

Alicja Mikołajewicz-Woźniak

Uruchomienie platformy TARGET2-Securities jako kolejny etap tworzenia jednolitego europejskiego rynku kapitałowego

Ekonomiczne Problemy Usług nr 68, 311-319

2011

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach
dozwolonego użytku.

ALICJA MIKOŁAJEWICZ-WOŹNIAK

Uniwersytet im. A. Mickiewicza

URUCHOMIENIE PLATFORMY TARGET2-SECURITIES JAKO KOLEJNY ETAP TWORZENIA JEDNOLITEGO EUROPEJSKIEGO RYNKU KAPITAŁOWEGO

Wprowadzenie

Pomimo nasilenia procesów integracyjnych i konsolidacyjnych obejmujących rynki finansowe krajów członkowskich infrastruktura rozrachunkowo-depozytowa rynku kapitałowego pozostaje dość zróżnicowana i sfragmentaryzowana – nie tylko w całej Unii, ale nawet w samej strefie euro¹. Utrudnia to swobodny przepływ kapitału, znajdując odzwierciedlenie w wyższych kosztach zawieranych transakcji. Przeprowadzone w ostatnich latach analizy kosztów funkcjonowania systemów rozrachunku papierów wartościowych wykazały, że koszty związane z rozrachunkiem transgranicznym są ponaddziesięciokrotnie wyższe niż te ponoszone w przypadku transakcji krajowych. Za istniejący stan rzeczy winą obarcza się brak harmonizacji pomiędzy poszczególnymi krajami w sferze prawnej, podatkowej i technicznej.

Dokonywane na rynku kapitałowym transakcje fuzji i przejęć instytucji zaangażowanych w organizację obrotu nie zapewniły niestety funkcjonowania zunifikowanej infrastruktury posttransakcyjnej, przede wszystkim ze względu na stosowanie zróżnicowanych modeli prowadzenia biznesu w tym obszarze rynku². Szansę na rozwiązanie istniejącego problemu stworzyło wdrożenie systemu TARGET2 – paneuropejskiego systemu rozliczeń międzybankowych w euro w czasie rzeczy-

¹ B. Wróbel, K. Nakoneczny, M. Kapis, M. Pajkowska, K. Zielińska, E. Budrewicz: *Systemy rozrachunków papierów wartościowych w Polsce i Unii Europejskiej*, Narodowy Bank Polski Departament Edukacji i Wydawnictw, Warszawa 2009, s. 41, 73–74.

² European Central Bank, *Target2-Securities. Settling without borders*, Imprimerie Centrale, Luxembourg 2009, s. 9.

wistym. Możliwe stało się bowiem wykorzystanie wspomnianego systemu do rozrachunku transakcji papierami wartościowymi na obszarze objętym zasięgiem jego działania.

1. Główne założenia projektu

Inicjatorem projektu utworzenia platformy TARGET2-Securities (T2S) był Europejski Bank Centralny (EBC), choć w proces jego realizacji zostały zaangażowane nie tylko banki centralne strefy euro, ale także te działające w pozostałych krajach Unii oraz europejskie instytucje pełniące funkcje centralnych depozytów. Misją przedsięwzięcia stało się zapewnienie zharmonizowanego i sprawnego rozrachunku transakcji dokonywanych na unijnym rynku oraz – a właściwie przede wszystkim – usprawnienie i obniżenie kosztu rozrachunku transgranicznego obejmującego transakcje papierami wartościowymi rozliczane zgodnie z zasadą „papier w zamian za płatność” (*delivery vs. payment*) przy wykorzystaniu pieniądza banku centralnego.

Oficjalnie decyzja o rozpoczęciu prac nad projektem utworzenia paneuropejskiej platformy rozrachunkowej została podjęta w 2006 roku. Dwa lata później przystąpiono do opracowania szczegółowej koncepcji funkcjonowania systemu. Sprowadzała się ona do stworzenia platformy technicznej do rozrachunku transakcji na papierach wartościowych niebędącej jednocześnie europejskim centralnym depozytem papierów wartościowych. Podstawowe założenia projektu przewidują bowiem przeniesienie na platformę T2S wyłącznie funkcji rozrachunkowej dotyczącej instrumentów finansowych zarejestrowanych na kontach prowadzonych przez te centralne depozyty, które przystąpią do systemu. W gestii wspomnianych instytucji pozostanie natomiast realizacja funkcji depozytowych oraz świadczenie innych wykonywanych wcześniej usług.

Obsługę transakcji realizowanych w tworzonym systemie umożliwią rachunki pieniężne stanowiące dedykowane subkonta pieniężne systemu TARGET2. Zintegrowanie kont pieniężnych i kont papierów wartościowych zapewni przeprowadzanie rozrachunku w papierach wartościowych i środkach pieniężnych na jednej platformie, co zredukuje ryzyko ponoszone przez uczestników transakcji.

Dostępem uczestników centralnych depozytów do pieniądza banku centralnego będą zarządzać banki centralne. Poprzez platformę obsługiwane będą zatem przede wszystkim te transakcje, których rozrachunek następuje w euro, choć w przypadku pojawienia się zapotrzebowania danego rynku możliwe będzie dokonywanie rozrachunku w innych walutach. Warunkiem tego ostatniego będzie przejęcie odpowiedzialności za rozrachunek pieniężny przez bank centralny właściwy dla danej waluty.

Od strony technicznej całe przedsięwzięcie polegać ma na *outsourcingu* rozrachunku dokonywanego wcześniej przez poszczególne depozyty na platformę T2S, zarządzaną przez T2S Operator – podmiot funkcjonujący poza strukturami EBC w formule przewidującej wyłącznie pokrywanie ponoszonych kosztów. Operacyjne wdrożenie systemu T2S, zaplanowane na połowę 2014 roku, powinno więc usprawnić proces rozrachunku papierów wartościowych ze strefy euro oraz doprowadzić do zniesienia różnic między pomiędzy przeprowadzaniem rozliczeń krajowych i transgranicznych realizowanych przez centralne depozyty.

2. Korzyści wynikające z outsourcingu rozrachunku na platformę

Wdrożenie systemu T2S będzie więc kolejnym krokiem w procesie tworzenia w pełni jednolitego rynku finansowego. Dzięki uruchomieniu platformy krajowe depozyty uzyskają bezpośredni dostęp do wszystkich papierów wartościowych rozliczanych w nowym systemie oraz możliwość dokonywania dla swoich inwestorów rozrachunku w euro lub w innych dopuszczalnych przez system walutach w stosunku do papierów zdeponowanych w innych depozytach. Z uwagi na istniejącą możliwość świadczenia usług pośrednictwa tym depozytom, które nie zostaną przyłączone do platformy, ułatwiony rozrachunek nie będzie dotyczył wyłącznie uczestników nowego systemu, lecz powinien objąć cały region.

Wymuszona przez uruchomienie platformy harmonizacja procedur i mechanizmów rozrachunku właściwie uniemożliwi dalsze stosowanie rozwiązań specyficznych dla danego rynku (co obecnie stanowi dość powszechną praktykę). Harmonizacja ta będzie dotyczyć zarówno struktury kont depozytowych i pieniężnych, jak i przesyłanych pomiędzy depozytami komunikatów i instrukcji oraz samego harmonogramu dnia rozrachunkowego.

Wskutek integracji z paneuropejską infrastrukturą rozrachunkową dostępność krajowych rynków papierów wartościowych dla zagranicznych inwestorów niewątpliwie zwiększy się, a koszty rozrachunku transgranicznego zostaną obniżone. Powinno to znaleźć odzwierciedlenie we wzroście wolumenu obrotu dokonywanego przez zagranicznych inwestorów na lokalnych rynkach oraz w zwiększonym udziale tej grupy inwestorów w transakcjach IPO (*Initial Public Offer*).

Korzyści wynikające z uruchomienia platformy T2S powinny stać się także odczuwalne dla części podmiotów pozyskujących na rynku kapitałowym potrzebne fundusze – dotyczyć będą jednak głównie emitentów zaliczanych do grona spółek średnich i dużych. Sytuacja mniejszych podmiotów w zasadzie nie ulegnie zmianie, gdyż niezależnie od przyjętych rozwiązań w zakresie zawierania i rozrachunku transakcji spółki z tej grupy nie są przedmiotem zainteresowania zagranicznych inwestorów. W przypadku większych spółek największe znaczenie będzie miała możliwość obniżenia kosztów pozyskania kapitału w ramach ofert publicznych,

uzyskiwana przede wszystkim wskutek nasilenia konkurencji pomiędzy podmiotami zaangażowanymi w obsługę emisji (wynikającego chociażby z zapewnionej w nowym systemie swobody wyboru centralnego depozytu dla rejestracji emisji)³. Szerszy dostęp inwestorów zagranicznych powinien przełożyć się na lepszą wycenę tych spółek, a płynność emitowanych przez nie walorów powinna zwiększyć się, choć trudno oczekiwać, by zamiany w tym zakresie były spektakularne.

3. Oczekiwana redukcja ponoszonych kosztów transakcyjnych

Dzięki umiejscowieniu na wspólnej platformie kont poszczególnych europejskich instytucji depozytowych obniżą się koszty tworzenia i utrzymywania linków operacyjnych z zagranicznymi depozytami oraz realizacji operacji rozrachunkowych, co powinno przełożyć się na obniżenie pobieranych opłat. Przewidywana redukcja kosztów transakcyjnych ma wynieść od 7 do 18%. Po stronie centralnych depozytów redukcja kosztów wynikać będzie ze zmniejszenia opłat transgranicznych i uzyskania efektów ekonomii skali, po stronie banków depozytariuszy działających jednocześnie na kilku rynkach stanowić będzie konsekwencję obniżenia kosztu rozrachunku transgranicznego ponoszonego na tym poziomie (w tym opłat pobieranych przez centralne depozyty) oraz niższych kosztów utrzymywania zabezpieczeń. To ostatnie będzie wynikiem skonsolidowanego dostępu do puli papierów wartościowych uczestników z różnych rynków przeznaczonych na zabezpieczenie w T2S, scentralizowanego rozrachunku pieniężnego na jednym koncie operacji dokonywanych na różnych rynkach oraz wykonywania rozrachunku z wielu rynków jednocześnie w jednym systemie. Wskutek zmniejszenia liczby interfejsów, wprowadzenia jednolitych raportów i jednego zharmonizowanego procesu rozrachunku dla wszystkich rynków objętych działalnością platformy zmniejszeniu ulegną również koszty działalności *back-office*.

Prognozowane obniżenie kosztów nie będzie jednak w niektórych obszarach tak znaczące, jak sugerują to obecnie podmioty zaangażowane w tworzenie paneuropejskiej platformy rozrachunkowej. Przykładem takich „przeszacowanych” korzyści wydają się wskazywane potencjalne oszczędności związane z brakiem konieczności ponoszenia przez poszczególne depozyty wydatków na rozwój własnych systemów informatycznych. Nie należy bowiem zapominać o tym, że wspomniane koszty nie zostaną wyeliminowane, lecz będą ponoszone „na poziomie” platformy i z pewnością zostaną ostatecznie przerzucone na uczestników systemu.

³ Por. prezentacja S. Pycko: *T2S – szanse i korzyści oraz potencjalne zagrożenia dla rynku*, Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych, Warszawa 2010, <http://www.kdpw.pl/pl/kdpw/aktualnosci/Strony/NewsDetails.aspx?idn=283>

4. Zagrożenia wynikające z nasilenia konkurencji pomiędzy uczestnikami systemu

Dla instytucji tworzących tzw. infrastrukturę posttransakcyjną, w szczególności dla centralnych depozytów, uruchomienie platformy T2S nie będzie oznaczać wyłącznie oszczędności. Wspomniane podmioty zostaną zmuszone do poniesienia kosztów adaptacji posiadanych systemów do rozwiązań narzucanych przez zasady działania wdrażanego systemu. Zmieniają się standardy w zakresie komunikacji, a struktura kont będzie wymagała odpowiedniego dostosowania. Konieczna okaże się aktualizacja baz danych i ustalenie nowego harmonogramu rozrachunku. Istnieje również duże prawdopodobieństwo, że do momentu przyłączenia do platformy wiele instytucji infrastrukturalnych nie zdąży zamortyzować poczynionych wcześniej inwestycji, które po wprowadzeniu nowych rozwiązań okażą się bezużyteczne i konieczne będzie dokonanie odpowiednich odpisów na ten cel.

Uruchomienie paneuropejskiej platformy rozrachunkowej stanie się także dla wspomnianych instytucji infrastrukturalnych źródłem poważnych zagrożeń, z których większość będzie związana z przewidywanym nasileniem konkurencji. Działające na unijnym rynku instytucje pełniące funkcje depozytowe niewątpliwie podejmą działania zmierzające do pozyskania zagranicznych uczestników rynku, co zmusi do konkurowania o lokalnych odbiorców świadczonych usług dotąd w zasadzie „przypisanych” do krajowych instytucji⁴.

Zaostrzenie konkurencji między instytucjami dokonującymi rozrachunku nie wynika jednak wyłącznie z tworzenia wspólnej platformy rozrachunkowej. Zasada swobodnego wyboru dostawcy usług posttransakcyjnych została sformułowana w przyjętej w 2004 roku „Dyrektywie w sprawie rynków instrumentów finansowych”⁵. Jej wytyczne znalazły też odzwierciedlenie w postanowieniach opracowanego w listopadzie 2006 roku „Europejskiego kodeksu postępowania w zakresie rozliczeń i rozrachunków”⁶. Wdrażane w oparciu o wskazane regulacje rozwiązania prowadzą do stopniowego rozdzielania poszczególnych usług związanych z obsługą obrotu instrumentami finansowymi i pobieranych za ich świadczenie opłat (w tym wydzielania rozliczeń i rozrachunku), co zakończy w niedalekiej przyszłości stosowaną dotychczas praktykę oferowania pewnych usług na zasadzie „pakietowej”. Towarzysząca nowym rozwiązaniom większa transparentność opłat rozrachunkowych uniemożliwi centralnym depozytom czerpanie korzyści z niedostatecznej

⁴ Utrata części potencjalnych uczestników będzie również wynikiem konsolidacji aktywów w wybranych depozytach.

⁵ Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 roku w sprawie rynku instrumentów finansowych, Dz.Urz. L 145, 30.04.2004, art. 34 i 46.

⁶ *Europejski kodeks postępowania w zakresie rozliczeń i rozrachunków (European Code of Conduct for Clearing and Settlement)* z dnia 7 listopada 2006 roku, http://fese.eu/_lib/files/European_Code_of_Conduct_for_Clearing_and_Settlement.pdf

wiedzy klientów. Pojawi się również presja na obniżenie marży za dokonywany rozrachunek związany z jego *outsourcingiem* na platformę T2S. Nastąpi także ograniczenie zapotrzebowania ze strony globalnych depozytariuszy na usługi pośrednictwa na lokalnym rynku.

Przystąpienie do platformy połączone z generalnym zmniejszeniem barier dostępu zagranicznych podmiotów do krajowej infrastruktury przyczyni się dodatkowo do zaostrzenia konkurencji pomiędzy instytucjami pełniącymi rolę izb rozliczeniowych oraz platformami organizującymi obrót instrumentami finansowymi. Pomioty te, odczuwające silną presję na obniżenie opłat pobieranych za świadczone przez siebie usługi, zostaną właściwie zmuszone do podjęcia działań zmierzających do uzyskania efektów skali związanych z jednoczesnym prowadzeniem działalności na wielu rynkach⁷.

5. Możliwości przyłączenia polskich instytucji infrastrukturalnych do tworzonej platformy

Pomimo potencjalnych trudności i zagrożeń oraz konieczności poniesienia kosztów uruchomienia nowego systemu do prac nad projektem włączyły się również polskie instytucje infrastrukturalne. W lutym 2010 roku podpisany został *Unilateral Undertaking* – dokument deklarujący podjęcie działań związanych z przyłączeniem do platformy T2S. Po stronie polskiej we wspomniany proces w największym stopniu zaangażowany został Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych, który we współpracy z Narodowym Bankiem Polskim przyjął na siebie obowiązek pokierowania działalnością tzw. National Users Group (NUG_PL) – grupy roboczej zajmującej się wdrażaniem systemu na polskim rynku kapitałowym.

Zgodnie z pierwotnymi założeniami przyłączenie polskich instytucji tworzących infrastrukturę rynku kapitałowego do platformy T2S miało nastąpić dopiero po przystąpieniu Polski do strefy euro. Jednak pomimo że obecnie zapotrzebowanie na obsługę rozrachunku transgranicznego w Polsce oceniane jest jako relatywnie niewielkie, brana jest pod uwagę realizacja alternatywnego planu – przyłączenia Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych (KDPW) do platformy T2S już w momencie jej uruchomienia (przy wykorzystaniu zapewnianej przez tworzony system opcji dokonywania rozrachunku w walucie innej niż euro). Uwzględniony został zapewne fakt, że założona dobrowolność uczestnictwa w systemie nie oznacza rzeczywistej swobody decyzji odnośnie do przyłączenia się do tworzonej platformy. Pozostawanie poza systemem może okazać się katastrofalne w skutkach dla ewentualnych *outsiderów* – przede wszystkim z uwagi na ograniczone możliwości spełniania oczekiwań inwestorów i emitentów odnośnie do swobodnego dostępu do

⁷ Por. prezentacja S. Pycko: *T2S – szanse i korzyści...*, op. cit.

innych rynków regionu oraz brak odpowiedniej efektywności kosztowej prowadzonej działalności.

Podsumowanie

Oczekuje się, iż prace związane z uruchomieniem platformy T2S znacząco przyspieszą proces ujednoczenia procedur rozrachunku transakcji papierami wartościowymi na rynku europejskim. Wdrożenie nowego systemu bezpośrednio lub pośrednio przyczyni się usunięcia wielu spośród wyszególnionych w raporcie Giovanniniego barier utrudniających prowadzenie efektywnego rozrachunku i rozliczeń transgranicznych na rynku papierów wartościowych Unii Europejskiej – barier dotyczących stosowanych praktyk rynkowych i wymogów technicznych (obejmujących między innymi różnice w stosowanej technologii informatycznej, ograniczenia możliwości bezpośredniego korzystania z systemów rozliczeniowych przez instytucje z innych krajów, zróżnicowanie długości cykli rozliczeniowych i monopol instytucji depozytowych w dziedzinie przechowywania papierów wartościowych wyemitowanych w danym kraju)⁸. Wdrożenie paneuropejskiego systemu rozrachunku transakcji papierami wartościowymi będzie więc następnym krokiem do utworzenia w pełni jednolitego rynku kapitałowego i katalizatorem dalszej integracji tej części rynku.

Tworzona platforma ułatwi dostęp do instrumentów finansowych będących przedmiotem obrotu w poszczególnych krajach, zapewniając jednocześnie możliwość swobodnego korzystania z ofert podmiotów zajmujących się usługami posttransakcyjnymi. Zapewni tym samym warunki do czerpania korzyści z harmonizacji stosowanych rozwiązań i będzie stymulować konkurencję między dostawcami usług związanych z organizacją obrotu na rynku kapitałowym. Pozytywne następstwa zachodzących we wskazanym obszarze zmian, odczuwane zarówno przez instytucje tworzące infrastrukturę rynku kapitałowego, jak i podmioty zawierające na nim określone transakcje, będą konsekwencją realnego funkcjonowania jednolitego rynku – przede wszystkim jego poszerzenia i możliwości redukcji kosztów związanej z osiągnięciem korzyści skali. Nasilenie konkurencji w sferze usług postransakcyjnych i obniżenie kosztów zawierania transakcji przełoży się na wyższą płynność rynków i niższe koszty pozyskiwania kapitału przez emitentów, co z kolei może znaleźć odzwierciedlenie w zwiększeniu tempa wzrostu PKB.

⁸ Pierwszy z opracowanych przez tzw. grupę Giovanniniego raportów, opublikowany w 2001 r., wskazywał 15 takich barier, oprócz wspomnianych praktyk technicznych i wymagań rynkowych, także te dotyczące procedur podatkowych i rozwiązań prawnych. Zob. The Giovannini Group: *Cross-border clearing and settlement arrangements in the European Union*, European Commission, Bruksela 2001.

Tworzona platforma jest jednak tylko kolejnym – nie ostatnim – etapem tworzenia w pełni jednolitego europejskiego rynku kapitałowego. Bez usunięcia pozostałych barier wskazanych w raporcie Giovanniniego, w szczególności barier prawnych i podatkowych, swobodny przepływ inwestycji transgranicznych na wspomnianym rynku nadal pozostanie ograniczony.

Literatura

1. Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 kwietnia 2004 roku w sprawie rynków instrumentów finansowych, Dz. Urz. L 145, 30.04.2004.
2. European Central Bank, *Target2-Securities. Settling without borders*, Imprimerie Centrale, Luxembourg 2009.
3. *European Code of Conduct for Clearing and Settlement*. http://fese.eu/_lib/files/European_Code_of_Conduct_for_Clearing_and_Settlement.pdf
4. The Giovannini Group: *Cross-border clearing and settlement arrangements in the European Union*, European Commission, Bruksela 2001.
5. Pycko S.: *T2S – szanse i korzyści oraz potencjalne zagrożenia dla rynku*, Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych, Warszawa 2010. <http://www.kdpw.pl/pl/kdpw/aktualnosci/Strony/NewsDetails.aspx?idn=283>
6. Wróbel B., Nakoneczny K., Kapis M., Pajkowska M., Zielińska K., Budrewicz E.: *Systemy rozrachunków papierów wartościowych w Polsce i Unii Europejskiej*, Narodowy Bank Polski Departament Edukacji i Wydawnictw, Warszawa 2009.

**THE INTRODUCTION OF TARGET2-SECURITIES PLATFORM AS
A NEXT STAGE OF CREATING A SINGLE EUROPEAN CAPITAL MARKET**

Summary

This paper presents main assumptions of project of activation paneuropean securities settlement platform – TARGET2-Securities. It determines the significance of compiled system for unification and harmonization post-trading services and the system's role in creating a single European market. The article specifies advantages resulting from implementation of new settlement rules (including reduction in transactional cost), simultaneously pointing out threats being a consequence of intensification of competence in this part of the market. It also describes actions undertaken by Polish infrastructure institutions aimed at joining to T2S platform.

Translated by Alicja Mikołajewicz-Woźniak