

Wioletta Nawrot

EMISJA AKCJI W POLSCE W NOWEJ EUROPEJSKIEJ PERSPEKTYWIE

Jednolity rynek papierów
wartościowych w Unii Europejskiej

 CEDEWU.PL

WYDAWNICTWA FACHOWE

 CEDEWU.PL

Recenzent: prof. zw. dr hab. Leokadia Oręziak

Wioletta Nawrot jest stypendystką Fundacji na Rzecz Nauki Polskiej

© Copyright do wydania polskiego CeDeWu Sp. z o.o.

Wszelkie prawa zastrzeżone.

Zabronione jest kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakimkolwiek celu oraz postaci bez pisemnej zgody autora i wydawcy.

Wydawnictwo CeDeWu oraz autor dołożyli wszelkich starań, aby treści zawarte w niniejszej publikacji były kompletne i rzetelne. Nie biorą jednak odpowiedzialności za ich wykorzystanie ani za związane z tym ewentualne naruszenie praw autorskich oraz za skutki działań wynikłe z wykorzystania informacji zawartych w książce.

Projekt okładki: Agnieszka Natalia Bury

Opracowanie redakcyjne i DTP: CeDeWu Sp. z o.o.

Wydanie I papierowe, Warszawa 2006

ISBN 978-83-60089-32-3

EAN 9788360089323

Wydanie I elektroniczne, Warszawa 2014

ISBN 978-83-7941-158-0

Wydawca: CeDeWu Sp. z o.o.

00-680 Warszawa, ul. Żurawia 47/49

e-mail: cedewu@cedewu.pl

Redakcja wydawnictwa: (4822) 374 90 20 lub 22

Faks: (4822) 827 38 89

Księgarnia Ekonomiczna

00-680 Warszawa, ul. Żurawia 47

Tel.: (4822) 396 15 00...01

Faks: (4822) 827 38 89

Ekonomiczna Księgarnia Internetowa

www.cedewu.pl

www.4books.pl

Made in Poland

Spis treści

Słowo wstępne	7
Wprowadzenie	9
Rozdział 1	
Integracja rynków papierów wartościowych w Unii Europejskiej	11
1.1. Historia integracji rynków papierów wartościowych w Europie.....	11
1.2. Rynek papierów wartościowych Unii Europejskiej w świetle Strategii Lizbońskiej.....	12
1.3. <i>Financial Services Action Plan</i>	14
1.4. Zmiany w procesie regulacyjnym UE w zakresie rynków papierów wartościowych	15
1.4.1. Potrzeba zmian w procesie stanowienia prawa na rynku walorów UE	15
1.4.2. Prace nad nowym systemem regulacyjnym	16
Rozdział 2	
Jednolity rynek papierów wartościowych Unii Europejskiej	23
2.1. Stanowienie prawa na rynku papierów wartościowych UE według rekomendacji Komitetu Lamfalussy'ego	23
2.2. Uregulowanie rynku papierów wartościowych w UE – stan obecny	25
2.2.1. Dyrektywa w sprawie informacji poufnych i manipulacji na rynku	26
2.2.2. Dyrektywa w sprawie prospektu emisyjnego	27
2.2.3. Dyrektywa w sprawie rynków instrumentów finansowych	29
2.2.4. Dyrektywa w sprawie harmonizacji obowiązków przejrzystości dla emitentów	31
2.3. Implementacja nowych rozwiązań prawnych w krajach członkowskich UE	32
2.3.1. Terminarz wdrażania zasad europejskich do narodowego prawodawstwa	32
2.3.2. Zaawansowanie prac implementacyjnych	33

Rozdział 3

Rynek papierów wartościowych w Polsce w świetle rozwiązań europejskich 37

3.1. Konstrukcja polskiego rynku papierów wartościowych.	37
3.1.1. Struktura polskiego rynku papierów wartościowych.	37
3.1.2. Uczestnicy rynku papierów wartościowych w Polsce	40
3.1.3. Instytucje organizujące i nadzorujące rynek walorów w Polsce	42
3.2. Dotychczasowe osiągnięcia oraz niekorzystne zjawiska na polskim rynku papierów wartościowych.	49
3.3. Rynek walorów w Polsce jako część jednolitego rynku papierów wartościowych Unii Europejskiej	59
3.3.1. Rynek papierów wartościowych w Polsce na tle rynków europejskich. . .	59
3.3.2. Prace nad dostosowaniem polskiego prawa do wymogów UE.	62
3.3.3. Uregulowanie rynku papierów wartościowych w Polsce w ramach prawnych Unii Europejskiej	65

Rozdział 4

Spółka akcyjna i akcje 75

4.1. Spółka akcyjna	75
4.1.1. Powstanie spółki akcyjnej	75
4.1.2. Prawa i obowiązki akcjonariuszy spółki	76
4.1.3. Podwyższenie i obniżenie kapitału zakładowego w spółce akcyjnej	79
4.2. Akcje	81
4.2.1. Akcje jako instrument finansowania firm	81
4.2.2. Rodzaje akcji	82
4.2.3. Koszt pozyskania kapitału w formie akcji	85
4.3. Status spółki publicznej	89

Rozdział 5

Emisja akcji na publicznym rynku papierów wartościowych 91

5.1. Prace poprzedzające ofertę publiczną akcji	92
5.2. Uchwała o podwyższeniu kapitału spółki w drodze oferty publicznej.	99
5.3. Przygotowanie i zatwierdzenie prospektu emisyjnego.	100
5.3.1. Wybór wariantu prospektu emisyjnego	102
5.3.2. Zawartość prospektu emisyjnego.	102
5.3.3. Procedura zatwierdzenia prospektu emisyjnego	104
5.4. Publiczne proponowanie nabycia akcji	106
5.4.1. Publikacja i udostępnienie do publicznej wiadomości prospektu emisyjnego.	106

5.4.2. Promocja emisji akcji	107
5.4.3. Ustalenie ostatecznej ceny emisyjnej	109
5.4.4. Umowa o subemisję	110
5.4.5. Publiczna subskrypcja i przydział akcji	110
5.5. Wpis do ewidencji papierów wartościowych w KPWiG	112
5.6. Rejestracja podwyższenia kapitału zakładowego spółki	113
5.7. Opłaty pobierane przez KPWiG	114

Rozdział 6

Wprowadzenie akcji do obrotu na rynku regulowanym	115
6.1. Rejestracja akcji w KDPW	116
6.2. Dopuszczenie akcji do obrotu giełdowego.	118
6.3. Wprowadzenie praw do nowych akcji do obrotu giełdowego	122
6.4. Procedura wprowadzenia akcji do obrotu giełdowego	123
6.5. Opłaty na rzecz giełdy.	125

Rozdział 7

Publiczna emisja akcji i ich wprowadzenie do obrotu giełdowego	
krok po kroku – podsumowanie	129

Rozdział 8

Funkcjonowanie spółki publicznej	133
8.1. Obowiązki informacyjne emitentów	133
8.1.1. Raporty bieżące	134
8.1.2. Raporty okresowe	136
8.2. Prawa i obowiązki akcjonariuszy spółki publicznej.	140
8.3. Opłaty bieżące ponoszone przez emitentów akcji	142
8.4. Ład korporacyjny w spółkach publicznych	144
8.4.1. <i>Corporate Governance</i> – tendencje światowe	144
8.4.2. „Dobre praktyki w spółkach publicznych 2005”.	145
8.4.3. Oświadczenie emitenta o przestrzeganiu zasad ładu korporacyjnego	152
8.5. Zawieszenie obrotu i wykluczenie akcji z obrotu giełdowego	154

Rozdział 9

Jednolity paszport europejski dla emitentów akcji	155
9.1. Istota jednolitego paszportu europejskiego dla emitentów akcji	155
9.2. Emisja oraz wprowadzenie na GPW akcji spółek zagranicznych	156
9.3. Zasady emisji i wprowadzania akcji polskich spółek na rynki UE.	158

Rozdział 10

Korzyści i negatywne aspekty publicznej emisji oraz wprowadzenia akcji do obrotu giełdowego, w nowej, europejskiej perspektywie 161

10.1. Pozytywne aspekty publicznej emisji akcji i ich wprowadzenia do obrotu giełdowego	161
10.1.1. Większy dostęp do nowych funduszy kapitałowych	162
10.1.2. Efekty marketingowe	164
10.1.3. Poprawa płynności posiadanych przez akcjonariuszy walorów	165
10.1.4. Realizacja strategii rozwoju spółki poprzez nabycie lub połączenie się z firmą notowaną na giełdzie	166
10.1.5. Zmiany w sposobie zarządzania firmą	167
10.2. Obawy związane z publiczną emisją akcji i ich wprowadzeniem do obrotu giełdowego	167
10.2.1. Konieczność poniesienia nakładów na przygotowanie i przeprowadzenie emisji	168
10.2.2. Stosunkowo wysoki koszt pozyskania kapitału w drodze emisji akcji	170
10.2.3. Konieczność spełnienia wymogów informacyjnych	170
10.2.4. Ryzyko przejęcia kontroli nad firmą	171
10.2.5. Ryzyko niepowodzenia emisji	171
10.3. Efekty płynące z „upublicznienia” spółki, w kontekście włączenia się rynku krajowego w jednolity rynek papierów wartościowych UE	172
10.3.1. Korzyści dla emitentów z uwzględnieniem zalet i wad integracji europejskiej	172
10.3.2. Negatywne aspekty przyjęcia statusu „spółki publicznej” na tle integracji rynków papierów wartościowych UE	174
10.4. Bilans korzyści i niedogodności związanych z publiczną emisją akcji i ich obrotem giełdowym w nowej, europejskiej perspektywie	177

Zakończenie 179

Aneks 181

Bibliografia 189

Słowo wstępne

Książka Dr Wioletty Nawrot dotyczy bardzo ważnej dla funkcjonowania i rozwoju polskiego rynku finansowego tematyki, jaką jest pozyskiwanie przez przedsiębiorstwa środków finansowych poprzez emisję akcji. W polskiej literaturze przedmiotu nie było, jak dotychczas, żadnego kompleksowego opracowania dotyczącego możliwości emisji akcji w warunkach uczestnictwa Polski w jednolitym rynku finansowym Unii Europejskiej. Prezentowana książka wypełnia tę ogromną lukę na polskim rynku wydawniczym. Wychodzi ona naprzeciw pilnym potrzebom praktyki gospodarczej, gdyż daje kompendium wiedzy niezbędnej dla skutecznego przeprowadzania przez spółki akcyjne operacji emisyjnych nie tylko na polskim rynku, ale faktycznie na obszarze całej Unii.

W kilkunastoletnim już okresie funkcjonowania gospodarki rynkowej w Polsce zostały stworzone możliwości pozyskiwania kapitału przez spółki poprzez emisję akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, a także w obrocie pozagiełdowym. Nieliczne spółki dokonywały też emisji za granicą, ale na ogół na niezbyt dużą skalę. Członkostwo Polski w Unii Europejskiej stworzyło nowe szanse rozwoju polskich przedsiębiorstw dzięki uzyskaniu swobodnego dostępu do wielkiego rynku finansowego Unii. Rynek ten charakteryzuje się dużymi zasobami kapitału ze względu na udział w nim wysoko rozwiniętych krajów „starej Unii”, a pod względem potencjału ustępuje tylko rynkowi Stanów Zjednoczonych. Wykorzystanie związanych z nim możliwości dywersyfikacji źródeł finansowania jest więc zadaniem, które w swych strategiach powinny uwzględniać działające w Polsce spółki.

Książka składa się z dziesięciu ściśle ze sobą powiązanych rozdziałów. Jej układ i struktura treści zostały bardzo dobrze dostosowane do specyfiki omawianego tematu. Na wstępie zaprezentowana została ewolucja procesu integracji rynków papierów wartościowych w Unii Europejskiej. Następnie analizie poddano najważniejsze dyrektywy regulujące zasady funkcjonowania jednolitego rynku tych papierów w Unii. Na tle tej analizy przedstawiono uwarunkowania instytucjonalne i prawne rynku papierów wartościowych w Polsce. Uwzględniono tu stan dostosowania obowiązujących w naszym kraju regulacji do wymogów prawa wspólnotowego. Te trzy wprowadzające rozdziały mają istotne znaczenie dla zrozumienia ekonomicznych i prawnych aspektów funkcjonowania spółek akcyjnych na polskim rynku, będącym częścią unijnego rynku finansowego. Dalsze rozdziały książki poświęcone zostały najważniejszym aspektom funkcjonowania spółek akcyjnych oraz zasadom emisji przez nie akcji na publicznym rynku papierów wartościowych. Wiele uwagi Autorka poświęciła także obowiązkowi, jakie nałożone są na spółki, których akcje znajdują się w obrocie publicznym.

Wiele nowych treści do polskiej literatury wnoszą dwa ostatnie rozdziały książki, w których scharakteryzowane zostały możliwości, jakie daje polskim spółkom akcyjnym uczestnictwo w jednolitym rynku finansowym Unii Europejskiej. Na szczególną uwagę zasługuje tu kwestia tzw. jednolitego paszportu europejskiego dla emitenta akcji. Bardzo interesująca jest analiza, w której dokonano porównania korzyści i kosztów związanych z publiczną emisją akcji. Książkę kończą rozważania na temat szans, jakie niesie ze sobą „upublicznienie” spółki w warunkach postępującej integracji polskiego rynku papierów wartościowych z rynkiem pozostałych krajów Unii Europejskiej.

Poważną zaletą książki jest jej przystępny język, gdyż nawet stosunkowo skomplikowane zagadnienia przedstawione są w sposób jasny i przejrzysty. Autorka umiejętnie połączyła kwestie ekonomiczne z analizą prawną, dbając przez cały czas o wysoki poziom merytoryczny rozważań. Za istotne należy też uznać to, że oficjalne dokumenty oraz akty prawne dotyczące rynku finansowego, scharakteryzowane zostały w sposób pokazujący ich kluczową zawartość, co ułatwia zidentyfikowanie działań, które powinny być podjęte w praktyce przy dokonywaniu emisji akcji.

Niezwykle przydatny jest zamieszczony na końcu książki spis oficjalnych dokumentów oraz aktów prawnych Unii Europejskiej, a także polskich aktów prawnych, dotyczących rynku finansowego, a w szczególności rynku papierów wartościowych. Z praktycznego punktu widzenia bardzo użyteczne są też wzory dokumentów zawarte w aneksach.

Książka charakteryzuje się dużymi walorami poznawczymi. Jej aktualność i bogata analiza merytoryczna oraz zawartość faktograficzna pozwalają rekomendować ją dla szerokiego kręgu odbiorców, w tym w szczególności: praktyków gospodarczych uczestniczących aktywnie w zarządzaniu przedsiębiorstwami i instytucjami finansowymi, a także studentów wydziałów ekonomicznych i prawnych. Przedstawione w książce praktyczne wskazówki i uwagi mogą być bardzo pomocne dla wszystkich osób zainteresowanych zrozumieniem istoty i zasad procesu emisji papierów wartościowych w Polsce z uwzględnieniem specyficznych wymogów wynikających z regulacji unijnych. Książkę można zatem uznać za bardzo użyteczną dla przyszłego rozwoju polskiego rynku papierów wartościowych. W bardzo umiejętny sposób połączono w niej szerszą refleksję ekonomiczną z wiedzą potrzebną w praktyce.

prof. zw. dr hab. Leokadia Oręziak
Szkoła Główna Handlowa
Katedra Finansów Międzynarodowych

Wprowadzenie

W maju 2004 r. Polska stała się członkiem Unii Europejskiej (UE). Warunkiem przystąpienia Polski oraz innych 9 państw do UE, było spełnienie odpowiednich kryteriów ekonomicznych i politycznych wymaganych do uzyskania członkostwa, w tym dostosowanie prawa narodowego do *acquis communautaire* w 31 obszarach negocjacyjnych. W momencie wstąpienia Polski do Unii Europejskiej, konstrukcja prawa narodowego była odzwierciedleniem rozstrzygnięć negocjacji akcesyjnych, zamkniętych w grudniu 2002 r.

Przyłączenie się Polski do UE oznacza również przystąpienie naszego kraju do jednolitego rynku papierów wartościowych, którego konstrukcja nie została jeszcze w pełni zakończona. Rynek papierów wartościowych UE jest jednym z segmentów rynku finansowego UE, którego budowę rozpoczęto na początku XXI w. niemalże od podstaw. Po pierwsze, wprowadzono zmiany w dotychczasowym procesie stanowienia prawa na rynku walorów oraz jego implementacji przez kraje członkowskie Unii, po drugie, w 2003 i 2004 r. uchwalono nowe dyrektywy, stanowiące obecnie trzon uregulowania jednolitego rynku papierów wartościowych, podczas gdy dotychczas obowiązujące zostały uchylone. Państwom członkowskim wyznaczono terminy wdrożenia zapisów poszczególnych dyrektyw do narodowego prawodawstwa oraz określono sankcje za ich niesprzestrzeganie. Termin implementacji ostatniej ze wskazanych dyrektyw przypada na początek 2007 r., co wskazuje na fakt, iż proces integracji odrębnych dotychczas rynków papierów wartościowych państw członkowskich UE dobiega końca.

W myśl integracji polskiego rynku papierów wartościowych z rynkiem unijnym, na rynku krajowym wprowadzono liczne zmiany. 24 października 2005 r. weszły w życie trzy nowe ustawy, które obecnie, w sposób całościowy, regulują funkcjonowanie rynku papierów wartościowych w Polsce. W kolejnych tygodniach wprowadzono również kilkanaście rozporządzeń wykonawczych do wskazanych aktów prawnych.

W obecnym stanie uregulowania, krajowy rynek papierów wartościowych doskonale wplata się w struktury jednolitego rynku papierów wartościowych Unii Europejskiej. Zmianie uległa między innymi struktura regulowanego rynku papierów wartościowych, zmieniły się zasady sporządzenia i zatwierdzenia prospektu emisyjnego, zmianami objęto również obowiązki informacyjne emitentów. Podjęte w omawianym zakresie działania sprawiły, iż możliwe stało się efektywne wykorzystanie jednolitego

paszportu europejskiego przez emitentów papierów wartościowych, dla których Polska jest państwem macierzystym lub państwem przyjmującym.

Należy stwierdzić, iż w obecnym porządku organizacyjno-prawnym, emisja akcji oraz ich udostępnienie w ofercie publicznej, jak również wprowadzenie tych instrumentów do obrotu giełdowego, posiada dodatkowe zalety. Te dodatkowe korzyści, jakie może osiągnąć emitent akcji, są wynikiem efektywnego włączenia się rynku krajowego w struktury rynku papierów wartościowych Unii Europejskiej.

Rozdział 1

Integracja rynków papierów wartościowych w Unii Europejskiej

Pomimo, że inicjatywy na rzecz integracji rynków papierów wartościowych w Europie podejmowane były już w latach 60. XX w., to do końca lat 90. efekty tych działań były niewielkie. Istotny przełom w poruszanej kwestii nastąpił na początku XXI w.

1.1. Historia integracji rynków papierów wartościowych w Europie

Już w początkowym okresie integracji europejskiej dostrzegano potrzebę scalenia rynków papierów wartościowych Wspólnoty Europejskiej (WE) w jeden rynek europejski. Prace na rzecz integracji rynków walorów rozpoczęto w latach 60. XX w. W 1966 r. po raz pierwszy powołano grupę ekspertów, których zadaniem była diagnoza barier w rozwoju rynków papierów wartościowych oraz opracowanie programu odpowiednich działań, ukierunkowanych na usuwanie wspomnianych utrudnień. Wprowadzenie w życie tych wytycznych miało na celu stworzenie warunków sprzyjających integracji rynków papierów wartościowych w ramach WE. Głównym punktem tego programu było tworzenie w omawianej dziedzinie jednolitych dla całej Wspólnoty aktów prawnych.

W 1977 r. Komisja WE opublikowała dokument, w którym po raz pierwszy podjęto próbę stworzenia zestawu jednolitych rozwiązań prawnych w dziedzinie papierów wartościowych oraz usług inwestycyjnych¹. Celem tego dokumentu było ustanowienie płynnego rynku papierów wartościowych, dostępnego dla uczestników pochodzących ze wszystkich krajów Wspólnoty.

Koniec lat 70. oraz wczesne lata 80. XX w. to okres, na który przypada początek wprowadzania szczegółowych, zharmonizowanych w ramach Wspólnoty przepisów

¹ Recommendation for a European Code of Conduct Relating to Transactions in Transferable Securities, no 77/534/EEC [1977], OJ L212/37.

prawnych². Zamierzeniem tego podejścia legislacyjnego było wyrównanie obowiązujących w różnych krajach członkowskich standardów w zakresie rynku papierów wartościowych. Ze względu na trudności we wdrażaniu jednolitych rozwiązań prawnych do narodowego prawodawstwa, podejście to zmieniło się na rzecz koncepcji wzajemnego uznania reguł obowiązujących w poszczególnych krajach członkowskich przy minimum harmonizacji (*Model of Mutual Recognition and Minimum Harmonisation*). Kluczowym elementem tego podejścia było wprowadzenie w każdym kraju członkowskim państwowego nadzoru nad rynkiem papierów wartościowych (*Home State Supervision*) oraz instytucji jednolitego paszportu (*Single Passport*). Uznano także prawo państw członkowskich do wprowadzenia narodowych regulacji prawnych w dziedzinie transgranicznych usług finansowych w przypadku, gdy było to ważne z punktu widzenia dobra publicznego, dla ochrony stabilności rynku, ochrony praw konsumenckich.

Z punktu widzenia działań integracyjnych wprowadzenie zasady „wzajemnego uznania oraz minimum harmonizacji” miało istotne znaczenie, chociaż w praktyce proces regulacyjny w dziedzinie papierów wartościowych i usług inwestycyjnych nie był zoptymalizowany. Tworzone w ramach WE, później w Unii Europejskiej dyrektywy często nie pasowały do różniących się między sobą (często istotnie) regulacji narodowych, natomiast zapis w europejskich aktach prawnych wskazujący na okoliczności, w których dopuszczano tworzenie specyficznych dla danego kraju rozwiązań prawnych, był różnie interpretowany. W konsekwencji powyższego, regulacje unijne istniały obok regulacji poszczególnych krajów członkowskich, w praktyce często były one ze sobą niekompatybilne bądź wprost sprzeczne oraz rodziły liczne problemy natury prawnej. Stosunkowo duża rozbieżność pomiędzy rozwiązaniami europejskimi i narodowymi stanowiła poważną przeszkodę w integracji rynków papierów wartościowych³.

1.2. Rynek papierów wartościowych Unii Europejskiej w świetle Strategii Lizbońskiej

23 i 24 marca 2000 r. w Lizbonie odbyło się specjalne posiedzenie Rady Europy, na którym przyjęty został plan rozwoju krajów Unii Europejskiej. Celem zapisanym

² Np. Council Directive 79/279/EEC of 5 March 1979 Coordinating the Conditions for the Admission of Securities to Official Stock Exchange Listing [1979] OJ L66/21; Council Directive 80/390/EEC of 17 March 1980 Coordinating the Requirements for the Drawing Up, Scrutiny and Distribution of the Listing Particulars to Be Published for the Admission of Securities to Official Stock Exchange Listing [1980] OJ L100/1; Council Directive 82/121/EEC of 15 February 1982 on Information to Be Published on a Regular Basis by Companies the Shares of Which Have Been Admitted to Official Stock Exchange Listing [1982] OJ L48/26.

³ Opracowane na podstawie: Asgeirsson Hallgrímur, *Integration of European Securities Markets*, „Monetary Bulletin” 2004/2, ss. 51-52.

w Strategii Lizbońskiej było wprowadzenie w polityce społeczno-ekonomicznej takich zmian, które pozwoliłyby na uczynienie z UE w perspektywie do 2010 r. najbardziej dynamicznej w świecie i konkurencyjnej gospodarki. Jak zapisano w dokumencie, jednym z warunków osiągnięcia tego strategicznego celu jest doprowadzenie do pełnej integracji rynków papierów wartościowych w ramach UE. W punkcie 21 omawianego dokumentu zarysowano plan działań niezbędnych do przyspieszenia oraz zakończenia procesu integracji rynków kapitałowych⁴.

Po pierwsze, w Strategii Lizbońskiej podkreślono konieczność wprowadzenia w życie działań objętych opracowanym w 1999 r. planem – *Financial Services Action Plan* – FSAP, biorąc pod szczególną uwagę kilka kluczowych obszarów. W myśl Strategii Lizbońskiej priorytetowym działaniem w tym zakresie jest ułatwienie uczestnikom rynku dostępu do kapitału inwestycyjnego UE, w tym w szczególności małym i średnim przedsiębiorstwom. W tym celu możliwe jest skorzystanie z instytucji „jednolitego paszportu europejskiego”, która do końca lat 90. XX w. nie była efektywnie wykorzystywana. Kolejnym ważnym krokiem w kierunku przyspieszenia integracji rynków kapitałowych jest promowanie udziału inwestorów w zintegrowanym rynku, poprzez znoszenie dotychczasowych barier inwestycyjnych np. dla funduszy emerytalnych. Dokument zwrócił również uwagę na konieczność rozwoju i późniejszej integracji rynków obligacji rządowych poszczególnych krajów członkowskich UE, poprzez lepszą koordynację emisji poszczególnych serii walorów dłużnych, transparentność terminarza oraz technik emisji, jak również poprawę funkcjonowania transgranicznej sprzedaży obligacji oraz ich wykupu. Istotne z punktu widzenia integracji rynków kapitałowych UE jest również dążenie do wprowadzenia jednolitych standardów rachunkowości, co przyczyniłoby się do lepszej porównywalności sprawozdań finansowych podmiotów, których walory są przedmiotem obrotu na rynku papierów wartościowych w jednym z krajów UE, jak również zintensyfikowanie współpracy pomiędzy instytucjami regulującymi i nadzorującymi funkcjonowanie rynku kapitałowego w poszczególnych krajach członkowskich.

W Strategii Lizbońskiej założono również wprowadzenie w życie wszystkich założeń planu – *Risk Capital Action Plan* – RCAP⁵, który wraz z FSAP stanowi część Strategii Lizbońskiej. Działania regulacyjne opracowane w ramach RCAP z zakresu usług finansowych włączone zostały do dokumentu FSAP.

⁴ Presidency Conclusions, Lisbon European Council 23 and 24 March 2000, pkt 21.

⁵ Założeniem opracowanego w 1998 r. planu *Risk Capital Action Plan* była poprawa warunków do finansowania małych firm o dużym potencjale wzrostu. Takie firmy, ze względu na liczne ograniczenia, mają utrudniony dostęp do kapitału inwestycyjnego, stąd też program rozwoju niepublicznego rynku papierów wartościowych, przeznaczony w dużej mierze dla *venture capital/private equity*. Wobec powyższego RCAP kładzie nacisk na usunięcie barier regulacyjnych i instytucjonalnych dla tego rynku, optymalizację polityki podatkowej dla takich firm, usunięcie ograniczeń w postaci fragmentacji rynku, w postaci niedostatecznej liczby małych firm działających w branży wysokich technologii. W dokumencie zwraca się też uwagę na bariery związane z zasobami ludzkimi oraz kulturowymi.

Następny problem, na który zwrócono uwagę w omawianej Strategii to konieczność przyspieszenia restrukturyzacji sektora instytucji kredytowych i ubezpieczeniowych w celu poprawy efektywności działania i stabilności rynku kapitałowego UE. Jednym z kroków promowanych przez ten dokument jest przyspieszenie procesu fuzji i przejęć, mających na celu zdynamizowanie procesu integracji rynków w ramach UE.

1.3. *Financial Services Action Plan*

Jak wspomniano, w zapisach Strategii Lizbońskiej odwoływano się do założeń FSAP, które zawarto w dokumencie *Implementing the Financial Services Action Plan*, ogłoszonym 11 maja 1999 r.⁶

W FSAP postawiono trzy strategiczne cele, w ramach których wypunktowano 43 działania. Jak wynikało z argumentacji zawartej w FSAP, sprawne wdrożenie tych działań miało wzmocnić rynek finansowy UE, jego proces regulacyjny oraz przyspieszyć integrację tego rynku. Cel ogólny autorzy FSAP zdefiniowali jako konieczność poprawy warunków dla optymalnego funkcjonowania jednolitego rynku finansowego (*General Objective – Wider Conditions for an Optimal Single Financial Market*). W ramach pierwszego celu szczegółowego (*Strategic Objective 1 – A Single EU Wholesale Market*) wyodrębniono sześć grup działań w kierunku:

- 1) pozyskania kapitału na rynku EU,
- 2) wprowadzenia wspólnych dla krajów UE ram prawnych dla zintegrowanego rynku papierów wartościowych oraz rynku derywatów,
- 3) ujednoczenia sprawozdawczości finansowej dla firm notowanych na rynku publicznym,
- 4) ograniczenia ryzyka w systemie rozrachunkowo-depozytowym dla papierów wartościowych,
- 5) zmian zmierzających do stworzenia bezpiecznego i transparentnego pola dla transnarodowych restrukturyzacji,
- 6) budowy jednolitego rynku chroniącego prawa inwestorów.

Drugi cel w FSAP odwoływał się do otwarcia i zabezpieczenia rynku finansowego dla operacji detalicznych (*Strategic Objective 2 – Open and Secure Retail Markets*), trzeci zaś ustanowienia sprawnego nadzoru rynkowego oraz reguł ostrożnościowych dostosowanych do nowych wyzwań i zagrożeń rynkowych (*Strategic Objective 3 – State-of-the-Art Prudential Rules and Supervision*).

⁶ Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan. Communication of the Commission, COM (1999) 232.

W ramach przyjętych „celów” w dziedzinie rynku papierów wartościowych w FSAP zaproponowano m.in. wprowadzenie zmian w dyrektywie o prospekcie emisyjnym, rewizję dyrektywy o usługach inwestycyjnych, rewizję wymogów w zakresie transparentności rynku, jak też przegląd regulacji w zakresie wspólnego inwestowania. W omawianym dokumencie wyszczególniono następnie konieczność poprawy ochrony praw inwestorów oraz zwrócono uwagę na współpracę pomiędzy instytucjami nadzorującymi rynki papierów wartościowych w krajach członkowskich. W omawianym dokumencie zaproponowano uchwalenie nowych dyrektyw zapobiegających manipulacjom rynku, regulujących europejski statut firm, umowy zabezpieczeń finansowych, opodatkowanie dochodów z inwestycji kapitałowych, ujednoczenie standardów sprawozdawczości finansowej, itp.

Podsumowując, proponowany w FSAP plan działań podporządkowany został potrzebie znoszenia barier i promowania konkurencji na rynku finansowym (w tym w szczególności na rynku papierów wartościowych), jak również wcielenia w życie zasady „jednolitego paszportu europejskiego”, zarówno ze strony emitentów walorów, jak też ze strony pośredników rynkowych.

1.4. Zmiany w procesie regulacyjnym UE w zakresie rynków papierów wartościowych

W *Financial Services Action Plan* brak harmonizacji prawa w UE uznano za główną przyczynę opóźnienia w scalaniu narodowych rynków finansowych w rynek europejski, argumentowano też konieczność wprowadzenia zmian w procesie stanowienia prawa w omawianym obszarze.

1.4.1. Potrzeba zmian w procesie stanowienia prawa na rynku walorów UE

Jak wskazano, dążenie do stworzenia w pełni zintegrowanego rynku papierów wartościowych w UE stanowiło motywację do podjęcia pod koniec lat 90. XX w. licznych inicjatyw. Ich celem było usunięcie przeszkód stojących na drodze do zakończenia tego procesu. Za podstawową barierę w integracji odrębnych dotychczas rynków walorów w UE uznano brak jasnych, tworzonych na szczeblu unijnym regulacji prawnych, w zakresie prospektu emisyjnego, nadużyć rynkowych, usług inwestycyjnych, transakcji transgranicznych, itp., w związku z czym utrudnione było rzeczywiste wprowadzenie w życie zasady „wzajemnego uznania”. Pełna integracja rynków papierów wartościowych niemożliwa była też z powodu różnic w systemach transakcyj-

nych oraz depozytowo-rozliczeniowych w poszczególnych krajach członkowskich UE. Zmiana w omawianym stanie rzeczy korzystna byłaby z punktu widzenia poprawy płynności walorów, ograniczenia kosztów transakcyjnych (szczególnie kosztów transakcji transgranicznych). Kolejne przeszkody to: różnice w systemach legislacyjnych w poszczególnych krajach członkowskich UE, różnice w systemach podatkowych, bariery polityczne, jak też bariery kulturowe.

Usunięcie wyszczególnionych powyżej głównych przeszkód stojących na drodze do pełnej integracji rynków papierów wartościowych wymagało licznych inicjatyw legislacyjnych, organizacyjnych oraz komunikacyjnych. Efektywne zakończenie procesu integracji rynku walorów w ramach UE nie mogłoby się też obyć bez wprowadzenia zmian w procesie stanowienia prawa w omawianej dziedzinie. Dotychczasowy proces regulacyjny nie był dostosowany do dynamicznie zmieniających się warunków funkcjonowania rynków finansowych, przede wszystkim ze względu na łatwość jego zablokowania na kolejnych szczeblach legislacyjnych⁷, po drugie, z powodu zbyt dużego zaangażowania najwyższych organów UE w omawiany proces, po trzecie, wskutek braku jednolitego systemu interpretacji poszczególnych zapisów regulacji prawnych. System regulacyjny w zakresie rynku walorów był też zbyt skomplikowany i czasochłonny. W okresie od 1 maja 1999 r. do 31 października 2000 r. we wszystkich obszarach legislacyjnych UE 19% projektów aktów normatywnych przyjęto w pierwszym czytaniu, 53% w drugim czytaniu, 28% wymagało zaś dodatkowych prac nad projektem tekstu. Proces do pierwszego czytania tekstu trwał średnio osiem miesięcy, do drugiego – przeszło dwa lata, dodatkowe prace (kompromis) – dodatkowe 2-3 miesiące. Każda zmiana w aktach prawnych, nawet najmniejszej wagi, wymagała uruchomienia pełnej procedury legislacyjnej, przy zaangażowaniu wysokiej rangi członków najwyższych organów legislacyjnych UE. Akty prawne były też nadmiernie rozbudowane, zawierały zbyt szczegółowe rozwiązania prawne, często niejednoznaczne w interpretacji i trudne do wcielenia w życie w całości. W związku z tego rodzaju ograniczeniami w dotychczasowym systemie stanowienia prawa z zakresu rynku papierów wartościowych, rozpoczęto prace nad jego reformą.

1.4.2. Prace nad nowym systemem regulacyjnym

W lipcu 2000 r. zebrała się Rada UE ds. Ekonomicznych i Finansowych (*The Council of Economics and Finance Ministers of the EU – ECOFIN Council*), na posiedzeniach której dyskutowano o konieczności wprowadzenia zmian legislacyj-

⁷ Zablokowanie albo opóźnienie procesu legislacyjnego w UE było możliwe zarówno na poziomie samej Komisji, przygotowującej projekty regulacji, jak też na poziomie Rady Ministrów UE, która usiłowała w ramy dyrektyw „włożyć” legislacje narodowe wszystkich krajów członkowskich. Proces ten zwalniany był także przez Parlament Europejski i w końcu na etapie wdrażania w życie postanowień dyrektyw, na poziomie krajów członkowskich.

nych na europejskich rynkach papierów wartościowych⁸. Postanowienia obrad omawianej sesji Rady ECOFIN nawiązywały do zarysowanej w Strategii Lizbońskiej wizji rozwoju rynków finansowych UE⁹. Według protokołu z omawianego posiedzenia ECOFIN, głównym wyzwaniem stojącym przed reformatorami rynku papierów wartościowych Unii Europejskiej było wprowadzenie zmian w procesie regulacyjnym. Zważywszy na ramy instytucjonalno-prawne rynku papierów wartościowych w poszczególnych krajach UE w 2000 r. oraz potrzebę odpowiedzi na liczne wyzwania stojące przed integrującym się rynkiem finansowym, na wspomnianym posiedzeniu ECOFIN powołano do życia komitet niezależnych specjalistów, działający pod auspicjami Komisji Europejskiej. W Komitecie tym, nazwanym później Komitetem Mędrców (*The Committee of Wise Men*) zasiedli: Alexandre Lamfalussy, jako przewodniczący, oraz członkowie: Cornelis Herkstroter, Luis Angel Rojo, Bengt Ryden, Luigi Spaventa, Norbert Walter, Sir Nigel Wicks. Główne zadanie, jakie przed tym Komitetem postawiła Rada ECOFIN określono jako znalezienie optymalnej drogi do całkowitej integracji rynków papierów wartościowych, w ścisłej konsultacji z przedstawicielami instytucji regulujących i nadzorujących rynki w poszczególnych krajach członkowskich UE. Bardziej szczegółowo misję Komitetu określono jako, po pierwsze – przeprowadzenie oceny bieżących warunków do wprowadzenia specyficznych regulacji rynków papierów wartościowych w UE, po drugie – zbadanie, jaki z mechanizmów regulowania rynków w UE byłby optymalny z punktu widzenia rozwoju rynków walorów, po trzecie – zaproponowanie scenariuszy wdrożenia uznanych dotąd/nowych praktyk, w celu osiągnięcia lepszej konwergencji i lepszej współpracy pomiędzy rynkami¹⁰.

Prace Komitetu Mędrców rozpoczęły się 21 sierpnia 2000 r., kiedy to otwarta została publiczna debata na temat działań prowadzących do integracji rynków papierów wartościowych. Debatę tę zorganizowano w formie udostępnionej różnym środowiskom ankiety, zawierającej 5 pytań. Pierwsze pytanie dotyczyło przeszkód stojących na drodze do pełnej integracji rynków walorów, drugie – stopnia wdrożenia dotychczas ustanowionych regulacji prawnych w kierunku ułatwienia transgranicznego zawierania transakcji finansowych, trzecie – współpracy międzynarodowej pomiędzy instytucjami nadzorującymi funkcjonowanie rynku papierów wartościowych i jej efektywności z punktu widzenia transgranicznego handlu walorami. W kolejnym punkcie zapytano o czynniki strukturalne, technologiczne oraz regulacyjne, które miałyby wpływ na kształt europejskiego rynku papierów wartościowych w przyszłości. Na koniec ankiety poproszono o zasugerowanie typu rozwiązań prawnych mogą-

⁸ Regulation of European Securities Markets – Terms of Reference for the Committee of Wise Men, ECOFIN Council Outcome of Proceedings, 17 July 2000.

⁹ Presidency Conclusions, Lisbon European Council 23 and 24 March 2000, pkt. 20-21.

¹⁰ Regulation of European Securities Markets – Terms of Reference for the Committee of Wise Men..., op. cit.

cych przyspieszyć integrację rynków walorów, porządku ich wprowadzania oraz czasu, w jakim poszczególne rozwiązania powinny być wdrożone¹¹.

Po analizie otrzymanych spostrzeżeń i sugestii¹², Komitet Mędrców opracował i ogłosił 9 listopada 2000 r. wstępny raport na temat uregulowania europejskiego rynku papierów wartościowych¹³. Raport ten stanowił diagnozę stanu uregulowania rynku papierów wartościowych w UE oraz argumentował konieczność wprowadzenia zmian. W raporcie tym autorzy stwierdzili, iż uzyskanie korzyści z integracji rynków finansowych warunkowane jest pilnym wprowadzeniem programu reform. Najważniejszą z tego programu byłaby reforma procesu regulacyjnego, w kierunku lepszej jego efektywności. Tezy wynikające z raportu wstępnego Komitetu Mędrców zostały przyjęte na posiedzeniu Rady ECOFIN podczas sesji 27 listopada 2000 r.¹⁴, jak również na specjalnym posiedzeniu Rady Europy w Nicei, w dniach 7-10 grudnia 2000 r.¹⁵

Końcowy raport Komitetu Mędrców przedstawiony został 15 lutego 2001 r.¹⁶ Podzielony on został na dwie części. Pierwsza ze nich bazowała w dużej mierze na rozważaniach ujętych w raporcie wstępnym i dotyczyła argumentacji potrzeby zmian w dotychczasowym procesie regulacyjnym¹⁷. W związku z zdiagnozowanymi negatywnymi aspektami dotychczasowego procesu regulacyjnego rynku papierów wartościowych, Komitet Mędrców zaproponował, żeby proces ten operował na czterech poziomach¹⁸.

Pierwszy poziom regulacyjny (*Level I – Framework Principles*) obejmuje tworzenie ram prawnych regulowanego obszaru. Według autorów raportu, akty prawne na tym poziomie powinny mieć charakter ogólny i obejmować najbardziej kluczowe zagadnienia. Rada Ministrów oraz Parlament Europejski przyjmujący sporządzony przez Komisję Europejską projekt dyrektywy lub innego aktu prawnego, powinny skoncentrować się na stworzeniu ram prawnych, w których powstają regulacje niższego rzędu. Na poziomie pierwszym procesu regulacyjnego w zakresie rynku papierów wartościowych wspomniane powyżej organy UE powinny zdecydować jedynie o naturze i zasięgu tych rozwiązań, które będą przedmiotem bardziej szczegółowej regulacji na poziomie drugim¹⁹. Autorzy nowego systemu legislacyjnego podkreślili konieczność przeprowadzania wielostronnych konsultacji „otwartych” z zainteresowanymi środowiskami przed sporządzeniem projektu regulacji prawnej.

¹¹ Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets, Legal Notice, 21 August 2000, (http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/lafalussy/index_en.htm).

¹² Debata ta miała miejsce w okresie od 21 sierpnia do 27 września 2000 r.

¹³ Initial Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets, 9 November, 2000.

¹⁴ ECOFIN Council Meeting on 27 November 2000 Conclusions, dokument Rady Europy.

¹⁵ Presidency Conclusions, Nice European Council 7-10 December 2000, pkt. 30 (Regulation of Financial Markets).

¹⁶ Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets, 15 February, 2001.

¹⁷ *The Reasons For Change*, Chapter I, Final Report of the Committee of Wise Men..., op. cit., ss. 9-18.

¹⁸ *Regulatory Reform – the Committee’s Recommendations*, Chapter II, Final Report of the Committee of Wise Men..., op. cit., ss. 19-42.

¹⁹ Por. aneks 1.

W ramach reformy procesu regulacyjnego w zakresie rynków papierów wartościowych, Komitet Mędrców zaproponował utworzenie dwóch nowych instytucji europejskich. Pierwszą z nich jest Europejski Komitet Papierów Wartościowych (*European Securities Committee – ESC*), z uprawnieniami nadzorczymi dla rynku papierów wartościowych oraz Komitet Europejskich Regulatorów Rynku Papierów Wartościowych (*Committee of European Securities Regulators – CESR*)²⁰, o charakterze doradczym. Zdaniem autorów omawianego raportu utworzenie tych dwóch instytucji, działających na wysokim, profesjonalnym poziomie, znacznie przyspieszyłoby proces regulacyjny w dziedzinie rynków papierów wartościowych.

Dla **drugiego** zaproponowanego w raporcie poziomu regulacyjnego – poziomu decyzyjnego (*Level II – Decision Making*) podkreślono konieczność współpracy pomiędzy Komisją Europejską oraz wyżej wymienionymi instytucjami. Bazując na akcie prawnym uchwalonym na poziomie pierwszym procesu regulacyjnego, grupa robocza Komisji oraz ESC definiuje szczegółowe rozwiązania prawne, których ramy zarysowane zostały na poziomie pierwszym omawianego procesu. Na poziomie drugim Komisja Europejska (po konsultacjach z ESC) decyduje o technicznych rozwiązaniach prawnych i występuje o opinię CESR. Zadaniem CESR jest przeprowadzenie „otwartych” konsultacji z uczestnikami rynku papierów wartościowych (emitentami, inwestorami, pośrednikami na rynku, itp.), jak również innymi środowiskami. Po zakończeniu konsultacji oraz dokonaniu niezbędnych analiz CESR dostarcza Komisji Europejskiej opinię na temat konkretnych rozwiązań prawnych, na podstawie której powstaje projekt aktu prawnego. Projekt ten przesyłany jest do ESC, którego członkowie głosują za jego przyjęciem (bądź odrzuceniem). W przypadku przyjęcia tego projektu trafia on do Parlamentu Europejskiego, któremu przyznano czas w wymiarze jednego miesiąca na zbadanie jego zgodności z aktem prawnym wyższego rzędu (uchwalonym na poziomie I). W przypadku stwierdzenia najmniejszej niezgodności, omawiany projekt trafia ponownie do prac Komisji Europejskiej²¹. Proces legislacyjny kończy się na poziomie Komisji Europejskiej, Parlament Europejski zaś pełni funkcje kontrolne²².

Kolejny, **trzeci** przedstawiony przez Komitet Mędrców poziom procesu regulacyjnego (*Level III – Strengthened Cooperation*) stanowi etap przygotowawczy do wprowadzenia szczegółowych regulacji prawnych na poziomie państw członkowskich. Głównym celem, dla którego Komitet Mędrców zaproponował stworzenie tego poziomu regulacyjnego było zapewnienie jednolitości i zgodności z legislacją UE (poziom I i II) wprowadzanych w poszczególnych krajach członkowskich rozwiązań prawnych. Proces ten od-

²⁰ W omawianym raporcie autorzy posługują się nazwą *The European Securities Regulators Committee – ESRC*, ostatecznie ustalono jednak, że instytucja ta będzie nosiła nazwę *The Committee of European Securities Regulators – CESR*.

²¹ Por. aneks 2.

²² W ostateczności Parlamentowi Europejskiemu przysługuje prawo zaskarżenia aktu prawnego z rażącymi uchybieniami (zaskarżenia Komisji) do Trybunału Europejskiego.

bywa się przy udziale współpracujących ze sobą instytucji nadzorujących rynki papierów wartościowych w poszczególnych krajach UE. Przy tworzeniu narodowych rozwiązań prawnych zapewniających transpozycję regulacji powstałych na poziomie pierwszym i drugim procesu regulacyjnego, konieczna jest koordynacja ze strony CESR. Zadaniem tej instytucji jest przełożenie postanowień aktów prawnych uchwalonych na pierwszym i drugim poziomie oraz innych aktów legislacyjnych UE na konkretne reguły postępowania. W tym celu powinny być opracowane wytyczne CESR dla krajów członkowskich UE, co do wdrożenia poszczególnych rozwiązań prawnych w zakresie rynku papierów wartościowych. Zdaniem autorów raportu konieczne jest też ujednolicenie interpretacji niektórych zapisów prawnych UE oraz opracowanie wspólnych (ale nie wiążących) standardów w obszarach, które nie zostały objęte legislacją unijną. Wprowadzenie poziomu III procesu regulacyjnego motywowano także potrzebą analizy i porównania stosowanych dotychczas praktyk w krajach członkowskich UE, celem wyłonienia najlepszych oraz ewentualnego ich zaadoptowania w całej UE. Jak podkreślono w raporcie, postanowienia wypracowane na tym poziomie regulacyjnym nie muszą być bezwzględnie wiążące dla wszystkich krajów członkowskich UE, niemniej jednak ważna jest współpraca narodowych instytucji nadzorczych na szczeblu unijnym w kierunku stworzenia jednolitej struktury rynku papierów wartościowych w UE.

Jako **czwarty** poziom projektowanego przez Komitet Mędrców procesu regulacyjnego określono implementację szczegółowych przepisów prawnych w poszczególnych krajach członkowskich UE, przy niezależnej, rygorystycznej koordynacji ze strony Komisji Europejskiej.

Zawarty w raporcie Komitetu Mędrców program reform w procesie regulacyjnym w zakresie rynku papierów wartościowych został zaaprobowany na posiedzeniu Rady ECOFIN 22 marca 2001 r.²³, jak również na specjalnej sesji posiedzenia Rady Europy w Sztokholmie 23-24 marca 2001 r.²⁴ Po ogłoszeniu finalnego raportu Lamfalussy'ego i przyjęciu go przez Komisję Europejską i Radę Europy, proponowany w raporcie proces regulacyjny w zakresie rynków papierów wartościowych był przedmiotem dyskusji w Parlamencie Europejskim, w szczególności w Komitecie Konstytucyjnym (*Committee on Constitutional Affairs*), Komitecie Spraw Ekonomicznych i Finansowych (*Committee on Economic and Monetary Affairs*) oraz Komitecie Spraw Legislacyjnych i Rynku Wewnętrznego (*Committee on Legal Affairs and the Internal Market*). Między innymi w rezultacie prac Komisarza Bolkesteina²⁵ oraz w wyniku ekspertyzy przedstawionej przez Karla von Wogau²⁶, 5 lutego 2002 r. Komisja Europejska

²³ ECOFIN Council Meeting on 22 March 2001 Conclusions, dokument Rady Europy.

²⁴ Presidency Conclusions, Stockholm European Council 23 and 24 March 2001, pkt. 18-19 oraz aneks nr 1.

²⁵ Commissioner Bolkestein's letter to Mrs Randzio-Plath – Chair of the Committee of Economics and Monetary Affairs, Europe, 2 October 2001, dokument Komisji Europejskiej.

²⁶ Von Wogau Karl, Report on Implementation of Financial Services Legislation nr 2001/2247(INI), 23 January 2002, European Parliament Session Document.