

Európai Gazdasági és Szociális Bizottság Véleménye Pénzügyi integráció: az európai értékpapírpiacok

(2008/C 162/25)

2007. január 16-án az Európai Gazdasági és Szociális Bizottság úgy határozott, hogy Eljárási Szabályzata 29. cikkének (2) bekezdése alapján saját kezdeményezésű dolgoz ki a következő tárgyban:

Pénzügyi integráció: az európai értékpapírpiacok.

A bizottsági munka előkészítésével megbízott „Gazdasági és Monetáris Unió, gazdasági és társadalmi kohézió” szekció 2008. január 24-én elfogadta véleményét. (Előadó: Jochen LEHNHOFF.)

Az Európai Gazdasági és Szociális Bizottság 2008. február 13–14-én tartott 442. plenáris ülésén (a 2008. február 13-i ülésnapon) 103 szavazattal 4 ellenében, 9 tartózkodás mellett elfogadta az alábbi véleményt.

1. Következtetések és ajánlások

1.1 Az Európai Gazdasági és Szociális Bizottság ajánlja az európai intézményeknek, hogy a Közösség polgárait az eddignél mélyrehatóbban tájékoztassák arról, milyen előnyöket jelent a lakosság számára az értékpapírügyletek harmonizált jogi kerete. Ilyen módon szembe lehet szegülni azzal a még mindig igen elterjedt jelenséggel, hogy a befektetések az adott hazai piacra korlátozódnak (*home bias*, a hazai piaccal szembeni elfogultság).

1.2 Az EGSZB ajánlja az Európai Bizottságnak, hogy a pénzügyi szolgáltatásokra irányuló cselekvési tervnek a pénzügyi szolgáltatásokra vonatkozó szakpolitikáról szóló fehér könyvben ⁽¹⁾ bejelentett utólagos értékelése keretében kiemelt figyelmet fordítson arra, hogy a tőzsdei és tőzsdén kívüli kereskedési helyszínekre irányuló európai jogalapok számos módosítása hozzájárul-e az európai értékpapírpiacok ésszerű integrációjához és a határokon átnyúló tőkebefektetés megkönnyítéséhez.

1.3 Ez mindenekelőtt a pénzügyi eszközök piacairól ⁽²⁾, a tájékoztatókról ⁽³⁾ és az átláthatóságról ⁽⁴⁾ szóló irányelv hatásaira érvényes, amely irányelvek a pénzügyi szolgáltatásokra, valamint a pénzügyi eszközökkel folytatott kereskedelem határon átnyúló lebonyolításának megkönnyítését szolgáló jelenlegi erőfeszítésekre irányuló cselekvési terv részét képezik. (Ez utóbbinál mindenekelőtt az infrastruktúrát üzemeltetők *Code of Conduct for Clearing and Settlement* [az elszámolásra és kiegyenlítésre vonatkozó magatartási kódex] általi önkéntes kötelezettségvállalásának megvalósítására és az Európai Központi Banknak a *Target2/Securities* [egységes európai lebonyolítási platform] érdekében tett erőfeszítéseire gondolunk.)

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

⁽²⁾ Az Európai Parlament és a Tanács 2004/39/EK irányelve (2004. április 21.) a pénzügyi eszközök piacairól, a 85/611/EGK és a 93/6/EGK tanácsi irányelv és a 2000/12/EK európai parlamenti és tanácsi irányelv módosításáról, valamint a 93/22/EGK tanácsi irányelv hatályon kívül helyezéséről, HL L 145., 2004.4.30., 1–44. o.

⁽³⁾ Az Európai Parlament és a Tanács 2003/71/EK irányelve (2003. november 4.) az értékpapírok nyilvános kibocsátásakor vagy piaci bevezetésekor közzéteendő tájékoztatóról és a 2001/34/EK irányelv módosításáról (EGT vonatkozású szöveg), HL L 345., 2003.12.31., 64–89. o.

⁽⁴⁾ Az Európai Parlament és a Tanács 2004/109/EK irányelve (2004. december 15.) a szabályozott piacra bevezetett értékpapírok kibocsátóival kapcsolatos információkra vonatkozó átláthatósági követelmények harmonizációjáról és a 2001/34/EK irányelv módosításáról, HL L 390., 2004.12.31., 38–57. o.

1.4 Az EGSZB szerint az integráció támogatását célzó újabb vagy kiegészítő lépések megtételével meg kell várni az említett értékelési folyamat végét. Ha az EGSZB szükségesnek látja, vissza fog térni a kérdésre, és javaslatokat tesz az értékpapírpiacok integrációjának előmozdítására.

1.5 Az iparpolitikáról szóló 2005. évi közlemény ⁽⁵⁾ hét olyan átfogó intézkedést jelent be, amelyek segítenek az ágazatspecifikus kezdeményezések megvalósításában. Az EGSZB úgy véli, hogy az ágazatközi intézkedések listájára hatékony, és az európai vállalatok, különösen a kis- és középvállalkozások (kkvk) számára megfelelő költségek ellenében hozzáférhető pénzügyi piacokat is fel kellene venni. A MiFID célja e piacok működésének javítása volt. A pénzügyi piacokkal összefüggő hatások miatt ugyanakkor elengedhetetlen, hogy átfogóbban foglalkozzunk azzal a szereppel, amely ezekre a pénzügyi piacokra az európai versenyképesség támogatása szempontjából hárul. Az EGSZB sajnálatát fejezi ki amiatt, hogy az iparpolitika féldős felülvizsgálata ⁽⁶⁾ nem indított el ilyen jellegű vitát.

Kiemelt figyelmet kell fordítani mindenekelőtt a tőzsdék működési helyének megválasztására, mivel ez az egész piacgazdaság számára alapvető jelentőségű. Ennek során főként a feltörekvő országokban, illetve azokban az országokban kellene figyelemmel kísérni a szuverén értékpapír-kibocsátók és az államkötvények eszközeinek mozgását, amelyek sok természetes erőforrással rendelkeznek, különösen, ha az értékpapírpiacokon rendkívül nagy a befektetési részesedésük. Példa erre a London Stock Exchange, ahol időközben az értékpapírok 48 %-a a dubai és katarai alapok tulajdonában van. Az Európai Bizottságnak általában véve együtt kellene dolgoznia a tagállamokkal és a felügyeleti hatóságokkal, hogy javítsák ezen alapok átláthatóságát, tisztázzák hátterüket, és biztosítsák: nincs szó politikai indíttatásról. Az EGSZB alapvetően sürgeti az Európai Bizottságot, „hogy minél hamarabb terjesszen elő jogszabály-tervezeteket az intézményi befektetők által a befektetésekkel és a szavazással kapcsolatos politikáikról szolgáltatott információk mennyiségének növelésére vonatkozólag” ⁽⁷⁾.

⁽⁵⁾ A Közösség lisszaboni programjának végrehajtásáról: Politikai keretek az EU gyáriparának megerősítésére – egy integráltabb iparpolitikai megközelítés felé, COM(2005) 474.

⁽⁶⁾ Az iparpolitika féldős felülvizsgálata, COM(2007) 374.

⁽⁷⁾ ECO/202 – A pénzügyi piacok alakulásának gazdasági és társadalmi következményei, CESE 1262/2007, HL C 10., 2008.1.15. – és INT/332 – Az egységes piac felülvizsgálata, CESE 89/2007, HL C 93., 2007.4.27..

2. A vélemény mellett szóló érvek

2.1 Felkérés a vélemény kidolgozására

2.1.1 A pénzügyi integráció az európai Gazdasági és Monetáris Unió alapeleme. Az euró bevezetése óta egyre fontosabb cél az európai pénzügyi rendszer integrációja. A legtöbb tanulmány egyetért abban, hogy ez az integráció egyértelműen kedvező hatással van az európai gazdaságra.

2.1.2 Szem előtt tartva, hogy az európai pénzügyi integráció az egész gazdaságra nézve számottevő előnyöket jelenthet, a jelenlegi – számos piaci szegmens nem kielégítő mértékű integrációja által jellemzett – helyzetben arra van szükség, hogy minden érintett szilárdan elkötelezze magát a folyamat továbbvitele mellett, egészen annak megvalósulásáig.

2.1.3 Az integrált, versenyképes és hatékony pénzügyi piacok létrehozása a belső piac és a lisszaboni célok lényeges szempontja annak érdekében, hogy teljes mértékben ki lehessen aknázni a fejlődéssel és foglalkoztatással kapcsolatos előnyöket.

2.1.4 Minden pénzügyi központ fontos közszolgálati szerepet tölt be. A tőzsdéket – a belföldi pénzügyi piacokon játszott fontos szerepük miatt – gyakran egyenlőnek tekintik az országos jelentőségű közintézményekkel. Az európai tőzsdeágazatot hagyományos és rendszerint nemzeti szintű szereplők uralják. Néhány tőzsdefúzió és -társulás ellenére ez a piac továbbra is egy tucat különböző pénzügyi központra aprózódik. A tranzakciók elektronikus úton történő lebonyolítása révén ugyanakkor elkerülhetők a konkrét földrajzi helyszínből adódó korlátok és konfliktusok.

2.1.5 A pénzügyi integráció mindenképp a piaci erők által irányított folyamat, nem nélkülözheti azonban a piaci erők és a közigazgatási szervek tevékenysége közötti hatékony kölcsönhatást. Az EU-ban az állami hatóságoknak továbbra is feltett szándéka kell, hogy legyen az integrációs folyamat megerősítése. Ennek részeként különösen fontos, hogy a tagállami és európai hatóságok szilárdan kiálljanak a belső piaci integráció és a pénzügyi stabilitás támogatására irányuló jogi és szabályozási keret létrehozása mellett.

2.1.6 Az idők során olykor látványosan nőtt az európai értékpapírpiacon azon szerepének jelentősége, amelyet a vállalatok finanszírozási forrásként játszanak. Így a jól fejlett tőzsdepiac megnöveli az összesített beruházásokat és csökkenti a költségeket. A tőzsde jelentős mértékben hozzájárulhat további külső források rendelkezésre bocsátásához. A pénzügyi ágazat azért is fontos, mert biztosítja azon források elosztását, amelyek lehetővé teszik egyéb gazdasági ágak továbbfejlesztését.

2.1.7 Akadályt jelentenek az igen eltérő tagállami pénzügyi szabályozások. A tőzsdefúziók önmagukban – a pénzügyi szabályozás stratégiai aspektusaként – nem elegendőek az eljárások harmonizációs követelményeinek teljesítéséhez.

2.1.8 Az értékpapírpiacon, például a kötvény- és részvénypiacokon esetében rendkívül fontos folytatni a lebonyolításra (azaz az értékpapírkliáringre és elszámolásra) irányuló infrastruktúrák integrációját. Az egymással nem megfelelően összekötött lebonyolítási rendszerek száma továbbra is magas.

2.1.9 Most, amikor a monetáris unió valóban előnyben részesíti az összeurópai eljárásmodot, az európai kontinensen működő tőzsdék abban a paradox helyzetben vannak, hogy számítógépes, mégis magas tranzakciós költségekkel járó megbízások uralják őket. Ez az ellentmondás elsősorban a határokon átnyúló tranzakciók még mindig túlságosan magas költségeire vezethető vissza.

2.2 Általános megjegyzések – Az európai értékpapírpiacon

2.2.1 Az (értékpapír-)tőzsdék lehetővé teszik a kereslet és a kínálat pénzügyi eszközök révén történő találkozását (ez a tőzsde piaci szerepe). A befektetők szemszögéből nézve a tőzsde lehetővé teszi a pénzügyi eszközök megszerzését és eladását. A vállalatok szemszögéből nézve a tőzsde fontos feltétele a saját vagy idegen tőke megszerzésének. Ennek megfelelően a banki hitelfinanszírozás mellett a tőzsde is a vállalatok finanszírozásának központi eleme annak révén, hogy finanszírozza a pénzügyi eszközök emisszióját. Működő értékpapír-piaci kereskedelem nélkül csak nagyon korlátozott mértékben lehetne lehetséges új pénzügyi eszközök kibocsátása. Egy valódi európai értékpapír-piac létrejötte új lehetőségeket kínálhat a vállalatoknak arra, hogy üzleti tevékenységeiket értékpapírok kibocsátása révén finanszírozzák. Ez az olyan tagállamokban működő vállalatokra is vonatkozik – sőt, pontosan rájuk vonatkozik –, ahol még ma is csak alacsony likviditású tőzsdei kereskedelem folyik, és így csak korlátozottan lehet szó sikeres kibocsátásról. Ezenkívül egy európai értékpapírpiacnak ahhoz is hozzá kellene járulnia, hogy a befektetők ne a hazai piacokra összpontosítsanak – amint az még ma is megfigyelhető –, és profitálhassanak az európai gazdasági térség egészének gyarapodásából.

2.2.2 Ugyanakkor összességében meg kell állapítani, hogy a vállalatok beruházásaiknak (bruttó tárgyeszköz-beruházásaiknak) csak kis részét eszközölik az értékpapírpiacon. A nettó részvénykibocsátás is csökkenő tendenciát mutat az Egyesült Államokban – az euróövezetben pedig egyáltalán nem jelentkezik. Ez nem magyarázható a tőzsdén jegyzett vállalatok számában tapasztalt különbségekkel: ez a szám alig ingadozik. Magyarázatul szolgál viszont az a tény, hogy a vállalatok részvény-visszavásárlással csökkentik saját részvényeik számát, ilyen módon növelve értékpapírhozamukat – amely a pénzügyi piacok legfontosabb mutatója.

2.2.3 Annak érdekében, hogy a tőzsdék elláthassák közfeladataikat, két összetevőre van szükség: egyrészt üzletkötésre (kereskedés), másrészt a pénzügyi eszközök és monetáris ellenértékük cseréjére (lebonyolítás)⁽⁶⁾. Igaz, hogy egy értéktőzsde működését csak e két tényező együttese teszi lehetővé, a kereskedelem és a lebonyolítás mégis két külön folyamat, amely a

⁽⁶⁾ Ezt fogalmilag gyakran a *clearing and settlement* kifejezéssel határozzák meg.

valóságban is különböző technikai platformokon zajlik. A kereskedést maguk a tőzsdék szervezik, a lebonyolítás a központi partnereken (*central counterparts*, CCP) és az úgynevezett központi értékpapír-letéti bankokon (*Central Securities Depositories*, CSD) keresztül történik. Ez utóbbiak az értékpapírok központi letéti kezelőiként működnek, és a nyilvántartásba való bejegyzés révén intézik az értékpapír-átruházást ⁽⁹⁾.

2.2.4 Minden tagállamban legalább egy értékpapírtőzsde működik ⁽¹⁰⁾. Ezekhez jönnek még a multilaterális kereskedési rendszerek (*multilateral trading facilities*, MTF), amelyek a tőzsdékhez hasonlóan lehetővé teszik a vételi és eladási szerződések pénzügyi eszközök révén történő találkozásait, és az „internalizáló”, akik közvetlenül az ügyfelekkel kötnek szerződéseket. A lebonyolítás túlnyomórészt országos CSD-ken keresztül zajlik, amelyek bizonyos szolgáltatások terén monopóliumhelyzetet élveznek az adott államban.

2.2.5 A kereskedési helyszínek magas számát nem szabad önmagában véve hátrányosnak tekinteni az európai tőkepiac számára. Ellenkezőleg: a kereskedési helyszínek közötti tényleges verseny a piacgazdasági szabályok alapján a befektető számára alacsonyabb tranzakciós költségekhez kellene, hogy vezessen. Ennek megfelelően helyes, hogy a pénzügyi eszközök piacairól szóló irányelv (MiFID) ⁽¹¹⁾ a kereskedési helyszínek versenyének megerősítésére irányuló megközelítést követi ⁽¹²⁾.

2.2.6 A kereskedési helyszínek versenyének működéséhez azonban elengedhetetlen, hogy az európai értékpapírtőzsdék között általában véve valódi verseny legyen. A számos tagállamban létező úgynevezett tőzsdékényszer (*concentration rule*), amelynek értelmében minden megbízást szabályozott piacra – általában a helyi tőzsdére – kellett terelni, eddig akadályozta a versenyt. Az ilyen jellegű nemzeti szabályozás lehetősége a MiFID révén megszűnt. A tőzsdék tisztán nemzeti hátterét tekintve továbbra is akadályozhatja azonban az európai versenyt az, hogy az egyes tőzsdék a kereskedelmi forgalomban értékesíthető pénzügyi eszközökből csak korlátozott, hazai kínálatot tudnak felmutatni. Ha például a német értékpapírtőzsdén egyáltalán nem lehetne francia pénzügyi eszközökkel kereskedni, verseny sem alakulhatna ki.

2.2.7 Ha azonban a nagy európai tőzsdéken értékesített pénzügyi eszközöket vizsgáljuk, azt látjuk, hogy – esetleges jogi korlátoktól eltekintve – nem állnak valódi akadályok a kereskedési helyszínek versenyének útjában. Így például a német tőzsdéken több mint 13 000 külföldi pénzügyi eszköz van kereskedelmi forgalomban ⁽¹³⁾. Habár más tőzsdéken nem állapíthatók meg hasonló számadatok, ez a példa akkor is egyértelművé teszi, hogy a kereskedési helyszínek valós versenyének feltételei már adóttak. A pénzügyi szolgáltatások cselekvési tervének (FSAP) megvalósítása révén az esetleges nemzeti szintű jogi akadályok veszítenek jelentőségükből. Így a tájékoztatókról

⁽⁹⁾ Emellett az értékpapírok letéti kezeléséből adódó egyéb feladatokat is ellátják (például: *corporate actions*).

⁽¹⁰⁾ Az egyes tőzsdék listája a szabályozott piacokról szóló európai bizottsági áttekintésben található (HL C 38., 2007.2.22.).

⁽¹¹⁾ 2004/39/EK irányelv, HL L 145., 2004.4.30., 1. o.

⁽¹²⁾ Lásd: MiFID (34) preambulumbekzdés, valamint 27. cikk és az azt követő cikkek (a piaci átláthatóságra vonatkozó rendelkezésekről).

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

szóló irányelv segítségével lehetővé válik a pénzügyi eszközök egész Európában egy és ugyanazon tájékoztató révén történő értékesítése. A MiFID nemcsak a befektető védelmével szemben támasztott követelményeket harmonizálja, hanem a tőzsdék és a tőzsdén kívüli kereskedési helyszínek működésének, valamint az ott zajló kereskedésnek a szabályait is. Az átláthatóságról szóló irányelv végül egységessé teszi a tőkepiacról szóló tájékoztatót. Most az európai intézmények feladata lesz, hogy értékeljék az új jogi keretfeltételek konkrét hatásait, és kiigazítsák a félresiklásokat. Ennek mércéjét a FSAP céljai, mindenekelőtt a pénzügyi piacok határon átnyúló szervezése képezi majd.

2.2.8 Kérdéses még, hogy a tőzsdék versenyéből kockázatok is adódnak-e az árképzési mechanizmusok minőségére (és ezáltal a tőzsdék közjogi működésére) nézve, és hogy ezeket a kockázatokot a konszolidációk szigorú megkövetelése révén kell-e elhárítani. Első pillantásra úgy tűnik, hogy ez – a likviditás több kereskedési helyszínrre történő eloszlása miatt – kézenfekvő. Ugyanakkor az Európában működő kereskedési helyszínek nagy számából nem kell szükségszerűen az árképzés elégtelen minőségére következtetni. Ezen a téren az arbitrázskereskedelem és hasonló kereskedelmi mechanizmusok gondoskodnak az egyensúlyról, ráadásul a kereskedési helyszínekre 2007. november 1-je óta mind az előzetes, mind az utólagos kereskedés vonatkozásában átfogó, harmonizált átláthatósági követelmények vannak érvényben (MiFID 27. cikk és az ezt követő cikkek). A cél, hogy biztosítva legyen a különböző kereskedési helyszínekre jellemző árak összevethetősége, és így szembe lehessen szegülni az imént vázolt szétaprózódással. Ugy tűnik, hogy – amennyire ezt röviddel a MiFID tagállami átültetése után meg lehet ítélni – a megközelítés működik. A tőzsdén kívüli ügyletek adatforgalmát például a Project Boat – kilenc befektetési bank konzorciuma – közzéadja, a nagy pénzügyi információs szolgáltatók pedig konszolidálják a tőzsdék és az MTF adataival. Ilyen módon biztosított a különböző kereskedési helyszínekre jellemző árak kölcsönös befolyásolása. Ennélfogva a likviditás fokozásához nincs szükség konszolidációkra a tőzsdetulajdonosok szintjén.

2.2.9 Ahogy Charlie McCreedy biztos is hangsúlyozza: a fúziók és felvásárlások mellett vagy ellen hozott döntés inkább csak a tőzsdéi üzemeltetők üzletgazdasági jellegű döntése, amelynek tehát szigorúan piaci alapon kell megszületnie. Politikai szempontból csak az lehet mérvadó, hogy vannak-e jogi akadályai a fúzióknak és felvásárlásoknak, és ha vannak, akkor meg lehet-e ezeket szüntetni.

2.2.10 A kereskedési rendszerek üzemeltetői közötti fúziók és felvásárlások szempontjából nem állnak fenn más jogi akadályok, mint a többi társasági jogi fúzió és felvásárlás esetében. Időszerű példák – így a Borsa Italiana felvásárlása a London Stock Exchange által vagy a New York Stock Exchange és a Euronext fúziója – igazolják, hogy ez a megállapítás még az európai jogi térségen túl is megállja a helyét.

2.2.11 Különleges jogi problémákkal járhat azonban egy egész Európát átfogó, közös kereskedési platform létrehozása. Akadályként említhetjük a forgalomba bocsátási követelmények,

a kereskedési gyakorlatok, az adóelőírások, valamint a számviteli különbözőségeit⁽¹⁴⁾, amelyek jelentőségének beható vizsgálata – különösen az MiFID és a tájékoztatókról szóló irányelv elfogadása után – még várat magára. Igen kétséges azonban, hogy valóban olyan súlyos akadályokról van szó, amelyeket nem lehet a gyakorlatban felszámolni. Ezt igazolja például az amszterdami, brüsszeli, párizsi és lisszaboni értéktőzsde kereskedési rendszerének sikeres integrációja a Euronext keretében, valamint a balti és északi értéktőzsdék egyesülése OMX Nordic néven. Ráadásul alig fogadták el a pénzügyi eszközök piacairól szóló irányelvet, máris úgy tűnik, hogy a jövőben egyre erőteljesebb verseny alakul ki a tőzsdék és a többoldalú kereskedési rendszerek között, amely rendszerek az egységes európai útlevel révén az összes tagállamban működhethetnek. Példa erre hét befektetési bank *Turquoise* elnevezésű kezdeményezése és a *Chi-X Europe Limited* 2007-ben Londonban elindított *Chi-X* platformja. Ennek megfelelően az európai tőzsdépiacok fokozott integrációja nemcsak, hogy lehetségesnek tűnik, de lehet, hogy már a közeljövőben meg is valósul⁽¹⁵⁾.

2.2.12 Az értékpapírpiacon integrációjának támogatását azonban nem szabad a kereskedési és lebonyolítási helyszíneknek **egyetlen** kereskedelmi páneurópai platformon történő koncentrációjára irányuló követelésként félreértelmezni. Látni kell, hogy az új, tőzsdén kívüli kereskedési platformok, csakúgy mint a már kiépült tőzsdék nyereségorientált gazdasági vállalkozások és a monopolhelyzet kialakulása mind az értékpapír-kibocsátók, mind a befektetők számára rosszabb feltételekhez vezetne⁽¹⁶⁾.

2.2.13 Az EGSZB azt ajánlja az európai intézményeknek, hogy akkor vizsgálják meg a verseny általi integráció támogatásának alternatíváit, ha a tőzsdék koncentrációja például oda vezetne, hogy a regionális szinten tevékenykedő kis- és középvállalkozók számára lényegesen nehezebb lenne a hozzáférés. Nem szabad figyelmen kívül hagyni, hogy a kis- és középvállalkozások számára gyakran könnyebb egy regionális értéktőzsdén sikeresen bevezetni részvényeiket, mint egy páneurópain. A szoros helyi kapcsolatok révén ugyanis a regionális tőzsdén keresztül közvetlenebb módon el lehet érni a regionális befektetőket. A gyakorlatban várható mozgásokat ezért gondosan értékelni kell abból a szempontból, hogy a kis- és középvállalkozók számára nem válik-e nehezebbé a tőzsdékhez való hozzáférés. Ha nehezebbé válik, megoldást jelenthet egy vagy több nem közjogi jellegű tőzsde létrehozása, amelyek specifikusan a kis- és középvállalkozások érdekeinek megfelelően működne.

3. Részletes megjegyzések – *Clearing* és *settlement* az értékpapírpiacon

3.1 A hatékonyabb európai tőzsdészerkezet fő akadályai mindazonáltal nem a tőzsdék hagyományos, regionális irányultságában, mint inkább a lebonyolítási rendszerek Európán belüli különbözőségeiben keresendő. Ezen rendszerek túlnyomó többsége országonként tagolt, ami megnehezíti és drágítja az országhatárokon átnyúló tőzsdéi kereskedés lebonyolítását. (Az országhatáron belüli értékpapír-ügyletek lebonyolítására irányuló rendszerek mindazonáltal gyakran igen hatékony és költségkímélő

megoldásokat kínálnak, amelyeket semmiféle konszolidációs kezdeményezés keretében nem szabad tönkretenni.) A szétaprózódás megszüntetésére már számos fontos kezdeményezés indult, amelyek célja az európai lebonyolítási struktúrák hatékonyabb kialakítása.

3.2 A Giovannini-jelentések⁽¹⁷⁾ feltérképezték és elemezték a tőzsdéi kereskedés hatékony lebonyolításának akadályait. A nemzeti szintű különbségek különösen a *technikai normák és piaci gyakorlatok*, valamint az országonként eltérő *adóügyi és jogalapok*⁽¹⁸⁾ terén tapasztalhatók. Az elsőként említett területen jelenleg az infrastruktúrát üzemeltetők és a piaci szereplők (első sorban a bankok) keresik a megoldást az Európai Bizottság koordinálásával a *Clearing und Settlement Advisory and Monitoring Expert Group* (CESAME) keretében⁽¹⁹⁾. Messzemenően megvalósult már például az olyan ünnepek egységesítése, amikor a lebonyolítási rendszerek zárva tartanak, további egységes gyakorlatok – például a *corporate actions* lebonyolítását illetően – kidolgozás alatt vannak.

3.3 Ráadásul, ha sikerrel jár az értékpapírügyletek egész Európát átfogó lebonyolítási platformjának létrehozását célzó kezdeményezés, megvalósul a technikai normák és a piaci gyakorlatok messzemenő harmonizációja. 2006 júliusában az Európai Központi Bank (EKB) és az euróövezetbe tartozó országos jegybankok egységes európai platformot javasoltak az értékpapírügyletek lebonyolítására⁽²⁰⁾. Ezt a platformot – mivel technikailag összekötődik a már létező, egész Európát átfogó, *Target* elnevezésű fizetési platformmal – *Target2/Securities* néven emlegetik. 2007 januárjában az Európai Központi Bank kiegészítésként bevezető tanulmányokat adott közre a tervezett platform gazdasági, jogi és technikai hatásairól⁽²¹⁾. A megfelelő rendszerrel szemben támasztandó technológiai követelményeket most dolgozzák ki a felhasználók közreműködésével⁽²²⁾.

3.4 Az EKB elképzelései szerint a *Target2/Securities* a jövőben minden olyan értékpapírügyletre kiterjed, amelyet központi banki pénzzel bonyolítanak le. A tervezett platformnak alapvetően Európa-szerte egységes módon rendelkezésre kell állnia, jelentősen egyszerűsítve mindenekelőtt a határokon átnyúló értékpapír-lebonyolítást.

3.5 A *Target2/Securities* – ha sikerrel jár – Európában felszámolná a központi banki pénzzel történő, határokon átnyúló értékpapír-lebonyolítás alapvető akadályait. Ez – különböző tényezőket feltételezve – az értékpapír-tranzakció résztvevői szempontjából jelentős költségelőnyt is eredményez.

⁽¹⁷⁾ Forrás: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/communication_de.htm.

⁽¹⁸⁾ A lebonyolításnál a tulajdonjog átruházásával, az értékpapírok könyvelésével (letéti jog), valamint a fizetésképtelenséggel foglalkozó nemzeti szabályozások fontosak.

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

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

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

⁽²²⁾ A témában bőveges információ található az Európai Központi Bank honlapján (www.ecb.int).

⁽¹⁴⁾ McAndrew/Stefanadis, *Current Issues in Economics and Finance* (Federal Reserve Bank of New York), 2002. június, 1. és 3–4. o.

⁽¹⁵⁾ Lásd még: Az Európai Központi Bank 2007. november havi jelentése, 66. és 77. o. és az ezt követő oldalak.

⁽¹⁶⁾ Lásd még: Az Európai Központi Bank 2007. november havi jelentése, 67. és 74–75. o.

3.6 Ehhez jön még, hogy az európai CSD-k, a központi partnerek (CCP) és a tőzsdék a magatartási kódex révén számos intézkedésre kötelezettséget vállaltak az Európai Bizottság felé ⁽²³⁾. A kódex célja mindenekelőtt az infrastruktúrát üzemeltetők hatékonyságának és interoperabilitásának fokozása, ami előreláthatólag a határokon átnyúló európai lebonyolítás költségeinek csökkenését eredményezi. A kötelezettségvállalás első elemeit már 2007 elején átültették a gyakorlatba. Így például az árjegyzékek közreadása és egységesítése révén javult az árak átláthatósága, ami a felhasználók számára megkönnyíti az árak összehasonlítását. Az infrastruktúrát üzemeltetők ráadásul kötelezettséget vállaltak arra, hogy javítják a rendszereikhez való hozzáférést és a rendszerek interoperabilitását. A 2007. június végén közreadott útmutatók konkrét megállapításai szerint a kötelezettségvállalás eredményeképpen lehetővé válik a rendszerek tényleges összefonódása. Tekintettel arra, hogy a magatartási kódex eddigi alakulásának és gyakorlati megvalósításának

értékelése rendkívül kedvező – amit többek között és nem utolsósorban Charlie McCREEVY biztos 2007. július 10-én, az Európai Parlamentben elhangzott szavai igazolnak – úgy tűnik, hogy járható utat választottunk az értékpapírügyletek egész Európát átfogó költségkímélő lebonyolításának támogatásához.

3.7 Politikai szempontból jelenleg nincs igény olyan cselekvésre az értékpapírpiacok konszolidációjának támogatása érdekében, amely túlmutatna a vázolt kezdeményezéseken. Először meg kell várni az európai tőzsdei környezet – különösen a pénzügyi eszközökkel folytatott tranzakciók lebonyolítására vonatkozó – konszolidációjának megkönnyítését célzó különféle munkák lezárását, majd elemezni kell eredményeiket. Ha az erőfeszítések kudarcot vallanak, vagy végeredményben nem vezetnek hatékonyabb európai tőzsdei kereskedéshez, meggondolandó, hogy nem lehetne-e szabályozó intézkedésekkel orvosolni a helyzetet.

Kelt Brüsszelben, 2008. február 13-án.

az Európai Gazdasági és Szociális Bizottság
elnöke

Dimitris DIMITRIADIS

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