA systematycznie poszerza krąg zagranicznych instytucji depozytowo-rozliczeniowych, z którymi prowadzi współpracę operacyjną. Tworzone są nowe połączenia typu FoP, i tym samym zwiększa się liczba rynków zagranicznych, z których pochodzą papiery wartościowe notowane na rynku polskim. We wrześniu 2008 r. funkcjonowały bezpośrednie połączenia operacyjne pomiędzy KDPW a zagranicznymi depozytami, obejmujące rynek austriacki, węgierski, słowacki i estoński. Krajowy Depozyt miał też bezpośrednie połączenie z depozytami międzynarodowymi, tj. Clearstream Banking Luxembourg oraz Euroclear Bank, za których pośrednictwem obsługiwane były transfery instrumentów finansowych z depozytami: francuskim, czeskim, włoskim, amerykańskim, szwedzkim, brytyjskim i holenderskim. Także ze strony zagranicznych depozytów papierów wartościowych widoczne jest zainteresowanie współpracą z KDPW SA. Ponadto prowadzone są prace nad możliwością obsługi przez KDPW rozliczeń transgranicznych zgodnie z zasadą DvP.

Prace standaryzacyjne i harmonizacyjne

KDPW SA bierze czynny udział w pracach dotyczących harmonizacji międzysystemowej, w których priorytetem jest harmonizowanie zasad funkcjonowania polskiego rynku w dziedzinie prowadzenia centralnego depozytu, rozliczania i rozrachunku papierów wartościowych, poprzez aktywny udział w opracowywaniu zmian w prawie, regulacjach, standardach i rozwiązaniach technologicznych.

3.4.3.2. Udział w pracach ECSDA

Jako członek ECSDA Krajowy Depozyt bierze udział w pracach tej organizacji, m.in. w opracowywaniu treści CoC. Jest także sygnatariuszem CoC i wprowadza zapisy Kodeksu, m.in. poprzez publikację na swojej stronie internetowej wymaganych informacji dotyczących pobieranych opłat (tabela opłat w języku polskim i angielskim ze szczegółowym opisem poszczególnych punktów oraz przykładami wyjaśniającymi sposób ich naliczania).

Ponadto przedstawiciele KDPW SA biorą udział w pracach grup roboczych ECSDA, badających problematykę rozrachunku i rozliczania transakcji transgranicznych oraz zakres występowania barier Giovanniego. W szczególności uczestniczą w pracach nad: tworzeniem standardów zestawiania instrukcji rozliczeniowych, ustalaniem szczegółowych zasad CoC w zakresie dostępu do infrastruktury posttransakcyjnej i współpracy operacyjnej, opracowaniem standardów dotyczących dni i godzin pracy systemów rozrachunkowych oraz ostateczności rozrachunku, standardów dotyczących obsługi roszczeń o prawo do pożytków z papierów wartościowych, oraz w pracach standaryzacyjnych dotyczących tzw. dystrybucji opcjonalnych (świadczeń, których realizacja jest uzależniona od decyzji inwestora) i reorganizacji (obsługi zdarzeń korporacyjnych skutkujących zmianami cech papierów wartościowych).

W omówionych powyżej pracach przyjęto założenie, że wprowadzenie stworzonych przez grupy robocze ECSDA standardów na rynkach europejskich ma się odbywać z inicjatywy i pod nadzorem lokalnych grup roboczych, tzw. Market Implementation Group (MIG). Zadaniem MIG jest przygotowanie i monitorowanie krajowych planów implementacji standardów dotyczących trzeciej bariery Giovanniniego. Stosuje się zasadę, że na jednym rynku krajowym funkcjonuje jedna grupa robocza, która przygotowuje jeden plan implementacji standardów, uzgodnionych na forum europejskim.

W konsekwencji w sierpniu 2006 r. z inicjatywy KDPW SA i Rady Banków Depozytariuszy (RBD) powołano przy ZBP Polską Grupę Roboczą ds. Trzeciej Bariery Giovanniniego. W pracach Grupy udział biorą przedstawiciele KDPW SA, RBD przy ZBD, GPW, Stowarzyszenia Emitentów Giełdowych (SEG), KNF oraz NBP. Pełni ona funkcję MIG na polskim rynku i przygotowuje plan wprowadzenia w Polsce standardów ECSDA i rekomendacji europejskich stowarzyszeń bankowych ECSA dotyczących obsługi zdarzeń korporacyjnych (*corporate actions*). Grupa, pracując w trybie comiesięcznych spotkań roboczych, wskazała praktyki na rynku polskim odbiegające od rekomendacji ECSDA i ECSA, ustaliła listę zmian koniecznych, by zlikwidować te odstępstwa oraz instytucje, które powinny być odpowiedzialne za wprowadzenie zmian. Przedmiotem prac prowadzonych na przełomie 2006 i 2007 r. było wprowadzenie standardów dotyczących dystrybucji obowiązkowych. W ich wyniku przygotowano plan wprowadzenia standardów dla rynku polskiego. Na polskim rynku spełniana jest większość rekomendacji ECSDA/ECSA. Proponowane zmiany dotyczą przede wszystkim komunikacji pomiędzy emitentami a KDPW, jako centralnym depozytem papierów wartościowych, oraz pomiędzy KDPW a jego uczestnikami (zgodnie z zaleceniami komunikacja ta powinna odbywać się w drodze wymiany komunikatów elektronicznych zgodnych ze standardami ISO 6166 i ISO 15022/20022), polityki informacyjnej emitentów (zgodnie z rekomendacjami emitenci powinni udostępniać na stronie internetowej informacje o zdarzeniu korporacyjnym – przynajmniej w języku angielskim) oraz praktyk korporacyjnych (wymóg skrócenia okresu między dniem ustalenia praw z papierów wartościowych a dniem wypłaty np. dywidendy). Grupa przedstawiła m.in. własne propozycje do zasad ładu korporacyjnego, uwzględniające standardy. Zostały one włączone do przyjętego w lipcu 2007 r. przez Radę Nadzorczą GPW dokumentu „Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW”. W przyszłości Grupa ma opracować plany wprowadzenia standardów dotyczących pozostałych grup zdarzeń korporacyjnych oraz monitorować proces ich wdrażania.

3.4.3.3. Udział w pracach EACH

KDPW SA jako członek stowarzyszenia EACH bierze czynny udział w jego pracach, m.in. opracowuje i opiniuje treść *Code of Conduct*, podejmuje działania mające na celu realizację Kodeksu, a także współpracuje z instytucjami UE. Uczestniczy również w opracowywaniu przez EACH standardów i zaleceń.

3.4.3.4. Udział w pracach SMPG

Przedstawiciele KDPW SA biorą udział w pracach grup roboczych organizacji SMPG, której celem jest opracowanie standardów i praktyk rynkowych w taki sposób, aby możliwe było osiągnięcie STP, czyli pełnej automatyzacji procesów w obszarach związanych z rozliczeniem, rozrachunkiem papierów wartościowych oraz realizacją wynikających z nich praw, zarówno na rynku krajowym, jak i międzynarodowym. W Polsce działają obecnie dwie grupy NMPG: grupa do spraw rozliczania transakcji S&R NMPG PL oraz grupa do spraw re-

alizacji praw z papierów wartościowych CA NMPG PL. W pracach grup uczestniczą przedstawiciele biur maklerskich, banków oraz KDPW SA. Ich celem jest opracowanie krajowych standardów praktyk rynkowych w zakresie rozliczania i rozrachunku transakcji oraz realizacji praw z papierów wartościowych, przede wszystkim w zakresie procedur wymiany informacji oraz opracowania odpowiednich komunikatów rozliczeniowych dla rynku polskiego, zgodnych z normą ISO 15022.

3.4.3.5. Udział w pracach RRRF

KDPW SA bierze także udział w pracach RRRF – grupy roboczej ds. pożyczek papierów wartościowych i krótkiej sprzedaży (zakończyła już działalność)¹²⁴ oraz grupy roboczej ds. rachunków zbiorczych. Krajowy Depozyt uczestniczy w opracowywaniu koncepcji wprowadzenia do polskiego prawa instytucji szczególnego rachunku zbiorczego (*omnibus account*), która umożliwiłaby mu prowadzenie rachunków zbiorczych papierów wartościowych na rzecz pośredników zagranicznych – centralnych depozytów papierów wartościowych, depozytariuszy i innych firm inwestycyjnych.

3.4.3.6. Udział w pracach legislacyjnych

Krajowy Depozyt uczestniczy w procesach legislacyjnych związanych z wprowadzeniem prawa wspólnotowego, w tym w pracach nad nowelizacją ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (implementujących dyrektywę MiFID i dyrektywę 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 15 grudnia 2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym). Bierze także udział w konsultacjach zmian prawa wspólnotowego.

3.4.4. Działalność NBP w zakresie rozwoju usług posttransakcyjnych

NBP prowadzi działania związane z rozwojem usług rozliczania i rozrachunku transakcji, których przedmiotem są papiery wartościowe – zarówno na poziomie krajowym, jak i w ramach ESBC.

Na poziomie krajowym NBP uczestniczy w pracach legislacyjnych, których celem jest m.in. wdrożenie dyrektyw i innych aktów prawa wspólnotowego do ustawodawstwa polskiego, oraz w rządowych działaniach zmierzających do rozwoju rynku kapitałowego. Uczestnictwo to ma formę konsultacji. NBP ma również przedstawicieli w RRRF, a także w grupach roboczych przy RRRF, np. ds. rachunków zbiorczych. Jako operator systemów RTGS w złotych i euro, w których rozliczane są zobowiązania pieniężne KDPW i RPW, NBP na bieżąco dąży do zwiększania efektywności i bezpieczeństwa rozrachunku pieniężnego poprzez unowocześnianie tych systemów i dostosowywanie ich do rozwiązań UE. Przykładowo w 2005 r. utworzono system SORBNET-EURO i podłączono go do systemu TARGET, a w ostatnim okresie do takich działań należy uczestnictwo NBP w systemie TARGET2. Jako współwłaściciel KDPW SA, NBP uczestnicząc w pracach Rady Nadzorczej i WZA, działa na rzecz rozwoju systemu KDPW i innych usług spółki.

¹²⁴ Patrz punkt 3.4.1 „Programy rządowe”.

Na poziomie UE NBP bierze udział we wszystkich inicjatywach, w które angażuje się ESBC¹²⁵.

Kierunki rozwoju RPW

Oprócz działalności depozytowo-rozliczeniowo-rozrachunkowej w zakresie papierów wartościowych RPW realizuje powierzoną NBP funkcję agenta emisji skarbowych papierów wartościowych (SPW). Działalność RPW i jego rozwój w zakresie SPW, a zwłaszcza bonów skarbowych, w dużej mierze zależą od przyjętej przez Ministerstwo Finansów „Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych”¹²⁶. W dokumencie tym MF określa sposób finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, a więc wskazuje rynki, instrumenty i terminy emisji papierów wartościowych. Najważniejsze zadania Strategii związane są z rozwojem rynku pierwotnego i wtórnego SPW. W ostatnim okresie na funkcjonowanie RPW miało wpływ dopuszczenie instytucji zagranicznych do systemu Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych (DSPW), a także skrócenie okresu rozliczania przetargów obligacji (T+2), co spowodowało znaczne zmniejszenie ryzyka inwestorów wynikającego z ograniczonych możliwości obrotu papierami wartościowymi przed rozliczeniem aukcji. W Strategii określono najważniejsze zadania służące realizacji jej celu w ciągu najbliższych 3 lat. Są to m.in.: zwiększenie płynności i efektywności rynku SPW, dalszy rozwój systemu DSPW oraz rynku elektronicznego SPW, a także powiększanie grupy inwestorów i dobra komunikacja z uczestnikami rynków finansowych. RPW jest nastawiony na efektywną współpracę z MF i realizację zadań wynikających z pełnienia funkcji agenta emisji bonów skarbowych oraz organizatora przetargów SPW.

W ramach tej współpracy RPW dostosowuje infrastrukturę informatyczno-systemową do zmieniających się warunków rynkowych oraz indywidualnych zapotrzebowań uczestników RPW. Uwzględniając postęp technologii informatycznych, potrzebę wprowadzania nowych funkcji oraz zwiększającą się aktywność zagranicznych DSPW, w najbliższej przyszłości RPW zamierza rozpocząć prace nad nową wersją aplikacji obsługującej elektroniczny system przetargowy. Nowy system ma przede wszystkim ułatwić obsługę klientów, zwiększyć niezawodność działania oraz uprościć procedury uczestnictwa podmiotów w rynku pierwotnym bonów i obligacji skarbowych.

RPW spełnia większość standardów Eurosystemu w zakresie prowadzenia depozytu papierów wartościowych, co znacznie ogranicza ryzyko związane z przechowywaniem i rozrachunkiem tych papierów. Ponadto przygotowuje system do pełniejszej integracji krajowego rynku SPW z rynkiem europejskim oraz ewentualnego rozliczania w przyszłości operacji kredytowych ESBC. Do znacznej eliminacji ryzyka oraz jego kontroli przyczynia się również fakt objęcia RPW funkcjonującym w NBP systemem zarządzania ryzykiem. NBP przywiązuje dużą wagę do zwiększania bezpieczeństwa swoich działań o charakterze operacyjnym. Obecnie trwają prace nad rozbudową kompleksowego Systemu Zarządzania Ryzykiem (SZR). W ramach tego systemu zostaną opracowane i wprowadzone:

- 1) kluczowe wskaźniki ryzyka KRI (*Key Risk Indicators*),
- 2) profil ryzyka oraz mapy ryzyka,
- 3) analizy głównych procesów NBP,
- 4) sposoby szacowania strat operacyjnych,
- 5) ilościowe metody pomiaru ryzyka operacyjnego.

¹²⁵ Patrz punkt 3.3.3 „Europejski System Banków Centralnych i Europejski Bank Centralny”.

¹²⁶ „Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2008–10” Ministerstwo Finansów Warszawa, wrzesień 2007 r., www.mf.gov.pl

Prowadzone na bieżąco prace nad usprawnianiem SZR mają duży wpływ na poprawę bezpieczeństwa działania RPW, a co za tym idzie zwiększenia ochrony uczestników RPW. Do poprawy bezpieczeństwa przyczynia się również funkcjonujący w NBP Plan Ciągłości Działania, zapewniający nieprzerwaną pracę NBP i określający szczegółowe zasady postępowania w sytuacjach kryzysowych.

W ciągu ostatnich kilkunastu lat w krajach Unii Europejskiej nastąpił ogromny rozwój w zakresie świadczenia usług depozytowych, rozliczeniowych i rozrachunkowych. Jest on przede wszystkim wynikiem działań konsolidacyjnych i harmonizacyjnych, mających na celu utworzenie wspólnego europejskiego rynku finansowego, m.in. poprzez zniesienie barier wynikających z różnic regulacyjnych oraz dotyczących praktyk rynkowych i technologii wykorzystywanej w obsłudze transakcji transgranicznych. Bariery te utrudniają realizację tych transakcji i zwiększają ich koszt.

Jeszcze kilkanaście lat temu infrastruktura posttransakcyjna była bardzo rozdrobniona w Unii Europejskiej. Centralni kontrpartnery i depozyty papierów wartościowych obsługiwały poszczególne rynki. W związku z tym w jednym kraju nierzadko funkcjonowało kilka podmiotów świadczących usługi depozytowo-rozliczeniowo-rozrachunkowe. Wysokie koszty związane z działaniem tych instytucji najpierw doprowadziły do licznych konsolidacji obejmujących podmioty krajowe. Następnie rozpoczął się proces szeroko rozumianej integracji, w tym konsolidacji, podmiotów świadczących usługi posttransakcyjne na poziomie Unii Europejskiej. Proces ten trwa do chwili obecnej. W jego wyniku liczba tych podmiotów zmniejszyła się radykalnie, a instytucje obsługujące rynki lokalne zostały wchłonięte przez instytucje obsługujące rynki międzynarodowe. Przykładem takiej instytucji w zakresie rozliczeń może być LCH.Clearnet, a w zakresie depozytu i rozrachunku – Euroclear Plc.

Postęp w harmonizacji usług posttransakcyjnych zarówno na świecie, jak i w Unii Europejskiej zawdzięczamy ogromnemu zaangażowaniu licznych instytucji branżowych oraz regulatorów i nadzorców związanych z rynkiem kapitałowym. W skali światowej do takich podmiotów można zaliczyć m.in. BIS, IOSCO, Grupę Trzydziestu, ISSA i SMPG. Wynikiem ich pracy są standardy i rekomendacje, wyznaczające kierunki rozwoju i wzorce działania systemów depozytowych, rozrachunkowych i rozliczeniowych na świecie. W Unii Europejskiej oprócz przyjęcia światowych standardów w zakresie utrzymania poziomu bezpieczeństwa usług posttransakcyjnych prowadzone są także działania harmonizacyjne, mające na celu ujednoczenie zasad świadczenia tych usług i umożliwienie powstania wspólnego europejskiego rynku kapitałowego. Poza działaniami podejmowanymi w tym zakresie przez instytucje publiczne działające na szczeblu europejskim (takie jak KE czy ESBC) bardzo ważne są też inicjatywy branżowe, koordynowane przez stowarzyszenia ECSDA, EACH i FESE. Instytucje te podjęły bardzo wiele działań. Do najważniejszych należą: wydanie kilku dyrektyw, komunikatów KE, sporządzenie licznych raportów (np. Lamfalussy'ego i Giovanniniego), *Code of Conduct* oraz tworzenie infrastruktury na poziomie UE, np. systemu TARGET i TARGET2 oraz CCBM, a także powołanie licznych gremiów, których głównym celem i osiągnięciem są zwiększenie bezpieczeństwa i efektywności oraz harmonizacja usług posttransakcyjnych w UE.

W zmieniającym się krajobrazie europejskiej infrastruktury posttransakcyjnej ogromnie istotna jest rola organów nadzoru. Tradycyjnie zasięg ich działania obejmował lokalny rynek finansowy. W związku z działalnością transgraniczną wielu nadzorowanych podmiotów, a w szczególności w wyniku ich ponadnarodowych konsolidacji, zakres sprawowania nadzoru zwiększył się z krajowego na międzynarodowy. Wywołało to konieczność organizacji efektywnej współpracy nadzorców z różnych krajów UE, przybierającej obecnie wiele form, np. zrzeszanie się nadzorców w różnych gremiach i wypracowywanie wspólnych zasad nadzorczych, zawieranie porozumień w sprawie sprawowania nadzoru nad podmiotami działającymi w kilku krajach oraz szeroką wymianę informacji. Ponadto pojawiła się konieczność wypracowania polityki nadzoru nad podmiotami świadczącymi usługi na bardzo szeroką skalę, w wielu krajach, ze względu na skoncentrowanie w nich ryzyka związanego z funkcjami rozliczeniowymi i rozrachunkiem.

W ostatnich 10 latach zwiększyła się również rola banków centralnych w zakresie nadzoru nad podmiotami świadczącymi usługi rozliczeniowe i rozrachunkowe. Początkowo kładziono nacisk na sprawowanie przez banki centralne nadzoru głównie nad systemami płatności i nie przyznano im uprawnień oraz instrumentów prawnych umożliwiających wpływ na systemy rozliczeń i rozrachunku papierów wartościowych. W związku z tym wykorzystywały one głównie uprawnienia właścicielskie lub perswazję opartą na prestiżu banku centralnego. Bardzo szybko okazało się jednak, że funkcjonowanie systemów płatności i funkcjonowanie systemów rozrachunku papierów wartościowych są ściśle powiązane i zakłócenia w tych drugich systemach mogą wywołać poważne problemy w pierwszych. W związku z powyższym oraz ze względu na inne bardzo ważne zadania banków centralnych, tj. odpowiedzialność za efektywne przeprowadzanie operacji polityki pieniężnej rozliczanych w systemach rozrachunku papierów wartościowych oraz zapewnienie stabilności finansowej, na którą mogą wpłynąć negatywnie zakłócenia w tych systemach, banki centralne w większości krajów UE uzyskały ustawowe uprawnienia i instrumenty do sprawowania nadzoru typu *oversight* nad systemami rozliczeń i rozrachunku papierów wartościowych. Pozostałe banki centralne wciąż wykorzystują uprawnienia właścicielskie.

Mimo że ostatnie kilkanaście lat przyniosło duży postęp w zakresie efektywności i bezpieczeństwa funkcjonowania usług posttransakcyjnych w UE, wiele jest jeszcze do zrobienia w tym zakresie. W dalszym ciągu dostęp do usług pozwalających na efektywną działalność transgraniczną nie jest równy dla wszystkich inwestorów UE, a opłaty za rozliczenie i rozrachunek transakcji transgranicznych są znacznie wyższe niż opłaty za analogiczne usługi dotyczące transakcji krajowych. Organizacje branżowe, nadzorcy i regulatorzy nie poprzestają więc na dotychczasowych osiągnięciach i podejmują nowe inicjatywy, zmierzające do pełnej harmonizacji usług posttransakcyjnych w ramach wspólnego rynku europejskiego. Przykładami najnowszych inicjatyw są *Code of Conduct*, CCBM2 i TARGET2-Securities.

Można zaobserwować także zmiany w polskiej infrastrukturze rynku kapitałowego. Z jednej strony widoczny jest wzrost lokalnego rynku i wzbogacanie go o nowe instrumenty, z drugiej – umiędzynarodawianie tego rynku poprzez przyciąganie inwestorów i emitentów zagranicznych. Działania w tym zakresie podejmuje zarówno GPW – poprzez tworzenie atrakcyjnego rynku dla inwestorów i emitentów zagranicznych – jak i KDPW SA, nawiązując współpracę operacyjną z partnerami zagranicznymi. Z kolei NBP jako operator RPW dąży do rozwoju rynku pierwotnego i wtórnego skarbowych papierów wartościowych poprzez zwiększanie funkcjonalności, bezpieczeństwa i efektywności usług depozytowo-rozrachunkowych. Ponadto wszystkie trzy instytucje, realizując swoje zadania i cele, aktywnie uczestniczą w wielu inicjatywach unijnych służących harmonizacji usług posttransakcyjnych.

Działania podejmowane przez instytucje infrastruktury są wspierane przez inicjatywy rządowe, m.in. plany prywatyzacji GPW w latach 2008–2011 oraz KDPW SA w latach 2009–2010. Ma to ułatwić tym instytucjom ekspansję międzynarodową i przyczynić się do realizacji projektu utworzenia w Warszawie regionalnego, środkowoeuropejskiego centrum obrotu instrumentami finansowymi dla polskich i międzynarodowych inwestorów.

Trudno jest obecnie określić, jaki kształt będzie mieć polska i europejska infrastruktura posttransakcyjna za kilka lat. Można jednak pokusić się o stwierdzenie, że będzie ona jeszcze bardziej zintegrowana i zharmonizowana niż dzisiaj, a także bezpieczniejsza i efektywniejsza.

Akty prawne

1. Dyrektywa 2002/47/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 6 czerwca 2002 r. w sprawie ustanawiania zabezpieczeń finansowych.
2. Dyrektywa 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 4 listopada 2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych.
3. Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 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.
4. Dyrektywa 98/26/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 19 maja 1998 r. w sprawie finalności rozliczeń w systemach płatności i rozrachunku papierów wartościowych.
5. Rozporządzenie Komisji (WE) nr 809/2004 z 29 kwietnia 2004 r. wdrażające dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie informacji zawartych w prospektach emisyjnych oraz formy, włączenia przez odniesienie i publikacji takich prospektów emisyjnych oraz rozpowszechniania reklam.
6. Ustawa z 22 maja 2003 r. o działalności ubezpieczeniowej (Dz.U. Nr 124, poz. 1151, ze zm.).
7. Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz.U. Nr 146, poz. 1546, ze zm.).
8. Ustawa z 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (Dz.U. Nr 139, poz. 934, ze zm.).
9. Ustawa z 29 czerwca 1995 r. o obligacjach (Dz.U. z 2001 r., Nr 120, poz. 1300, ze zm.).
10. Ustawa z 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. Nr 183, poz. 1538, ze zm.).
11. Ustawa z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. Nr 184, poz. 1539, ze zm.).
12. Ustawa z 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz.U. Nr 157, poz. 1119, ze zm.).
13. Ustawa z 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. Nr 183, poz. 1537, ze zm.).
14. Ustawa z 2 kwietnia 2004 r. o niektórych zabezpieczeniach finansowych (Dz.U. Nr 91, poz. 871, ze zm.).
15. Ustawa z 15 sierpnia 2001 r. o ostateczności rozrachunku w systemach płatności i systemach rozrachunku papierów wartościowych oraz zasadach nadzoru nad tymi systemami (Dz.U. Nr 123, poz. 1351 ze zm.).

Pozostałe źródła

1. Baele et al., *Measuring European Financial Integration*, Oxford Review of Economic Policy 2004, Vol. 20, No. 4.
2. Bank for International Settlements, *Central Bank Payment and Settlement Services with Respect to Cross-Border and Multi-Currency Transactions*, Basle, September 1993.
3. Bank for International Settlements, *Cross-Border Securities Settlements*, Basle, March 1995.
4. Bank for International Settlements, *OTC Derivatives: Settlement Procedures and Counterparty Risk Management*, Basle, September 1998.
5. Bank for International Settlements, *Payment System Development*, Basle, January 2006.
6. Bank for International Settlements, *Real-Time Gross Settlement Systems Report*, Basle, March 1997.
7. Bank for International Settlements, *Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries*, Basle, November 1990.
8. Bank for International Settlements, *Report on Netting Schemes*, Basle, February 1989.
9. Bank for International Settlements, *Delivery Versus Payment in Securities Settlement Systems*, Basle, September 1992.
10. BNP Paribas, *Clearing and settlement in the European Union, Main policy issues and future challenges*, Paris 2002.
11. E. Chrabonszczewska, *Międzynarodowe organizacje finansowe*, SGH Oficyna Wydaw., Warszawa 2005.
12. Committee on Payment and Settlement Systems, *Cross-Border Collateral Arrangements*, Bank for International Settlements, Basle, January 2006.
13. Committee on Payment and Settlement Systems, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, *Recommendations for central counterparties*, Basle, November 2004.
14. Committee on Payment and Settlement Systems, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, *Securities Lending Transactions: Market Development and Implications*, Basle, July 1999.
15. Committee on Payment and Settlement Systems, *A glossary of terms used in payments and settlement systems*, Bank for International Settlements, March 2003.
16. Committee on Payment and Settlement Systems, *Clearing arrangements for exchange-traded derivatives*, Bank for International Settlements, Basle, March 1997.
17. Committee on Payment and Settlement Systems, *Core Principles for Systemically Important Payment Systems*, Bank for International Settlements, Basle, January 2001.
18. Committee on Payment and Settlement Systems, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, *Recommendations for Securities Settlement Systems*, Basle, November 2001.
19. R.P. Degennaro, C.J. Pike, *Standardizing World Securities Clearance Systems*, Economic Commentary, Federal Reserve Bank of Cleveland, 15 April 1990.
20. B. Duszek, *Jak pozyskać kapitał z giełdy?, Poradnik dla przyszłych emitentów*, GPW, styczeń 2007.
21. T. Ellison, *Gleanings and Reminiscences*, 1905.
22. Emerging Markets of the International Organization of Securities Commissions, *Towards a Legal Framework for Clearing and Settlement in Emerging Markets*, November 1997. /www.riskinstitute.ch/144540.htm

23. H.C. Emery, *Speculation on the stock and produce exchanges of the United States*, Columbia University, New York 1896.
24. ESCB-CESR, *Standards for securities clearing and settlement in the European Union*, September 2004.
25. European Central Bank, *Blue Book: Payment and securities settlement systems in the European Union: euro area countries*, Frankfurt, August 2007.
26. European Central Bank, *Blue Book: Payment and securities settlement systems in the European Union: non-euro area countries*, Frankfurt, August 2007.
27. European Central Bank, *Blue Book: Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries, Addendum incorporating 2005 data*, Frankfurt, December 2006.
28. European Commission, *Communication on Clearing and Settlement in European Union, The way forward*, Brussels, April 2004.
29. European Commission, *Clearing and Settlement in the European Union: Main policy issues and future challenges*, Brussels, May 2002.
30. European Commission, *Implementing the framework for financial markets: action plan*, Brussels, May 1999.
31. European Commission, *Draft working document on post-trading*, Brussels 2006.
32. R.B. Forrester, *Commodity Exchanges in England*, American Academy of Political and Social Science, Philadelphia 1931.
33. G-30, *Clearance and Settlement Systems in the World's Securities Markets*, Washington 1989.
34. G-30, *Global Clearing and Settlement – a Plan of Action*, Washington 2003.
35. G-30, *Global Clearing and Settlement: Final Monitoring Report*, Washington 2006.
36. International Organization of Securities Commissions, *Objectives and Principles of Securities Regulation*, Madrid, May 2003.
37. John Jackson, M.J. Manning, *Comparing the Pre-Settlement Risk Implications of Alternative Clearing Arrangements*, Bank of England 2007.
38. W. Januszkiewicz, *Giełdy w gospodarce światowej*, PWE, Warszawa 1991.
39. W.S. Jevons, *Money and the Mechanism of Exchange*, Kegan Paul, Trench & Co, London 1930.
40. E. Kazarian, *Integration of the Securities Market Infrastructure in the European Union: Policy and Regulatory Issues*, IMF, Washington 2006.
41. H. Koskenkylä, *Financial integration*, Bank of Finland Studies, Helsinki 2004.
42. KPWiG, *Akcje i obligacje korporacyjne – oferta publiczna i rynek regulowany*, stan prawny na dzień 1 marca 2006 r.
43. K. Lannoo, M. Levin, *The securities settlement industry In the EU. Structure, costs and the way forward*, The Centre for European Policy Studies, Brussels 2001.
44. M. Malkamaki, J. Topi, *Strategic Challenges for Exchanges and Securities Settlement*, Discussion Papers, Bank of Finland, December 1999.
45. J.T. Moser, *Origins of the Modern Exchange Clearinghouse: A history of early clearing and settlement methods at futures Exchange*, April 1994.
46. Narodowy Bank Polski, *Wybrane determinanty rozwoju rynku akcji i korporacyjnych instrumentów dłużnych w Polsce. Wyniki badania ankietowego, Badanie przeprowadzono w 2004 roku przy współpracy Komisji Papierów Wartościowych i Giełd oraz Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA*, Warszawa, styczeń 2005.
47. E. Nevin, E.W. Davis, *The London Clearing Banks*, Elek, London 1970.
48. P. Norman, *Plumbers and visionaries: Securities Settlement and Europe's Financial Market*, Wiley, London 2008.

49. M. Poślad, S. Thiel, T. Zwoliński, *Akcje i obligacje korporacyjne – oferta publiczna i rynek regulowany*, KPWiG, Warszawa 2006.
50. Prezentacje i przemówienia z Joint European Central Bank/Federal Reserve Bank of Chicago Conference on Issues related to Central Counterparty Clearing, Frankfurt am Main, 2006.
51. K. Ripatti, *Central counterparty clearing: constructing a framework for evaluation of risks and benefits*, Bank of Finland Discussion Papers, Helsinki 2004.
52. Rocznik Giełdowy 2008, *Rodowód spółek giełdowych*, s. 123.
53. M. Rośniak-Rutkowska, A. Famirski, *Jak jest zorganizowany rynek kapitałowy. Poradnik Inwestora*, KPWiG i FERK, Warszawa 2006.
54. D. Russo, T. Hart, M.C. Malaguti, C. Paphanassiou, *Governance of securities clearing and settlement systems*, Occasional Paper Series of European Central Bank No. 21, Frankfurt 2004.
55. D. Russo, T.L. Hart, A. Schönenberger, *The evolution of clearing and central counterparty services for exchange-traded derivatives in the United States and Europe*, ECB Occasional Paper No 5, Frankfurt, September 2002.
56. H. Schmiedel, A. Schönenberger, *Integration of securities market infrastructures in the euro area*, Occasional Paper Series of European Central Bank, Frankfurt 2005.
57. H. Schmiedel, *Clearing and settlement in the European Union, Main policy issues and future challenges*, BNP Paribas, Paris 2002.
58. H. Schmiedel, *Performance of international securities markets*, Bank of Finland Studies, Vammala 2004.
59. J. Socha, *Rynek papierów wartościowych w Polsce*, Instytut Naukowo-Wydawniczy OLYMPUS Centrum Edukacji i Rozwoju Biznesu SA, Warszawa 2003, s. 505.
60. W.E. Spahr, *The clearing and collection of checks*, Bankers Publishing, New York 1926.
61. Strony internetowe centralnych kontrpartnerów, centralnych depozytów, giełd i innych podmiotów.
62. The Giovannini Group, *Cross-border clearing and settlement arrangements in the European Union*, European Commission, Brussels, November 2001.
63. The Giovannini Group, *Second report on EU Clearing and Settlement Arrangements*, Brussels, April 2003.
64. G. Tumpel-Gugerell, *At the ECB and FED of Chicago Joint Conference on Issues Related to CCP*, April 2006.
65. F. Wendt, *Intraday margining of CCP: EU practice and a theoretical Evaluation of benefits and costs*, De Nederlandsche Bank, Amsterdam, March 2006.
66. www.fese.be
67. www.gpw.pl
68. www.newconnect.pl