

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

MAGISTRSKO DELO

**INTEGRACIJA IN KONSOLIDACIJA INFRASTRUKTURE ZA
KLIRING IN PORAVNAVO VREDNOSTNIH PAPIRJEV V
EVROPSKI UNIJI**

Ljubljana, november 2005

PETER ČERNUTA

IZJAVA

Študent Peter Černuta izjavljam, da sem avtor tega magistrskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom doc. dr. Boštjana Jazbeca in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne_____

Podpis:

KAZALO VSEBINE

1. UVOD	1
1.1. OPREDELITEV PROBLEMATIKE	1
1.2. CILJ IN NAMEN DELA TER UPORABLJENE METODE PREUČEVANJA	3
1.3. PREGLED VSEBINE POGLAVIJ	3
2. OPREDELITEV KLIRINGA IN PORAVNAVE	4
2.1. POMEN KLIRINGA IN PORAVNAVE	4
2.2. FUNKCIONALNI VIDIKI KLIRINGA IN PORAVNAVE	6
2.3. INSTITUCIONALNI VIDIKI KLIRINGA IN PORAVNAVE	10
2.3.1. INSTITUCIJE KLIRINGA IN PORAVNAVE V DRŽAVI	10
2.3.2. INSTITUCIJE KLIRINGA IN PORAVNAVE MED DRŽAVAMI	12
2.3.3. REGULATORJI SISTEMOV KLIRINGA IN PORAVNAVE	16
2.4. EKONOMSKE ZNAČILNOSTI INFRASTRUKTURE ZA KLIRING IN PORAVNAVO	18
3. TRENUTNO STANJE INFRASTRUKTURE ZA KLIRING IN PORAVNAVO V EU IN PRIMERJAVA Z ZDA	20
3.1. TRENUTNO STANJE INFRASTRUKTURE ZA KLIRING IN PORAVNAVO V EU	20
3.1.1. EVOLUCIJA INFRASTRUKTURE ZA KLIRING IN PORAVNAVO V EU	20
3.1.2. TRENUTNI PROCESI NA PODROČJU INFRASTRUKTURE ZA KLIRING IN PORAVNAVO V EU	21
3.1.3. PRAKTIČNI PRIMERI POVEZOVANJA INFRASTRUKTURE ZA TRGOVANJE, KLIRING IN PORAVNAVO V EU	23
3.2. INFRASTRUKTURA ZA KLIRING IN PORAVNAVO V ZDA	27
3.3. PRIMERJAVA STROŠKOV INFRASTRUKTURE ZA KLIRING IN PORAVNAVO MED EU IN ZDA	29
3.3.1. PRIMERJAVA NEPOSREDNIH STROŠKOV PORAVNAVE VREDNOSTNIH PAPIRJEV Z VIDIKA PRIHODKOV IZ POSLOVANJA CDD NA PORAVNANO TRANSAKCIJO	30
3.3.2. PRIMERJAVA NEPOSREDNIH STROŠKOV KLIRINGA IN PORAVNAVE VREDNOSTNIH PAPIRJEV Z VIDIKA TARIF PONUDNIKOV STORITEV	33
3.3.3. OCENA STROŠKOV IZVAJANJA KLIRINGA IN PORAVNAVE V EU S STRANI EVROPSKE KOMISIJE	35
4. OVIRE ZA INTEGRACIJO OBSTOJEČE INFRASTRUKTURE ZA KLIRING IN PORAVNAVO V EU TER NJIHOVO ODPRVLJANJE	36
4.1. OVIRE ZA INTEGRACIJO INFRASTRUKTURE ZA KLIRING IN PORAVNAVO V EU	38
4.1.1. OVIRE ZARADI RAZLIČNIH TEHNIČNIH REŠITEV IN TRŽNIH PRAKS IZVAJANJA KLIRINGA IN PORAVNAVE	38
4.1.2. OVIRE, KI IZHAJAJO IZ RAZLIČNIH DAVČNIH POSTOPKOV MED DRŽAVAMI	40
4.1.3. OVIRE NA OSNOVI RAZLIK MED DRŽAVAMI ZARADI RAZLIČNIH PRAVNIH OSNOV	41
4.2. ODPRVLJANJE OVIR ZA INTEGRACIJO INFRASTRUKTURE ZA KLIRING IN PORAVNAVO V EU	42
4.2.1. AKTIVNOSTI PRIVATNEGA SEKTORJA	43
4.2.2. AKTIVNOSTI JAVNEGA SEKTORJA	44
4.2.3. AKTIVNOSTI EVROPSKE KOMISIJE	45
5. PREDLOG VSEBINE DIREKTIVE O KLIRINGU IN PORAVNAVI TER ODZIVI NANJ	48

5.1. PREDLOG VSEBINE DIREKTIVE O KLIRINGU IN PORAVNAVI	48
5.1.1. CELOVITE PRAVICE DOSTOPA IN MOŽNOST IZBIRE	49
5.1.2. ENOTEN REGULATIVNI OKVIR	49
5.1.3. UPRAVLJANJE SISTEMOV	50
5.2. ODZIVI NA PREDLOGE EVROPSKE KOMISIJE	52
5.2.1. ODZIVI TRŽNIH UDELEŽENCEV IN REGULATORJEV NA DRUGO KOMUNIKACIJO KOMISIJE	52
5.2.2. ODZIV EVROPSKEGA PARLAMENTA	54
5.2.3. TEORETIČNI VIDIKI REGULACIJE KLIRINGA IN PORAVNAVE	57
 6. KONSOLIDACIJA INFRASTRUKTURE ZA KLIRING IN PORAVNAVO V EU	 65
6.1. POMEN KONSOLIDACIJE V PRIMERJAVI Z INTEGRACIJO IN PREDNOSTI KONSOLIDACIJE	65
6.2. POMEMBNI POUČILKI GLEDE KONSOLIDACIJE	68
6.2.1. UČINKOVITOST	69
6.2.2. VARNOST	69
6.2.3. MEHANIZMI ZAGOTAVLJANJA UČINKOVITOSTI IN VARNOSTI OB KONSOLIDACIJI	70
6.3. MOŽNI MODELI KONSOLIDACIJE	71
6.3.1. SISTEM REGULIRANE KONSOLIDACIJE	74
6.3.2. SISTEM KONKURENČNE RAZDROBLJENOSTI	76
6.3.3. SISTEM NARAVNIH MONOPOLOV Z MOŽNOSTJO VSTOPA TEKMECEV	77
6.4. OPTIMALNA STRUKTURA INFRASTRUKTURE ZA KLIRING IN PORAVNAVO V EU	79
 7. SKLEP	 83
 8. LITERATURA IN VIRI	 85
 8.1. LITERATURA	 85
8.2. VIRI	88
 <u>PRILOGA 1: PRIKAZ MOŽNE STRUKTURE VODENJA RAČUNOV VREDNOSTNIH PAPIRJEV</u>	 <u>1</u>
 <u>PRILOGA 2: ANALIZA POVEZAV MED CENTRALNIMI DEPOTNIMI DRUŽBAMI Z VIDIKA VPLIVA NA CENE NJIHOVIH STORITEV</u>	 <u>3</u>
 <u>PRILOGA 3: TVEGANJA PRI IZVAJANJU KLIRINGA IN PORAVNAVE TER NJIHOVO OBVLADOVANJE</u>	 <u>5</u>
TVEGANJA PRI IZVAJANJU KLIRINGA IN PORAVNAVE	5
OBVLADOVANJE TVEGANJ PRI KLIRINGU IN PORAVNAVI	7
 <u>PRILOGA 4: EMPIRIČNA ANALIZA UČINKOV EKONOMIJ OBSEGA V PRIMERU CENTRALNIH DEPOTNIH DRUŽB</u>	 <u>10</u>

<u>PRILOGA 5: TEORETIČNE ANALIZE POSAMEZNIH MOŽNIH SMERI KONSOLIDACIJE SISTEMOV TRGOVANJA, KLIRINGA IN PORAVNAVE</u>	13
---	-----------

<u>PRILOGA 6: PREDLOGI AKTIVNOSTI GIOVANNINIJEVE SKUPINE ZA ODPRAVO IDENTIFICIRANIH OVIR NA PODROČJU KLIRINGA IN PORAVNAVE V EU</u>	17
--	-----------

<u>PRILOGA 7: RAZLIČNA STALIŠČA INSTITUCIJ V ZVEZI S PREDLOGI EVROPSKE KOMISIJE</u>	20
--	-----------

STALIŠČA CDD	20
STALIŠČA SKRBNIKOV	20

SEZNAM SLIK IN TABEL

SLIKA 1: FUNKCIJSKI PRIKAZ PROCESA KLIRINGA IN PORAVNAVE VREDNOSTNIH PAPIRJEV.....	7
SLIKA 2: VLOGA CENTRALNE NASPROTNE STRANKE	8
SLIKA 3: POVEZAVE MED OSNOVNIMI FUNKCIJAMI IN INSTITUCIJAMI KLIRINGA IN PORAVNAVE VREDNOSTNIH PAPIRJEV	12
SLIKA 4: MOŽNE POTI ZA TUJEGA INVESTITORJA PRI IZVEDBI POSLA V DRUGI DRŽAVI	16
SLIKA 5: POVEZAVE MED POMEMBNEJŠIMI BORZAMI TER SISTEMI KLIRINGA IN PORAVNAVE V EU	26
SLIKA 6: PRIMERJAVA PRIHODKA IZ POSLOVANJA NA TRANSAKCIJO IZBRANIH CDD V ZDA IN EU	32
SLIKA 7: POSLEDICE IDENTIFICIRANIH OVIR ZA INTEGRACIJO TER KONSOLIDACIJO SISTEMOV KLIRINGA IN PORAVNAVE V EU.....	37
SLIKA 8: KRATKOROČNI VPLIV ODPRAVE OVIR, IDENTIFICIRANIH V POROČILU GIOVANNINIJEVE SKUPINE	67
SLIKA 9: SISTEM REGULIRANE KONSOLIDACIJE	74
SLIKA 10: SISTEM KONKURENČNE RAZDROBLJENOSTI	76
SLIKA 11: SISTEM NARAVNIH MONOPOLOV Z MOŽNOSTJO VSTOPA TEKMECEV.....	78
SLIKA 12: NIVOJI OZIROMA STRUKTURA RAČUNOV VREDNOSTNIH PAPIRJEV	1
TABELA 1: ŠTEVILO BORZ VREDNOSTNIH PAPIRJEV IN IZVEDENIH FINANČNIH INSTRUMENTOV, CNS IN CDD V OKVIRU 12 DRŽAV EVRO OBMOČJA	23
TABELA 2: PREGLED ODZIVOV NA PREDLAGANO DIREKTIVO O KLIRINGU IN PORAVNAVI.....	53

SLOVAR PREVODOV TUJIH IZRAZOV

<i>central counterparty (CCP)</i>	– centralna nasprotna stranka (CNS)
<i>central securities depository (CSD)</i>	– centralna depotna družba (CDD)
<i>clearing</i>	– kliring
<i>collateral</i>	– finančno zavarovanje
<i>confirmation</i>	– potrditev
<i>corporate actions</i>	– korporativne akcije
<i>custodian</i>	– skrbnik
<i>delivery versus payment (DvP)</i>	– dostava proti plačilu
<i>dematerialisation</i>	– dematerializacija
<i>derivatives</i>	– izvedeni finančni instrumenti
<i>economies of scale</i>	– ekonomije obsega
<i>economies of scope</i>	– ekonomije razpona
<i>essential service</i>	– ključna storitev
<i>euro area</i>	– evro območje
<i>Eurosystem</i>	– Evrosistem
<i>immobilisation</i>	– imobilizacija
<i>industry</i>	– panoga
<i>intraday credit</i>	– posojilo za čez dan
<i>link</i>	– povezava med centralnimi depotnimi družbami
<i>netting</i>	– pobot
<i>network effect</i>	– mrežni učinek
<i>network externalities</i>	– mrežne eksternalije
<i>securities settlement system (SSS)</i>	– sistem poravnave vrednostnih papirjev
<i>settlement finality</i>	– dokončnost poravnave

SEZNAM UPORABLJENIH KRATIC

<i>CDD</i>	– centralna depotna družba
<i>CESR</i>	– »Committee of European Securities Regulators«
<i>CNS</i>	– centralna nasprotna stranka
<i>DTC</i>	– »Depository Trust Company«
<i>DTCC</i>	– »Depository Trust and Clearing Corporation«
<i>ECSDA</i>	– »European Central Securities Depositories Association«
<i>EU</i>	– Evropska unija
<i>ESCB</i>	– Evropski sistem centralnih bank
<i>FSAP</i>	– »Financial Services Action Plan«
<i>NSCC</i>	– »National Securities Clearing Corporation«
<i>SWIFT</i>	– »Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication«

1. Uvod

1.1. Opredelitev problematike

Finančni trgi zagotavljajo alokacijo kapitala in tveganja v gospodarstvu ter predstavljajo osnovo za učinkovito izvajanje in razvoj ostalih ekonomskih aktivnosti. Pri tem so bolj učinkoviti in strukturno varni finančni trgi tudi bolj konkurenčni in privlačni za udeležence ter spodbujajo prenos prihrankov med suficitnimi in deficitnimi gospodarskimi celicami. Pomena razvitih finančnih trgov se zavedajo tudi države EU, kjer je trenutno zelo izpostavljeno vprašanje integracije njihovih finančnih trgov, posebej tistih v evro območju. Evropska komisija je tako leta 1999 objavila akcijski plan za vzpostavitev enotnega trga na področju finančnih storitev (*»Financial Services Action Plan«*), ki je bil potrjen tudi na lizbonskem Evropskem svetu leta 2000. Plan sestavljajo ukrepi, ki so namenjeni zagotovitvi ugodnega pravnega in regulativnega okolja za razvoj skupnega trga finančnih storitev ter odstranjevanju ovir za integracijo finančnih trgov v EU.

V okviru finančnih trgov izredno pomembno mesto zasedajo tudi trgi vrednostnih papirjev in izvedenih finančnih instrumentov, za katere želijo države EU preko integracije zagotoviti ustrezno globino, likvidnost, učinkovitost, varnost in transparentnost ter s tem zagotoviti njihovo globalno konkurenčnost. Evropska komisija tako navaja, da je vzpostavitev integriranega in učinkovitega evropskega kapitalskega trga eden največjih in najambicioznejših ekonomskih projektov, ki se odvijajo v EU (Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, 2004, str. 3).

Finančni trgi in v njihovem okviru trgi vrednostnih papirjev ter izvedenih finančnih instrumentov pa za svoje delovanje potrebujejo neko drugo infrastrukturo, ki predstavlja pravila in regulativo ter plačilne sisteme in sisteme, ki omogočajo prenos premoženja med kupcem in prodajalcem. V ta okvir sodita tudi kliring in poravnava kot osnovni operaciji oziroma funkciji na modernem trgu vrednostnih papirjev oziroma izvedenih finančnih instrumentov. Omenjeni funkciji torej omogoča prenos lastništva vrednostnih papirjev in plačilo za te vrednostne papirje med prodajalcem in kupcem oziroma poravnavo med dvema strankama v poslu iz naslova izvedenih finančnih instrumentov. V proces kliringa in poravnave so poleg centralnih sistemov oziroma infrastrukture za kliring in poravnavo vključeni še mnogi posredniki z različnimi funkcijami, preko katerih stranki izvršita kliring in poravnavo medsebojnih obveznosti in terjatev. Glede na to, da je delovanje trgov vrednostnih papirjev in izvedenih finančnih instrumentov zelo odvisno od pogojev kliringa in poravnave, je obravnava slednjih dveh procesov izjemnega pomena tudi z vidika integracije omenjenih trgov, česar se zelo dobro zavedajo odgovorne institucije in regulatorji v EU.

Magistrsko delo se podrobneje ukvarja z infrastrukturo oziroma sistemi za kliring in poravnavo transakcij na trgih vrednostnih papirjev (v nadaljevanju se uporablja skrajšan izraz kliring in poravnava) v EU ter s številnimi problemi, s katerimi se sooča ta infrastruktura in

katerih posledica je njena neučinkovitost in razdrobljenost. Omenjene težave seveda negativno vplivajo tudi na trge, ki jih ta infrastruktura podpira, in na njihovo integracijo¹.

Kot namreč ugotavlja Evropska komisija, trenutno v EU obstajajo številni sistemi kliringa in poravnave z raznolikimi tehničnimi značilnostmi, ki delujejo v okviru različnih pravnih redov in davčnih sistemov, v skladu z raznoliko tržno prakso ter ponujajo različne nivoje storitev. Za izvajanje transakcij na integriranih trgih morajo tako investitorji ali pa njihovi posredniki imeti dostop do mnogih različnih sistemov, kar povečuje kompleksnost, stroške in tveganja izvajanja čezmejnih transakcij, hkrati pa predstavlja zelo resno oviro za razvoj čezmejnega trgovanja oziroma omejuje možnosti za pretok finančnih sredstev na evropski ravni. Dodatni stroški in tveganja pri čezmejni poravnavi transakcij v EU namreč precej omejujejo trgovanje, kar ima seveda negativen vpliv na integracijo trgov vrednostnih papirjev v EU, s tem pa tudi na integracijo finančnega sistema kot celote (Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, 2002, str. 7). Razdrobljena infrastruktura pa seveda zaradi svojih ekonomskih značilnosti povzroča tudi višje stroške izvajanja domačih transakcij, saj ne izkorišča ekonomij obsega in razpona, ki so sicer značilne za sisteme kliringa in poravnave.

Stroške te razdrobljenosti so predstavile že številne raziskave, ki so primerjale neposredne stroške infrastrukture za kliring in poravnavo v EU in ZDA. Te raziskave so se sicer nekoliko razlikovale v ugotovitvah glede učinkovitosti izvajanja kliringa in poravnave domačih transakcij, so pa vse po vrsti potrdile ogromne stroške izvajanja čezmejnih transakcij. Evropska komisija na primer na podlagi opravljenih raziskav ocenjuje dodatne stroške izvajanja čezmejnih transakcij, ki izvirajo iz trenutnega stanja infrastrukture za kliring in poravnavo v EU, v primerjavi z domačimi. Ti na evropski ravni znašajo med 3,5 in 5 mrd evrov letno (Integration of Clearing and Settlement in the EU - Regulatory Impact Assessment, 2005, str. 36).

Z uvedbo evra in naraščajočim tehnološkim napredkom sta se število in vrednost čezmejnih transakcij močno povečala, kar je še poudarilo slabosti infrastrukture za kliring in poravnavo čezmejnih transakcij. To je sicer povzročilo precejšnje premike in prestrukturiranje med ponudniki storitev, ki so začeli zniževati stroške in povečevati storilnost, hkrati pa so začeli vzpostavljati svojo prisotnost na vseevropskem trgu preko lastne širitve ali pa s prevzemi in združitvami. Poleg tega so tudi regulatorji in nadzorniki sprožili iniciative, s katerimi želijo povečati transparentnost in homogenost svojega delovanja in uporabljenih standardov v odnosu do sistemov kliringa in poravnave, da bi lahko sledili iniciativam trga in delovali v

¹ Analiza stanja na področju kliringa in poravnave vrednostnih papirjev v EU in iz nje izvedeni zaključki so sicer enako relevantni tudi za kliring in poravnavo izvedenih finančnih instrumentov, pri čemer so slednji nekoliko specifični in z vidika same infrastrukture ožje pojmovani. Glede na to je, kjer je to relevantno, omenjena oziroma opisana tudi infrastruktura za kliring in poravnavo izvedenih finančnih instrumentov. Podrobnejša analiza kliringa in poravnave izvedenih finančnih instrumentov sicer presega namen tega dela. V določenih poglavjih so omenjene tudi borze, kar pa je pogojeno s celovitostjo prikaza, saj so prav borze oziroma ostali trgi mnogokrat dejavniki razvoja infrastrukture za kliring in poravnavo.

smeri povečanja varnosti in učinkovitosti teh sistemov. Kljub temu so težave še vedno prisotne, zato je Evropska komisija že predlagala tudi direktivo o kliringu in poravnavi, s katero želi pospešiti integracijo in konsolidacijo obstoječe infrastrukture. Precej aktivne na tem področju so tudi druge zainteresirane javne in privatne institucije, vedno večje pa je tudi zanimanje raziskovalcev za to področje. Kot na primer navaja Padoa-Schioppa (2001, str. 1), se je nekdanje obravnavanje kliringa in poravnave kot čisto rutinskih papirnih postopkov, ki niso intelektualno zanimivi za raziskovanje oziroma za oblikovanje politike, v zadnjem času korenito spremenilo. To področje je postalo zelo dinamično in predstavlja velike razvojne izzive, glede na svoj pomen pa zahteva natančno strateško analizo in odločanje.

1.2. Cilj in namen dela ter uporabljene metode preučevanja

Cilj dela je najprej prikazati pomen, osnovne funkcionalnosti, značilnosti ter institucije, vključene v zagotavljanje kliringa in poravnave, nato pa podrobneje predstaviti in analizirati trenutno stanje in težave na tem področju v EU, kakor tudi iniciative za izboljšanje položaja s strani zainteresiranih institucij in možen razvoj na dolgi rok.

Namen dela je sprožiti zavedanje problemov na področju kliringa in poravnave v EU ter prispevati k boljšemu poznavanju področja v Sloveniji, na podlagi česar se lahko izpeljejo tudi usmeritve domačim akterjem na tem področju za prihodnost.

Delo temelji na kritični analizi in primerjavi obstoječe literature in razprav na temo kliringa in poravnave, ki obsegajo splošne opise procesov, konkretne opise posameznih izbranih sistemov ter problemov in rešitev v zvezi z njimi ter razprave na osnovi empiričnih in teoretičnih raziskav tega področja. Na podlagi te analize je na sistematiziran način podana aktualna problematika na tem področju v EU, ki zajema strnjen prikaz sedanje infrastrukture za kliring in poravnavo v EU, obravnavo izvedenih analiz stroškov te infrastrukture ter obravnavo teoretičnih razprav o ekonomskih značilnostih kliringa in poravnave z vidika potrebe po reguliranju in nadaljnjega dolgoročnega razvoja.

1.3. Pregled vsebine poglavij

Kot izhodišče je v drugem poglavju podana podrobna opredelitev kliringa in poravnave z vidika pomena, funkcij in institucij, ki zagotavljajo storitve v tem okviru. Prav tako so predstavljene osnovne ekonomske značilnosti infrastrukture za kliring in poravnavo. Cilj poglavja je, poleg splošne predstavitve, izpostaviti temeljne značilnosti te infrastrukture in ustvariti podlago za analizo infrastrukture za kliring in poravnavo v EU.

V tretjem poglavju sledi podrobnejši pregled trenutnega stanja kliringa in poravnave v EU in ZDA (tudi z vidika preteklega razvoja) in primerjava stroškov infrastrukture za kliring in poravnavo v obeh območjih, pri čemer je cilj poglavja opozoriti na dokazane pomanjkljivosti in stroške infrastrukture za kliring in poravnavo v EU in podati osnovo za analizo vzrokov tega stanja v naslednjih poglavjih.

Četrto poglavje se nato podrobneje ukvarja z vzroki težav oziroma pomanjkljivosti obstoječe infrastrukture kliringa in poravnave v EU, hkrati pa podaja tudi pregled dosedanjih iniciativ tako v privatnem kot javnem sektorju za izboljšanje tega položaja, pri čemer je cilj poudariti in podrobneje opredeliti vzroke težav in izpostaviti pomen njihovega reševanja.

V petem poglavju je posebej izpostavljen predlog vsebine direktive o kliringu in poravnavi, ki ga je pripravila Evropska komisija leta 2004 kot odziv na sedanje težave v zvezi s kliringom in poravnavo v EU. Ta predlog je najprej predstavljen tako, kot ga vidi Evropska komisija, nato pa so podani tudi odzivi privatnega in javnega sektorja na predlog. Najbolj pereča problematika v zvezi s tem predlogom je predstavljena tudi z vidika ekonomskih značilnosti same infrastrukture za kliring in poravnavo, ki so jih izpostavili posamezni avtorji kot odgovor na trenutne razmere in predloge v zvezi s to infrastrukturo. Cilj poglavja je predstaviti kompleksnost in razdeljenost mnenj v zvezi z regulacijo tega področja na ravni EU.

Šesto poglavje se nato ukvarja z dolgoročnejšim vidikom, ki je glede na trenutne razmere še zelo oddaljen. Poglavje namreč preučuje možne oblike infrastrukture z vidika njene prihodnje konsolidacije. Cilj je predstaviti možne alternative in izpostaviti pomembne poudarke pri njihovem ocenjevanju.

Na koncu je podan še zaključek, kateremu sledi pregled literature in virov ter priloge, ki podrobneje pojasnjujejo vsebino določenih poglavij.

2. Opredelitev kliringa in poravnave

2.1. Pomen kliringa in poravnave

Kliring in poravnava v osnovi zajemata celoten spekter institucionalnih, pravnih in tehničnih ureditev za izvajanje funkcij, ki sledijo samemu trgovanju z vrednostnimi papirji, in sicer usklajevanje pogojev sklenjenih poslov ter izračun in poravnavo terjatev in obveznosti, ki izhajajo iz sklenjenih poslov. Končni rezultat omenjenih funkcij je dejanski prenos denarnih sredstev in vrednostnih papirjev med kupcem in prodajalcem.

Na ta način kliring in poravnava podpirata trgovanje z vrednostnimi papirji kot pomemben segment finančnega trga, sistemi, ki izvajajo kliring in poravnavo, pa predstavljajo temeljno infrastrukturo finančnih trgov². Iz navedenega izhaja, da so varnost, zanesljivost in učinkovitost delovanja sistemov oziroma infrastrukture za kliring in poravnavo izredno pomembne za delovanje samih trgov vrednostnih papirjev. Pomen varnega, zanesljivega in učinkovitega delovanja teh sistemov v zadnjih letih še narašča, saj se močno povečuje obseg

² Sistemi kliringa in poravnave seveda zagotavljajo tudi izvedbo drugih vrst transakcij (razpolaganj) z vrednostnimi papirji, torej ne samo tistih, ki izhajajo iz trgovanja, kar je podrobneje predstavljeno v nadaljevanju.

prometa z vrednostnimi papirji (kot posledica povečane vloge vrednostnih papirjev pri financiranju na strani podjetij ter bolj aktivnega upravljanja s premoženjem na strani investitorjev), kar še posebej velja na mednarodni ravni, kjer se svetovni trgi kapitala vedno bolj integrirajo.

Varni in zanesljivi sistemi kliringa in poravnave so nujni tudi z vidika medbančnih plačilnih sistemov, ker so s temi sistemi povezani preko poravnave denarnega dela transakcij z vrednostnimi papirji na eni strani in ker tem sistemom zagotavljajo finančno zavarovanje (vrednostne papirje), ki ga medbančni plačilni sistemi potrebujejo za normalno delovanje, na drugi strani³. Obe vrsti sistemov (medbančni plačilni sistemi in sistemi kliringa in poravnave) pa sta pomembni tudi z vidika širše finančne stabilnosti, saj zagotavljata poravnavo transakcij in plačil med udeleženci finančnih trgov in tako neposredno vplivata na tveganja, prisotna na finančnem trgu.

Nenazadnje pa so varni in zanesljivi sistemi kliringa in poravnave pomembni tudi z vidika varnosti investitorjev, ki preko mreže posrednikov sodelujejo na trgu vrednostnih papirjev.

Neustrezna varnost oziroma zanesljivost sistemov kliringa in poravnave je lahko pomemben vir tveganj za same trge vrednostnih papirjev, za medbančne plačilne sisteme, investitorje in finančno stabilnost v celoti, saj težave pri poravnavi v enem segmentu trga vrednostnih papirjev lahko sprožijo likvidnostne težave tudi na drugih segmentih finančnega trga oziroma v medbančnih plačilnih sistemih, s čimer je lahko ogrožena tudi finančna stabilnost oziroma varnost investitorjev. Potencialni vpliv teh sistemov se seveda povečuje s povečevanjem obsega oziroma koncentracije poslovanja preko teh sistemov (Schmiedel in Schonenberger, 2005, str. 22-23).

Pomen učinkovitosti delovanja sistemov kliringa in poravnave se kaže predvsem v stroških, ki jih utrpijo investitorji in izdajatelji z udeležbo na trgu vrednostnih papirjev in ki lahko s svojo velikostjo celo vplivajo na investicijske odločitve. Omenjeni sistemi lahko s svojo učinkovitostjo tako pomembno prispevajo k zmanjševanju skupnih stroškov sodelovanja na trgih vrednostnih papirjev (Recommendations for Securities Settlement Systems, 2001, str. 7).

V nadaljevanju so podrobneje opisane funkcije, ki so zajete v okviru kliringa in poravnave, institucije, ki izvajajo omenjene funkcije, ter ekonomske značilnosti infrastrukture za kliring in poravnavo.

³ V medbančnih plačilnih sistemih je za nemoteno in tekoče izvajanje plačil ključna likvidnost, ki jo imajo posamezne banke na voljo. Pomemben vir te likvidnosti predstavljajo posojila s strani centralne banke oziroma drugih bank, ki pa jih je pogosto potrebno zavarovati z zastavo vrednostnih papirjev, zaradi česar je potrebna povezava s sistemi, kjer so ti vrednostni papirji deponirani.

2.2. Funkcionalni vidiki kliringa in poravnave

Proces kliringa in poravnave se začne po sklenitvi posla med prodajalcem in kupcem vrednostnih papirjev in zajema več ključnih korakov, ki jih lahko razvrstimo na naslednji način (Delivery versus Payment in Securities Settlement Systems, 1992, str. 10-12):

- a) potrditev pogojev posla;
- b) izračun oziroma razvrstitev terjatev in obveznosti na stranke v poslu (kliring) in pobot;
- c) poravnava medsebojnih terjatev in obveznosti.

Na osnovi sklenjenega posla z vrednostnimi papirji najprej sledi preverjanje in **potrditev** pogojev posla (vrsta vrednostnega papirja, cena, količina, datum poravnave), s katerimi se morata strinjati obe stranki v poslu. Potrditev se izvaja preko različnih mehanizmov in institucij oziroma po različnih pravilih, odvisno od tega, kako je prišlo do sklenitve posla (na primer preko organiziranega ali neorganiziranega trga).

Usklajeni in potrjeni pogoji posla prodaje/nakupa vrednostnih papirjev so podlaga za izvedbo izračuna obveznosti glede dokončnega prenosa vrednostnih papirjev na račun kupca (dostava) in dokončnega nakazila denarnih sredstev na račun prodajalca (plačilo) - **kliring**. Tako izračunane obveznosti oziroma terjatve so lahko še predmet **pobota**, s katerim se izračuna razlika med obveznostmi in terjatvami posamezne stranke v denarju oziroma v določenem vrednostnem papirju, ki je nato predmet poravnave. Pobot zmanjša potrebno likvidnost oziroma število vrednostnih papirjev za poravnavo transakcij, kakor tudi samo število transakcij, s katerimi se poravnava obveznosti in terjatve med strankama⁴.

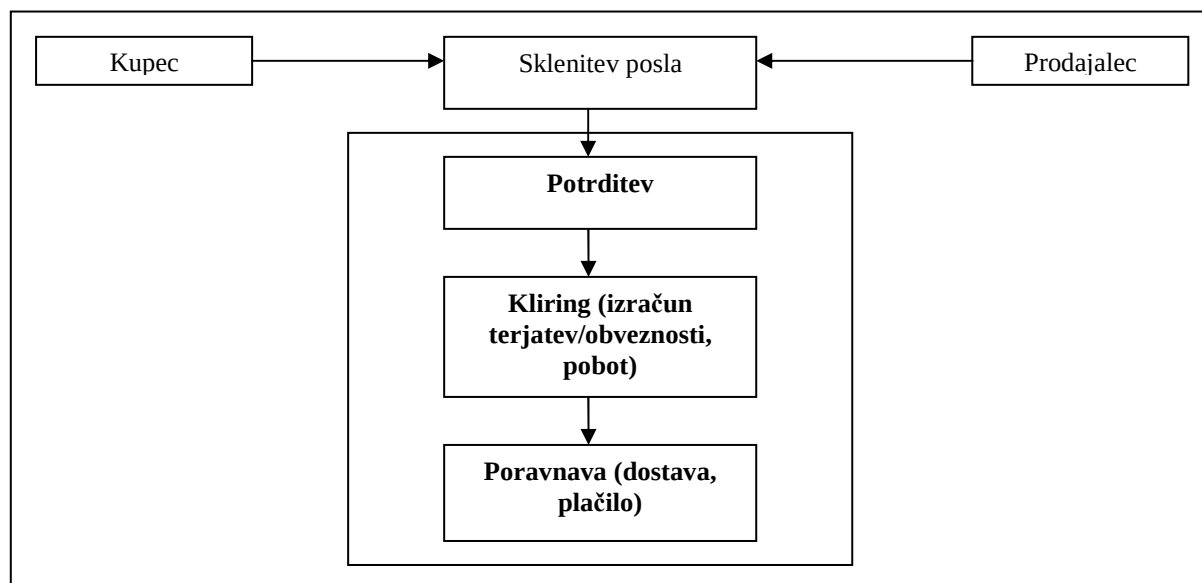
Na osnovi izračunanih obveznosti (bodisi v celotnem oziroma bruto znesku, bodisi v neto znesku na podlagi pobota) sledi **poravnava** obveznosti, ki pomeni dokončen prenos vrednostnih papirjev na račun kupca (**dostava**) in dokončno nakazilo denarnih sredstev na račun prodajalca (**plačilo**)⁵. Proces poravnave lahko poteka v več korakih, v katerih veljajo različni učinki glede dokončnosti poravnave. V kolikor gre za začasni oziroma pogojni prenos sredstev oziroma vrednostnih papirjev, to pomeni, da je lahko ta prenos naknadno še preklican in razveljavljen. Šele ko velja popolna gotovost in brezpogojnost dostave ter plačila, lahko govorimo o dokončni poravnavi posla.

⁴ Pri tem obstaja pomembna razlika v možnosti izvedbe pobota denarnih obveznosti in obveznosti v obliki vrednostnih papirjev. Terol in Russo (2000, str. 7) tako poudarjata, da je v okviru denarnih obveznosti mogoče pobotati vse medsebojne terjatve in obveznosti v eni valuti, medtem ko so možnosti za pobot obveznosti v obliki vrednostnih papirjev omejene na istovrstne vrednostne papirje. To tudi pomeni, da so prihranki iz naslova pobota denarnih obveznosti precej višji kot prihranki iz naslova pobota obveznosti v obliki vrednostnih papirjev.

⁵ Dostava vrednostnih papirjev se opravi bodisi preko fizične izmenjave vrednostnih papirjev, če so le-ti v materialni obliki, bodisi preko preknjižbe vrednostnih papirjev preko računov imetnikov v registru vrednostnih papirjev, če so le-ti v nematerialni obliki oziroma imobilizirani. Plačilo za vrednostne papirje se izvede bodisi preko medbančnega plačilnega sistema, bodisi preko denarnih računov, ki jih vodi upravljavec sistema poravnave vrednostnih papirjev. V primeru poravnave preko medbančnega plačilnega sistema mora biti vzpostavljena povezava med plačilnim sistemom in sistemom poravnave vrednostnih papirjev, ki omogoča usklajeno zagotovitev plačila denarnih obveznosti s strani kupca in dostavo vrednostnih papirjev s strani prodajalca.

Omenjene funkcije kliringa in poravnave so prikazane v naslednji sliki.

Slika 1: Funkcijski prikaz procesa kliringa in poravnave vrednostnih papirjev



Vir: Prirejeno po De Carvalho, 2004, str. 12

V praksi obstajajo različni roki za izvedbo celotnega procesa, torej od sklenitve posla do poravnave, in sicer se navadno posli poravnavajo v roku od dveh do petih dni po sklenitvi posla (torej od T+2 do T+5). Pomembna izjema so posli, ki zahtevajo poravnavo na isti dan (torej T+0) in celo med dnem oziroma kar v realnem času. V tem primeru gre predvsem za posle, ki pomenijo zavarovanje finančnih terjatev posojilodajalcev, kot so na primer zavarovanje kreditnih operacij centralne banke (Terol in Russo, 2000, str.7).

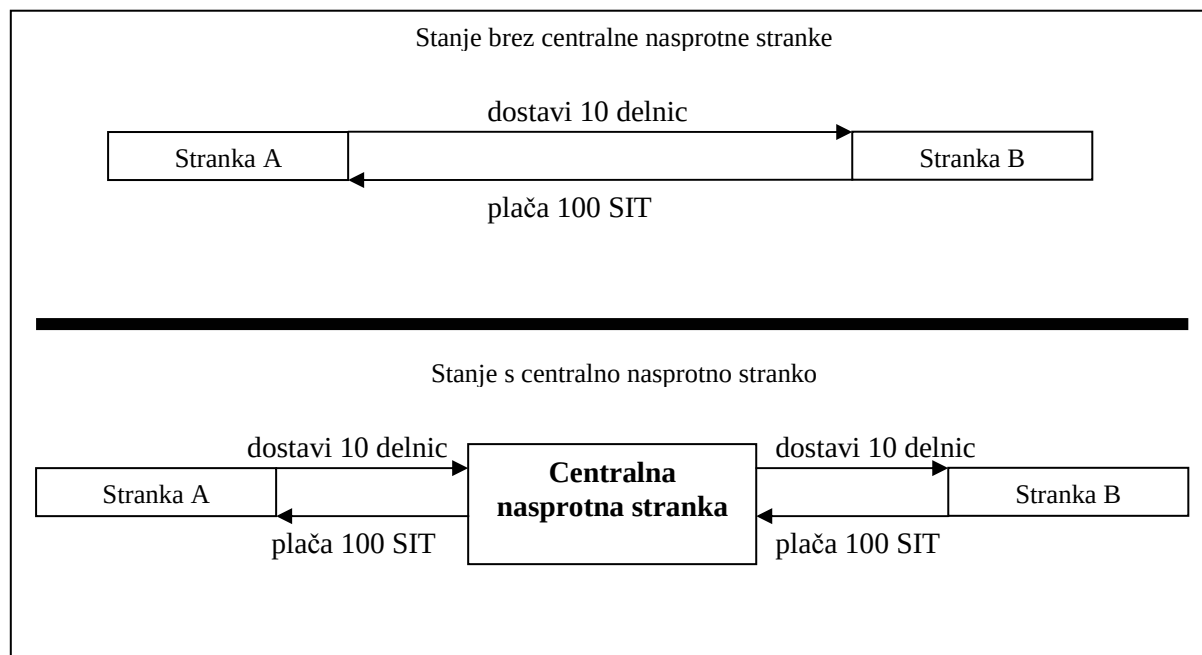
Poleg omenjenega osnovnega procesa kliringa in poravnave pa večina literature v okvir funkcionalnosti kliringa in poravnave uvršča še druge funkcije, ki so neposredno povezane oziroma sestavljajo omenjeni proces, in sicer:

- d) prevzem medsebojnih obveznosti in terjatev strank v poslu s strani tretje stranke;
- e) vodenje centralnega registra vrednostnih papirjev;
- f) skrbništvo vrednostnih papirjev;
- g) posojanje vrednostnih papirjev;
- h) omogočanje transakcij iz naslova zagotavljanja finančnega zavarovanja.

Pomembna funkcija v okviru kliringa in poravnave je zamenjava nasprotne stranke v poslu, ki pomeni **prevzem medsebojnih terjatev in obveznosti med kupcem in prodajalcem s strani tretje stranke** (centralna nasprotna stranka). V tem primeru se torej originalni pogodbeni odnos, kot osnova sklenjenemu poslu med kupcem in prodajalcem, zamenja z odnosom s centralno nasprotno stranko, ki nato skrbi za izvedbo kliringa in poravnave v dveh ločenih odnosih s kupcem in prodajalcem, pri čemer kupec in prodajalec medsebojno nista

več povezana (Lannoo in Levin, 2003, str. 3). Proces prenosa terjatev in obveznosti na centralno nasprotno stranko je prikazan v naslednji sliki.

Slika 2: Vloga centralne nasprotne stranke



Vir: Ripatti, 2004, str. 4

Ripatti (2004, str. 10) vlogo centralne nasprotne stranke vidi v povečevanju učinkovitosti in stabilnosti trga. Centralna nasprotna stranka v prvi vrsti omogoča centralizacijo upravljanja s tveganji pri poravnavi poslov, ki se mora sicer izvajati decentralizirano pri udeležencih. Udeleženci trga pri poravnavi namreč sodelujejo le z eno nasprotno stranko, zato jim ni več treba spremljati tveganosti strank, s katerimi so sklenili posel (to v njihovem imenu izvaja centralna nasprotna stranka). Centralna nasprotna stranka omogoča tudi zmanjševanje izpostavljenosti udeležencev pri poravnavi, saj se izpostavljenost do mnogih nasprotnih strank zreducira na izpostavljenost do centralne nasprotne stranke, ki je kot specializirana institucija za upravljanje s tveganji načeloma manj tvegana. Omenjena prednost omogoča tudi anonimnost za udeležence trgovanja, kar je posebej pomembno za razvoj globalnih trgov, kjer se udeleženci medsebojno ne poznajo tako natančno kot v domačih okvirih⁶. Pomembna racionalizacija se kaže tudi v zmanjševanju obveznosti (potrebne likvidnosti in količine vrednostnih papirjev) pri poravnavi z uporabo pobota obveznosti in terjatev do centralne nasprotne stranke (plača se le razlika med celotno vrednostjo kupljenih in prodanih vrednostnih papirjev v okviru vseh sklenjenih poslov z drugimi strankami, medtem ko se

⁶ Centralna nasprotna stranka pa ne odpravi tveganja nasprotne stranke sama po sebi, temveč to tveganje prenese s posameznih nasprotnih strank v poslu na eno nasprotno stran (centralizacija tveganja). To pomeni, da mora sama ustrezno obvladovati tveganja in si zagotoviti zadostno finančno premoženje kot zavarovanje pred temi tveganji (Hills et al, 1999, str. 127-132). Neustrezno obvladovanje tveganj bi potencialno lahko povzročilo neprimerno večje težave kot v primeru bilateralnih odnosov med člani, saj je centralna nasprotna stranka hkrati v odnosu z vsemi udeleženci (Recommendations for Central Counterparties, 2004, str. 9-12).

dostavi le razlika med prodanimi in kupljenimi vrednostnimi papirji posamezne vrste, prav tako v okviru vseh sklenjenih poslov).

Vrednostni papirji so večinoma že izdani v nematerializirani obliki oziroma so sicer papirni instrumenti postali bodisi imobilizirani bodisi dematerializirani⁷. V vseh treh primerih se evidenca lastnikov vodi na računih vrednostnih papirjev. Nadomestitev vrednostnih papirjev v fizični obliki z elektronskim nosilcem pravic pa z namenom zagotovitve zanesljivosti in pravne varnosti zahteva vzpostavitev centralnega registra nematerializiranih vrednostnih papirjev, v katerem se vpisujejo in shranjujejo vsi podatki o vrednostnem papirju (o izdajatelju in pravicah iz tega vrednostnega papirja) ter njegovem imetniku in morebitnih pravicah tretjih na vrednostnem papirju (Plavšak, 1999, str. 27). Računi vrednostnih papirjev imetnikov v registru se vodijo bodisi na ravni neposrednih udeležencev registra bodisi na ravni končnih imetnikov. **Vodenje centralnega registra vrednostnih papirjev** tako na eni strani pomeni pomembno storitev za zagotovitev pravne varnosti, ki na drugi strani v primerjavi z materializiranimi vrednostnimi papirji preko avtomatizacije hkrati omogoča tudi precej lažji prenos lastništva, skrajšanje potrebnega časa in znižanje stroškov za prenos. Poleg tega so precej olajšane tudi ostale možnosti poslovanja oziroma razpolaganja z vrednostnimi papirji (posojanje, zastava). Centralni register predstavlja izhodiščni nivo podatkov o vrednostnih papirjih, ki je podlaga za vse ostale podnivoje (računi pri posrednikih - skrbnikih), in tako predstavlja evidenco obveznosti izdajatelja⁸.

Glede na to, da mnogi investitorji nimajo neposrednega dostopa do centralnega registra vrednostnih papirjev, se poslužujejo storitev **skrbništva**, ki jih zagotavljajo finančni posredniki. Skrbništvo vrednostnih papirjev navadno vključuje vodenje računov vrednostnih papirjev investitorjev (v nematerializirani obliki), hrambo vrednostnih papirjev (v materializirani obliki), zbiranje izplačil obresti in dividend ter skrb za korporativne akcije v vlogi lastnika delnic določenega podjetja. Skrbništvo lahko vključuje tudi druge storitve, kot so na primer skrb za izpolnjevanje davčnih obveznosti na osnovi lastništva vrednostnega papirja, stranki prilagojeno poročanje o transakcijah in zagotavljanje drugih informacij, upravljanje denarnih sredstev strank, dajanje posojil v obliki denarnih sredstev in vrednostnih papirjev ter konverzije valut (Cross-Border Securities Settlements, 1995, str. 15 in Standards for Securities Clearing and Settlement in the European Union, 2004, str. 86).

⁷ Imobilizacija vrednostnih papirjev pomeni deponiranje vrednostnih papirjev v fizični obliki v centralni depotni družbi, kjer se lastništvo teh vrednostnih papirjev vknjiži na račune imetnikov, s čimer je možna elektronska poravnava vrednostnih papirjev med računi imetnikov (Standards for Securities Clearing and Settlement in the European Union, 2004, str. 87). Dematerializacija vrednostnih papirjev pa pomeni nadomestitev dosedanjega papirnega nosilca pravic (vrednostnega papirja v fizični obliki) z elektronskim nosilcem teh pravic. Pravice imetnika iz vrednostnega papirja tako nastanejo z vpisom nematerializiranega vrednostnega papirja na račun imetnika v centralnem registru in se prenesejo s prenosom vrednostnega papirja na račun drugega imetnika v centralnem registru (Plavšak, 1999, str. 23 in 28).

⁸ Glede na navedeno se torej računi vrednostnih papirjev vodijo na več nivojih, pri čemer izhodiščni nivo predstavlja centralni register, ostale nižje nivoje pa računi pri posrednikih. Omenjena struktura računov je prikazana v Prilogi 1. Vodenje centralnega registra je navadno funkcija centralne depotne družbe, lahko pa to funkcijo opravljajo specializirane institucije. V nadaljevanju bo privzeto, da centralni register vodi centralna depotna družba.

Posojila vrednostnih papirjev, ki jih omogočajo sistemi poravnave vrednostnih papirjev, omogočajo udeležencem finančnih trgov dostavo prodanih vrednostnih papirjev, ki jih nimajo v lasti. Posojilo vrednostnih papirjev predstavlja posel, pri katerem, na osnovi ustreznega zavarovanja (denarna sredstva oziroma drugo finančno premoženje), ena stran drugi posodi določen vrednostni papir in ji s tem omogoči prodajo in dostavo vrednostnega papirja, ki ga sicer nima v lasti, pri čemer sistem poravnave navadno deluje kot posrednik med obema stranema (Cross-Border Securities Settlements, 1995, str. 42).

Sistemi poravnave vrednostnih papirjev v povezavi s centralnim registrom omogočajo tudi izvajanje transakcij **zavarovanja** denarnih posojil na medbančnih denarnih trgih z uporabo vrednostnih papirjev kot finančnega zavarovanja. Pri tem gre bodisi za preknjižbo vrednostnih papirjev med posojilojemalcem in posojilodajalcem (začasni odkup), bodisi za vzpostavitev zastavne pravice na vrednostnih papirjih posojilojemalca v dobro posojilodajalca. Ta funkcija sistemov poravnave vrednostnih papirjev je predvsem pomembna pri izvajanju monetarne politike in zagotavljanju likvidnosti v plačilnih sistemih s strani centralnih bank (Standards for the Use of EU Securities Settlement Systems in ESCB Credit Operations, 1998, str. 1).

2.3. Institucionalni vidiki kliringa in poravnave

Kot ugotavljata Guadamillas in Keppler (2001, str. 3), je v zagotavljanje funkcij iz naslova kliringa in poravnave (znotraj države in mednarodno) vključen širok spekter institucij oziroma sistemov, medtem ko je za varno in zanesljivo delovanje teh institucij oziroma sistemov izredno pomembna tudi vloga regulatorjev, kot so centralne banke in regulatorji trgov vrednostnih papirjev.

V nadaljevanju so najprej prikazane institucije (in povezave med njimi), ki bodisi v okviru države bodisi na mednarodnem nivoju izvajajo funkcije iz naslova kliringa in poravnave, nato pa še institucije, ki predstavljajo njihove regulatorje.

2.3.1. Institucije kliringa in poravnave v državi

Kliring in poravnavo v okviru držav v prvi vrsti izvajajo klirinške hiše in centralne depotne družbe kot centralizirani sistemi, lahko pa se omenjene funkcije izvajajo tudi v okviru posameznih članov klirinških hiš in centralnih depotnih družb (skrbniki) kot posrednikov za investitorje, ki omenjene funkcije izvajajo v primeru, da sta kupec in prodajalec stranki iste institucije⁹. Pogosto funkciji kliringa in poravnave na nivoju centraliziranega sistema nista ločeni in ju izvaja ista institucija (centralna depotna družba) oziroma funkcijo klirinške hiše pokriva kar borza.

⁹ Glede na to, da manjši investitorji nimajo neposrednega dostopa do klirinških hiš in centralnih depotnih družb, za te investitorje kliring in poravnavo omogočajo člani klirinških hiš in centralnih depotnih družb, ki delujejo kot posredniki, in sicer bodisi interno v svojih knjigah, bodisi preko klirinških hiš in centralnih depotnih družb. Prav tako določeni posredniki, ki svoje storitve nudijo majhnim investitorjem, uporabljajo storitve drugih posrednikov pri kliringu in poravnavi, s čimer nastane večnivojska struktura. V primeru, ko se centralni register vrednostnih papirjev vodi na ravni končnih imetnikov, se morajo seveda poravnave izvajati v centralnem registru.

Klirinška hiša je institucija oziroma mehanizem v okviru druge institucije (na primer borze ali pa centralne depotne družbe), preko katere se izvajajo postopki potrditve pogojev posla, izračuna terjatev in obveznosti ter morebitnega pobota med strankami, ki trgujejo z vrednostnimi papirji (Standards for Securities Clearing and Settlement in the European Union, 2004, str. 85). V kolikor klirinška hiša vstopa v razmerje med prodajalcem in kupcem, izvaja funkcijo **centralne nasprotne stranke**, s čimer postane kupec za vsakega prodajalca in prodajalec vsakemu kupcu (Hills et al, 1999, str. 122)¹⁰. V nadaljevanju je za centralno nasprotno stranko uporabljena kratica CNS.

Centralna depotna družba je institucija, ki zagotavlja hrambo vrednostnih papirjev v fizični obliki¹¹ ter izdajanje in vodenje računov vrednostnih papirjev v nematerializirani obliki (centralni register vrednostnih papirjev). Na osnovi vodenja centralnega registra vrednostnih papirjev centralna depotna družba izvaja poravnave vrednostnih papirjev v obliki preknjižb lastništva med računi vrednostnih papirjev. Pogosto centralna depotna družba nastopa v vlogi klirinške hiše in izvaja kliring med člani, omogoča pa tudi posojanje vrednostnih papirjev med člani (v vlogi agenta, ki tehnično zagotovi izvedbo posojila med posojilodajalcem in posojilojemalcem). Poleg tega centralne depotne družbe zagotavljajo tudi povezavo s plačilnimi sistemi za potrebe zavarovanja obveznosti v medbančnih plačilnih sistemih in kreditnih operacijah centralne banke (ECSDA, 2004, str. 11).

Vlogo centralne depotne družbe pogosto opravljajo specializirane banke, pri čemer taka institucija vodi tudi denarne račune udeležencev, kar pomeni, da lahko izvaja tudi denarno poravnavo in nastopa kot posojilodajalec za posojila v obliki denarnih sredstev in vrednostnih papirjev. V nadaljevanju je za centralno depotno družbo uporabljena kratica CDD.

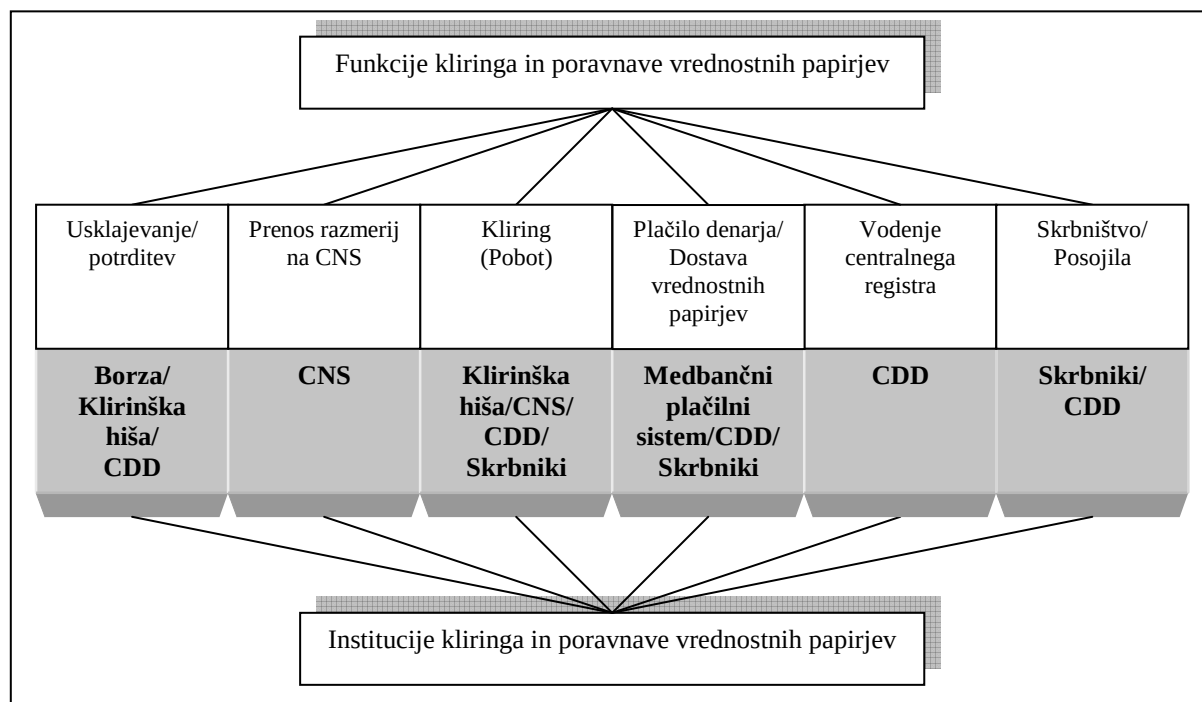
Kot izhaja že iz njihovega imena, **skrbniki** (banke) zagotavljajo skrbniške funkcije. V primeru zadostne koncentracije strank pri skrbniku pa lahko le-ta izvaja tudi kliring in poravnavo vrednostnih papirjev med svojimi strankami v lastnih knjigah, torej brez posredovanja transakcij svojih strank v kliring in poravnavo v klirinško hišo oziroma CDD (Cross-Border Securities Settlements, 1995, str. 15). Tovrstna aktivnost skrbnikov dejansko pomeni, da prevzema vlogo sistema kliringa in poravnave.

V naslednji sliki so prikazane povezave med osnovnimi funkcijami in institucijami kliringa in poravnave vrednostnih papirjev.

¹⁰ Centralne nasprotne stranke so se najprej uporabljale pri kliringu in poravnavi izvedenih finančnih instrumentov, v zadnjem času pa se vedno bolj uporabljajo tudi pri kliringu in poravnavi na trgih vrednostnih papirjev, tudi za transakcije izven organiziranih trgov (Recommendations for Central Counterparties, 2004, str. 1).

¹¹ V tem primeru centralna depotna družba vrednostne papirje imobilizira, kar pomeni, da jih shrani v trezorju in vknjiži na račune imetnikov (Guadamillas in Keppler, 2001, str. 10).

Slika 3: Povezave med osnovnimi funkcijami in institucijami kliringa in poravnave vrednostnih papirjev



Vir: Prirejeno po Linton et al, 2004, str. 7

2.3.2. Institucije kliringa in poravnave med državami

Kliring in poravnava transakcij med državami vključujeta transakcije, za katere se omenjeni funkciji izvajata izven države, kjer je sedež ene ali pa obeh strank v poslu. To pomeni, da gre za kliring in poravnavo med državami tudi v primeru, ko prihajata obe stranki iz ene države, pri čemer pa se kliring in poravnava izvajata v drugi državi (Cross-Border Securities Settlements, 1995, str. 8).

V najpreprostejši obliki kliring in poravnava med državami vključujeta transakcije med stranko iz države, v kateri je vrednostni papir izdan, in tujo stranko. V tem primeru se kliring in poravnava izvedeta v državi, v kateri je vrednostni papir izdan. Vendar pa glede na dejstvo, da se pogosto trguje z vrednostnimi papirji tudi izven držav, v katerih so bili izdani, to pomeni, da stranke pogosto prihajajo iz dveh različnih držav, medtem ko se kliring in poravnava izvedeta v tretji državi.

Kompleksnost kliringa in poravnave čezmejnih poslov je v primeru razdrobljene infrastrukture za kliring in poravnavo v primerjavi s posli v okviru države mnogo večja, saj je zahtevana udeležba mnogih posrednikov, kar povečuje zapletenost postopkov, tveganja in stroške transakcij. Prav tako se poveča obseg izmenjanih informacij in različnih nalogov za izvršitev posla med vpletenimi posredniki, kar ob nezadostni standardizaciji komunikacije že samo po sebi povzroča velike stroške in tveganja. V nadaljevanju so zato prikazane institucije in povezave med njimi, ki omogočajo kliring in poravnavo vrednostnih papirjev med

državami, kar omogoča zelo osnoven, a hkrati tudi nazoren vpogled v kompleksnost izvajanja kliringa in poravnave na mednarodni ravni v primeru razdrobljene infrastrukture¹².

V najbolj osnovni obliki **povezave med CNS**¹³, ena CNS (ali pa obe vzajemno) postane udeleženka kliringa v drugi CNS. To pomeni, da sodeluje v kliringu, ki ga izvaja druga CNS, kot navadna udeleženka, medtem ko njeni udeleženci normalno poslujejo samo z njo (Recommendations for Central Counterparties, 2004, str. 41-43). Za posle, sklenjene na drugem trgu, imajo torej udeleženci terjatev oziroma obveznost do svoje CNS, ki nastopa kot udeleženka kliringa v drugi CNS¹⁴. Povezave med CNS tako omogočajo udeležencem ene CNS trgovanje na drugem trgu, pri čemer pa kliring za te posle izvajajo preko svoje CNS.

Mednarodne CDD so bile sprva vzpostavljene za zagotavljanje skrbniških storitev in storitev kliringa in poravnave evroobveznic, kasneje pa se je njihova vloga nadalje razvila. Sedaj se večina čezmejnih poravn av obveznic izvaja preko teh družb, pri čemer pa svojo vlogo širijo tudi na poravnavo delnic. Mednarodne CDD vodijo denarne račune in račune vrednostnih papirjev svojih članov, preko katerih se izvajajo poravnave, hkrati pa zagotavljajo tudi omejene bančne storitve, ki olajšujejo poravnavo (posojila denarnih sredstev in vrednostnih papirjev, menjava valut). Pri tem je potrebno poudariti, da ne opravljajo vloge centralnega registra, temveč izvajajo poravnave preko vzpostavljenih povezav do tovrstnih registrov. Mednarodne CDD so tako vzpostavile povezave do lokalnih (nacionalnih) CDD, preko katerih lahko svojim članom zagotavljajo naložbe (vključno s kliringom in poravnavo) na tujih trgih, in sicer preko uporabe enotne ureditve oziroma odnosa z mednarodno CDD tako v tehničnem kot pravnem smislu (Cross-Border Securities Settlements, 1995, str. 16).

Povezava med dvema (mednarodnima) CDD omogoča poravnavo med člani obeh povezanih družb. Prvotno so te poravnave zahtevale fizični prenos vrednostnih papirjev med trezorji obeh družb, z dematerializacijo oziroma imobilizacijo vrednostnih papirjev pa je postala mogoča elektronska poravnava med dvema družbama. Za namen povezave namreč obe družbi druga drugi odpreta računa vrednostnih papirjev (lahko tudi račun za denarna sredstva), na katerih se knjižijo opravljeni nakupi in prodaje vrednostnih papirjev med njunimi člani, pri čemer v okviru tovrstne povezave CDD dejansko opravljata skrbniške storitve za svoje člane¹⁵. Povezave med CDD torej zagotavljajo članom ene CDD dostop do

¹² V praksi se namreč uporabljajo razne kombinacije naštetih možnosti oziroma institucij, ki omogočajo kliring in poravnavo med državami.

¹³ Povezave med CNS imajo različne oblike, v odvisnosti od stopnje integracije informacijskih sistemov CNS oziroma pravnih ureditev poslovanja in obvladovanja tveganj med njimi.

¹⁴ Primer: udeleženec CNS A kupi vrednostne papirje na trgu, za katerega kliring izvaja CNS B. V tem primeru ima obveznost za plačilo in terjatev za dostavo vrednostnih papirjev do CNS A. CNS A ima obveznost za plačilo in terjatev za dostavo vrednostnih papirjev do CNS B.

¹⁵ Poenostavljeno, transakcija prodaje vrednostnega papirja, ki je izdan v CDD A, s strani udeleženca te družbe udeležencu CDD B preko povezave poteka na naslednji način (predpostavka je, da CDD vodita tudi račune za denarno poravnavo in da imata stranki zadostna denarna sredstva oziroma zadostno količino vrednostnih papirjev za izvedbo poravnave):

- CDD A na osnovi naloga svojega udeleženca za prodajo vrednostnih papirjev pogojno obremeni račun vrednostnih papirjev tega udeleženca in pogojno odobri njegov denarni račun (razlog za pogojne knjižbe

vrednostnih papirjev v povezani CDD. Potrebno je poudariti, da je vzpostavljanje in uporaba tovrstnih povezav predvsem aktualna v primeru dveh mednarodnih CDD ali pa pri povezavi mednarodne in lokalne CDD. Povezovanje med dvema lokalnima CDD je precej omejeno zaradi različnih razlogov, predvsem pa zaradi dejstva, da taka povezava zahteva velike naložbe, pri čemer se mora za povezavo z več trgi vzpostaviti več tovrstnih bilateralnih povezav (Cross-Border Securities Settlements, 1995, str. 15 in 58)¹⁶.

Globalni skrbniki svojim strankam ponujajo enotno storitev skrbništva ne glede na trg investiranja, pri čemer je njihova funkcija, da skrbijo za ustrezno poenotenje postopkov informiranja in komuniciranja, računovodskih postopkov in pravne ureditve poslovanja na posameznih trgih v odnosu do svojih strank (Cross-Border Securities Settlements, 1995, str. 15). Glede na to, da za investitorje vzpostavitev povezav do lokalnih skrbnikov oziroma CDD na različnih trgih zahteva precejšnje naložbe v informacijsko podporo in komunikacijske povezave ter preučitev in zagotovitev pravnih osnov sodelovanja z lokalnimi skrbniki ter CDD, lahko globalni skrbniki preko večjega števila transakcij in strank lažje učinkovito porazdelijo tovrstne fiksne stroške. Zato je za globalne investitorje primernejše, da storitve skrbništva najemajo pri globalnih skrbnikih in ne neposredno pri lokalnih skrbnikih.

Gledano poenostavljeno, ima investitor v splošnem na voljo pet različnih poti, preko katerih lahko izvede kliring in poravnavo čezmejnega posla, in sicer (Cross-Border Securities Settlements, 1995, str. 11-17)¹⁷:

- preko neposredne udeležbe v CDD, v kateri je vrednostni papir izdan (ta oblika je precej zahtevna z vidika tujih investorjev, saj zahteva ustrezno poznavanje pravnih predpisov, izpolnjevanje pogojev za članstvo z vidika pravnih in tehničnih zahtev ter

transakcij je v dejstvu, da je dokončna izvedba transakcije odvisna od izpolnitve obveznosti s strani nasprotne stranke - šele ko ta izpolni svojo obveznost, so lahko knjižbe dokončne);

- prodani vrednostni papirji so pogojno knjiženi na račun vrednostnih papirjev CDD B pri CDD A, hkrati pa je pogojno obremenjen denarni račun CDD B pri CDD A;
- na osnovi informacije, pridobljene od CDD A, CDD B dokončno obremeni denarni račun kupca in dokončno odobri njegov račun vrednostnih papirjev, hkrati pa tudi dokončno obremeni račun vrednostnih papirjev CDD A pri sebi in dokončno odobri njen denarni račun;
- na osnovi pridobljene informacije o uspešni poravnavi CDD A dokončno obremeni račun vrednostnih papirjev udeleženca in dokončno odobri njegov denarni račun ter dokončno odobri račun vrednostnih papirjev CDD B ter obremeni njen denarni račun.

¹⁶ Kauko (2005) se v svojem teoretičnem modelu ukvarja z vprašanjem smiselnosti in pomena povezav med CDD. Kot namreč ugotavlja na podlagi razpoložljivih podatkov, se povezave med CDD dokaj redko uporabljajo, zato se v svoji analizi ukvarja z vprašanjem, zakaj so te nedelujoče povezave sploh bile vzpostavljene glede na njihove rezultate. Kot ugotavlja ob določenih predpostavkah, vzpostavitev povezave med dvema CDD iz različnih držav omogoči, da se CDD znebi slovesa monopolne institucije na lokalnem trgu in se s tem izogne pritisku pri oblikovanju cen svojih storitev. Podrobneje so njegovi zaključki predstavljeni v Prilogi 2.

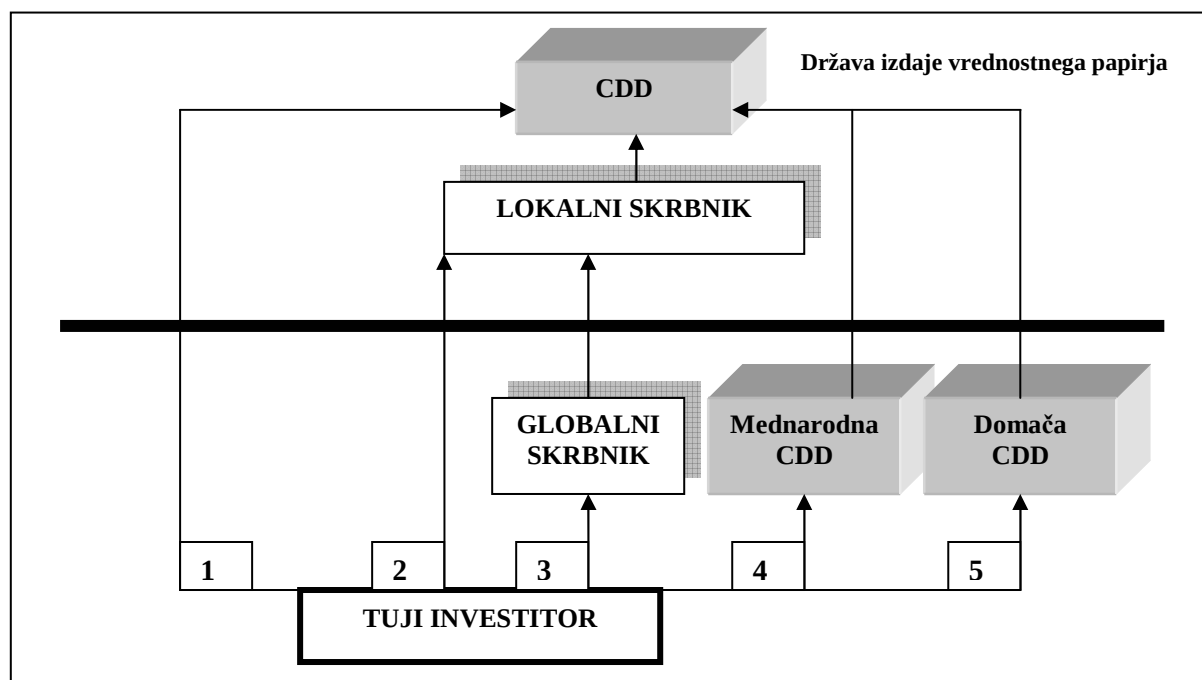
¹⁷ Izbira ustrezne poti je posebej pomembna pri zelo aktivnih udeležencih finančnih trgov, kot so na primer borzni posredniki. Pri njih je izredno pomembna kvaliteta in cena storitev, ki jo zagotavlja posamezna pot, posebej z vidika transakcij nakupa in prodaje istega vrednostnega papirja na isti dan (*»back-to-back«* transakcije). Tovrstne transakcije izhajajo iz same vloge borznih posrednikov na trgih vrednostnih papirjev, kjer nastopajo kot vzdrževalci trga in zato kupujejo in prodajajo iste vrednostne papirje na isti dan. S tega vidika je zanje pomembno, da uporabljene poti omogočajo pravočasno in zanesljivo poravnavo omenjenih transakcij (Cross-Border Securities Settlements, 1995, str. 13).

povezavo do plačilnega sistema za poravnavo denarnih obveznosti; ta možnost torej z vidika hkratne prisotnosti v več državah ni praktična in ekonomsko učinkovita);

- preko lokalnega skrbnika, ki je član CDD, v kateri je vrednostni papir izdan (zelo praktična rešitev, ker lokalni skrbnik svojim strankam zagotavlja tudi skrbniške in bančne storitve, hkrati pa je ustrezno pokrito tudi vprašanje poznavanja predpisov; pomembna omejitev te možnosti je, da z vidika hkratne prisotnosti v več državah ni praktična in ekonomsko učinkovita);
- preko globalnega skrbnika, ki je povezan z lokalnim skrbnikom za državo, kjer je vrednostni papir izdan (ta oblika zagotavlja mednarodno zelo aktivnim investitorjem, kot so institucionalni investitorji, ustrezno koncentracijo svojega poslovanja pri enem ponudniku skrbniških storitev, kar omogoča nižje stroške);
- preko mednarodne CDD, ki ima vzpostavljeno povezavo s CDD, v kateri je vrednostni papir izdan, oziroma z lokalnim skrbnikom (ta oblika ponuja podobne prednosti kot uporaba globalnih skrbnikov);
- preko domače CDD, ki ima vzpostavljeno povezavo s CDD, v kateri je vrednostni papir izdan (prednost te poti je, da zmanjšuje število posrednikov pri izvedbi posla, na drugi strani pa je ta pot za investitorja manj učinkovita, ker navadno ne zagotavlja enakega nivoja skrbniških in bančnih storitev kot v primeru globalnega skrbnika oziroma mednarodne CDD).

Naslednja slika prikazuje možnosti, ki so investitorju na voljo za izvedbo posla nakupa oziroma prodaje vrednostnih papirjev v drugi državi.

Slika 4: Možne poti za tujega investitorja pri izvedbi posla v drugi državi



Vir: Cross-Border Securities Settlements, 1995, str. 13

2.3.3. Regulatorji sistemov kliringa in poravnave

Sprva so bili sistemi kliringa in poravnave predvsem v domeni privatnega sektorja, ki je z namenom podpore trgovanju z vrednostnimi papirji vzpostavil tovrstne sisteme, pri čemer je bilo njihovo delovanje pretežno podrejeno učinkovitosti in cenovni ugodnosti. S povečevanjem števila in vrednosti transakcij preko teh sistemov, z dematerializacijo vrednostnih papirjev pa tudi s pojavljanjem težav v njihovem okviru so se s temi sistemi začele aktivneje ukvarjati tudi centralne banke in regulatorji trga vrednostnih papirjev. Omenjene institucije so v svoji splošni skrbi za finančno stabilnost in varnost investorjev precej bolj poudarile varnost teh sistemov, pri čemer pa je glede na njihove splošne cilje še vedno pomembna tudi učinkovitost. Kot ugotavljata Guadamillas in Keppler (2001, str. 2), je prvotno vlogo privatnega sektorja pri vzpostavitvi in upravljanju teh sistemov sedaj nadomestila kombinacija vlog privatnega in javnega sektorja, katere rezultat je poudarjanje tako varnosti kot učinkovitosti sistemov kliringa in poravnave.

Regulatorji trga vrednostnih papirjev so v skladu z zakonom zadolženi za nadzor nad trgom vrednostnih papirjev in nadzor nad institucijami trga vrednostnih papirjev, kar med drugim vključuje tudi klirinške hiše in CDD. Regulatorji trga vrednostnih papirjev tako izvajajo nadzor nad CDD kot delom infrastrukture za poravnavo vrednostnih papirjev in v zvezi z vodenjem centralnega registra vrednostnih papirjev, ter v tem okviru lahko tudi potrjujejo pravila delovanja te družbe. Vloga regulatorjev je formalnopravno zelo natančno določena in usmerjena v zaščito investorjev.

Centralne banke so v svoji skrbi za splošno finančno stabilnost in preprečevanje sistemskega tveganja zainteresirane tudi za delovanje sistemov kliringa in poravnave. Kot namreč ugotavlja delovna skupina v okviru Odbora za plačilne in poravnalne sisteme pri Banki za mednarodne poravnave, so za sisteme kliringa in poravnave značilne potencialne negativne eksternalije, ki povzročajo sistemsko tveganje (t.j. tveganje, da bodo finančne oziroma operativne težave določenega udeleženca sistema oziroma kar samega sistema povzročile finančne težave pri drugih udeležencih¹⁸). Sistemsko tveganje v sistemih kliringa in poravnave se lahko označi kot negativno eksternalijo, ker udeleženci oziroma upravitelji teh sistemov pri svojem poslovanju ne upoštevajo celotnih stroškov, povezanih z njihovim poslovanjem. To pomeni, da pri svojih odločitvah ne upoštevajo v zadostni meri posledic in stroškov škodljivih dejanj oziroma tveganj (tehnični izpadi, neporavnavna obveznosti), ki jih povzročajo ostalim udeležencem sistema (Central Bank Oversight of Payment and Settlement Systems, 2005, str. 9).

Centralne banke pa varnost sistemov kliringa in poravnave zanima tudi z vidika uporabe teh sistemov za zavarovanje njihovih kreditnih operacij¹⁹. Za zavarovanje posojil centralnih bank se namreč uporabljajo vrednostni papirji, ki so sicer predmet poravnave v sistemih kliringa in poravnave. V tej vlogi se torej skušajo centralne banke zavarovati pred tveganji pri izvajanju monetarnih operacij, ki bi izvirala iz neustrezne organiziranosti oziroma delovanja sistemov kliringa in poravnave (Standards for the Use of EU Securities Settlement Systems in ESCB Credit Operations, 1998, str. 1)²⁰.

Vloga regulatorjev trga vrednostnih papirjev je tako komplementarna vlogi centralnih bank. V skladu z navedenim so regulatorji trga vrednostnih papirjev in centralne banke uvideli potrebo po definiranju in zagotavljanju določenih standardov varnosti in učinkovitosti delovanja sistemov kliringa in poravnave. Tako so leta 2001 v okviru Banke za mednarodne poravnave nastala priporočila za sisteme poravnave vrednostnih papirjev (*»Recommendations for Securities Settlement Systems«*), ki sta jih Evropski sistem centralnih bank in Združenje evropskih regulatorjev trgov vrednostnih papirjev vzela kot osnovo za pripravo standardov za kliring in poravnavo vrednostnih papirjev v EU²¹.

¹⁸ Podrobneje so posamezne vrste tveganj pri kliringu in poravnavi ter njihovo obvladovanje predstavljene v Prilogi 3.

¹⁹ Pri tem gre za kreditne operacije centralne banke v okviru zagotavljanja likvidnosti v plačilnih sistemih (likvidnost oziroma posojila čez dan) in vodenja monetarne politike preko posojil kreditnim institucijam.

²⁰ Evropski sistem centralnih bank v vlogi uporabnika sistemov kliringa in poravnave vrednostnih papirjev je tako sprejel standarde, ki jih morajo izpolnjevati ti sistemi oziroma povezave med njimi, da se štejejo kot primerni za uporabo s strani centralnih bank v monetarnih operacijah, in sicer tako v okviru države kot pri čezmejni uporabi vrednostnih papirjev kot finančnega zavarovanja (Standards for the Use of EU Securities Settlement Systems in ESCB Credit Operations, 1998, str. 9).

²¹ V standardih so združeni cilji obeh vrst institucij. Cilji standardov so tako zagotoviti zaupanje v delovanje teh sistemov, zaščito investitorjev, omejitev oziroma obvladovanje sistemskega tveganja, spodbujanje integracije in povečevanje učinkovitosti sistemov. Hkrati standardi predstavljajo osnovo za regulatorje in nadzornike sistemov kliringa in poravnave ter omogočajo poenotenje zahtev in postopkov nadzora nad temi sistemi v posameznih državah, kar zagotavlja tudi enakost pogojev za delovanje teh sistemov v EU (Standards for Securities Clearing and Settlement in the European Union, 2004, str. 3-4).

Regulatorji trga vrednostnih papirjev in centralne banke morajo v svoji skupni skrbi za delovanje sistemov kliringa in poravnave vrednostnih papirjev tudi ustrezno sodelovati. V okviru tega sodelovanja sta posebej pomembni izmenjava informacij ter koordinacija aktivnosti in odgovornosti, ker obe vrsti institucij delujeta na različnih osnovah in z različnimi poudarki, a z mnogimi skupnimi točkami (Recommendations for Securities Settlement Systems, 2001, str. 23).

2.4. Ekonomske značilnosti infrastrukture za kliring in poravnavo

Večina literature izpostavlja naslednji ekonomski značilnosti sistemov oziroma infrastrukture za kliring in poravnavo (povzeto po Central Bank Oversight of Payment and Settlement Systems, 2005, str. 9-10 in Serifsoy in Weiss, 2003, str. 8-9):

- a) **Ekonomije obsega in razpona pri ponudnikih storitev.** Ponudniki storitev kliringa in poravnave imajo visoke fiksne stroške (precejšnja sredstva naložena v infrastrukturo), ki so neodvisni od števila transakcij, ter nizke variabilne stroške. Na tej osnovi so seveda prisotne ekonomije obsega, kar pomeni, da se s povečevanjem števila transakcij povprečni stroški transakcije zmanjšujejo. Hkrati pa so prisotne tudi ekonomije razpona, saj so stroški uvedbe kliringa in poravnave nove vrste instrumentov oziroma uvedbe določene nove vrste storitev na obstoječi opremi minimalni²².

Serifsoy in Weiss še dodajata, da so s povečevanjem raznovrstnosti in nabora instrumentov, ki so predmet kliringa in poravnave v določenem sistemu, tudi pri uporabnikih prisotni veliki prihranki, saj lahko isto opremo oziroma povezavo z določenim sistemom uporabijo za različne vrste instrumentov in jim tako ni potrebno imeti posebnih povezav za določene vrste instrumentov z ostalimi ponudniki kliringa in poravnave. Prav tako prihranki nastanejo pri potrebni likvidnosti za poravnavo, saj se lahko pozicije v različnih vrstah instrumentov združijo v enotno pozicijo v okviru enega sistema (v okviru le-te se pobotajo terjatve in obveznosti iz naslova različnih instrumentov).

- b) **Mrežni učinki oziroma pozitivne mrežne eksternalije pri uporabnikih storitev.** Glede na to, da je infrastruktura za kliring in poravnavo omrežje (storitve se zagotavljajo v

²² Obstoj ekonomij obsega je za primer CDD empirično potrjen v analizi izbranih CDD, ki so jo pripravili Schmiedel in soavtorji (2002). Glavni rezultat analize je, da obstajajo pomembne ekonomije obsega pri opravljanju poravnalnih in depotnih storitev. Na podlagi rezultatov njihove analize Schmiedel in soavtorji poudarjajo prednosti povezovanja predvsem manjših in srednje velikih institucij, pri katerih so potencialno največji pozitivni učinki ekonomij obsega (podvojitev obsega aktivnosti v povprečju poveča stroške samo za 2/3), medtem ko je omenjeni učinek pri večjih institucijah manj izrazit (Schmiedel et al, 2002, str. 29). Podrobneje je analiza predstavljena v Prilogi 4. Rezultate analize sta z uporabo nekoliko drugačnega pristopa (druge uporabljene spremenljivke in dopolnjen model) potrdila tudi Van Cayseele in Wuyts, ki sta prav tako ugotovila obstoj ekonomij obsega na primeru CDD. Dodatne ugotovitve v njuni analizi pa se nanašajo na obstoj ekonomij razpona pri teh storitvah, za katere sta prav tako dokazala, da obstajajo (Van Cayseele in Wuyts, 2005, str. 31). Omenjene rezultate se lahko intuitivno razširi tudi na klirinške hiše oziroma CNS, pri katerih so prav tako prisotni visoki fiksni stroški vzpostavitve tehnične podpore in sistema obvladovanja tveganj, zato se upravičeno pričakuje prisotnost ekonomij obsega in razpona tudi pri teh storitvah.

okviru povezave več komponent oziroma ponudnikov storitev v okviru omrežja, ki so med seboj komplementarni), v njih prihaja do pozitivnih mrežnih učinkov, ki se pojavijo pri obstoječih članih sistema, ko se omrežju priključi nov član²³.

Ko se torej določenemu sistemu kliringa in poravnave pridruži nov član, se povečajo možnosti za izvajanje transakcij v tem sistemu za vse člane, saj posamezen član preko sistema doseže več drugih članov, s katerimi lahko izvaja transakcije. Posledično se zmanjšuje potreba po hkratnem dostopu do več sistemov, kar seveda omogoča prihranke pri zahtevani opremi in povezavah do sistemov in potrebni likvidnosti za poravnavo.

Iz omenjenih lastnosti izhaja, da je z ekonomskega vidika najbolj racionalno, da se kliring in poravnava izvajata v zelo skoncentrirani infrastrukturi (naravni monopol postane optimalna struktura), kar pa na drugi strani povzroča probleme z zlorabo monopolnega položaja (manj storitev po višji ceni, pomanjkanje inovacij in razvoja storitev, zloraba položaja pri zagotavljanju povezanih storitev) ter z možnim povečanjem sistemskega tveganja zaradi koncentracije in odvisnosti finančnega trga od enega ponudnika storitev²⁴.

Omenjene značilnosti zahtevajo določeno mero regulacije, pri čemer pa morajo biti ukrepi premišljeni in njihovi stroški ne smejo presegati koristi. Pri tem je potrebno poudariti, da je ravno vidik regulacije sistemov kliringa in poravnave (klirinških hiš oziroma CNS ter CDD) z vidika njihovega monopolnega položaja trenutno v EU izredno izpostavljen, kar bo prikazano v nadaljevanju.

²³ Mrežni učinki izhajajo iz komplementarnosti med komponentami omrežja (na primer določen naročnik lahko doseže več drugih naročnikov v večjem telefonskem omrežju, kar povečuje korist tega omrežja za naročnika). Economides navaja tudi primer trgovanja z vrednostnimi papirji, ko se na borzi srečujeta kupec in prodajalec. Borza omogoča povezavo dveh komplementarnih dobrin (t.j. pripravljenosti za nakup in pripravljenosti za prodajo po določeni ceni) in omogoči nastanek sestavljene dobrine, t.j. transakcije med kupcem in prodajalcem. S povečevanjem števila kupcev in prodajalcev na trgu se povečuje tudi njihova koristnost, saj se povečuje možnost za odkritje nasprotne ponudbe (likvidnost trga), s čimer pa se zagotavlja tudi bolj stabilna tržna cena. Kupcem (prodajalcem) na bolj likvidnem trgu je omogočen nakup (prodaja) vrednostnih papirjev glede na njihove potrebe z manjšim tveganjem, da bo njihovo povpraševanje (ponudba) povzročila (zanje neugodne) spremembe cen (Economides, 1996, str. 7-9).

²⁴ Učinek na tveganje seveda ni enoznačen, saj so prisotne tudi koristi. Te so na primer lažji nadzor centralizirane institucije, višja sredstva, ki so na voljo za obvladovanje tveganj, ter racionalizacija, ki izhaja iz centralizacije obvladovanja tveganj.

3. Trenutno stanje infrastrukture za kliring in poravnavo v EU in primerjava z ZDA²⁵

3.1. Trenutno stanje infrastrukture za kliring in poravnavo v EU

3.1.1. Evolucija infrastrukture za kliring in poravnavo v EU

V skladu z ugotovitvami Giovanninijeve skupine²⁶ so v preteklosti v Evropi prevladovali nacionalno omejeni trgi vrednostnih papirjev, ki so za svoje potrebe vzpostavili tudi pripadajoče sisteme kliringa in poravnave. Na ta način so nastale nacionalne infrastrukture, ki so znotraj ene države bolj ali manj učinkovito povezale sisteme trgovanja (organizirani in neorganizirani trgi), kliringa in poravnave, s specifičnimi nacionalnimi tržnimi praksami, pravno podlago, davčnimi postopki in tehnološko podporo. To dejansko pomeni, da so omenjene komponente finančnih trgov replicirane v vseh državah EU. Omenjene nacionalne institucije so pogosto imele in še imajo zagotovljen monopolni položaj pri izvajanju svojih storitev v okviru posameznih držav, ki je v mnogih primerih utemeljen v sami zakonodaji (Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union, 2001, str. 20)²⁷.

Razdrobljenost trgov ter sistemov kliringa in poravnave je še dodatno poudarjalo dejstvo, da je imela vsaka država svojo valuto, hkrati pa so obstajale omejitve pretoka kapitala, kar je odvrčalo čezmejno trgovanje in s tem ni bilo velike potrebe po kliringu in poravnavi čezmejnih transakcij.

Evolucija sistemov za kliring in poravnavo v EU pa se razlikuje tudi po posameznih segmentih trga, kar je povezano s samimi značilnostmi vrednostnih papirjev oziroma njihovo homogenostjo/heterogenostjo z vidika ureditve v posameznih državah. Tako sta na področju vrednostnih papirjev s fiksnim donosom z razširitvijo evroobveznic že v 60. letih prejšnjega stoletja nastali dve mednarodni CDD, organizirani kot banki, in sicer Euroclear Bank in Cedel Bank (sedaj Clearstream Banking Luxembourg). Obe družbi sta bili ustanovljeni z namenom izvajanja kliringa in poravnave transakcij na mednarodnem trgu evroobveznic. Kasneje sta družbi svojo vlogo razširili na mednarodno trgovane vrednostne papirje na splošno, vendar še vedno predvsem na obveznice. Hkrati sta razvili množico povezav z lokalnimi CDD (na osnovi prevzemov ali pa brez lastniške osnove) oziroma z lokalnimi skrbniki, s čimer sta

²⁵ V tem poglavju je prikazan tudi razvoj organiziranih trgov vrednostnih papirjev oziroma borz, ker le-ta neposredno vpliva na samo infrastrukturo za kliring in poravnavo, hkrati pa tudi ta infrastruktura povratno vpliva na povezovanje borz. Povezovanje borz tako sproži tudi povezovanje infrastrukture za kliring in poravnavo, hkrati pa je povezovanje borz omejeno z razdrobljenostjo te infrastrukture.

²⁶ Giovanninijeva skupina je bila ustanovljena leta 1996 kot svetovalno telo Evropski komisiji na področju finančnih trgov v EU, pri čemer se ukvarja z analizo pomanjkljivosti in ukrepi za izboljšanje položaja in integracijo trgov. V skupini sodelujejo predstavniki udeležencev finančnih trgov (privatne institucije), Evropska komisija in Evropska centralna banka, predseduje pa ji Alberto Giovannini.

²⁷ V posameznih državah namreč velja, da se za posle, sklenjene v okviru organiziranih trgov (predvsem to velja za delnice), kliring in poravnava izvajata v okviru točno določenih sistemov. Omenjene ureditve sicer niso nujno posledica zakonodaje, temveč so opredeljene v dogovorjenih pravilih trgovanja, kliringa in poravnave v okviru organiziranih trgov. V določenih primerih je ta povezava pogojena s samim lastništvom (na primer borza je lastnica sistema kliringa in poravnave), ali pa temelji na pogodbenih odnosih.

omogočili kliring in poravnavo ter s tem trgovanje preko meja držav. Obe mednarodni CDD sta tudi povezani s tako imenovanim mostom, ki omogoča poravnavo med njima in deluje po načelu povezave (De Carvalho, 2004, str. 31).

Glede na dejstvo, da so delnice precej bolj heterogene kot obveznice, hkrati pa zahtevajo bolj aktivno upravljanje (korporativne akcije), je za ta segment trga vrednostnih papirjev precej težje vzpostaviti ureditve za čezmejni kliring in poravnavo, posebej še zaradi raznolikih tržnih praks, tehničnih rešitev, davčnih ureditev in pravne podlage v posameznih državah. Posledično je tudi v EU to pomenilo večjo lokalno omejenost in razdrobljenost infrastrukture za kliring in poravnavo, pri čemer se trenutno večina čezmejnih transakcij z delnicami izvaja preko skrbnikov²⁸.

Pri zagotavljanju storitev kliringa in poravnave v EU tako obstaja pet tipov pomembnejših ponudnikov, in sicer lokalne klirinške hiše v funkciji CNS, lokalne CDD, mednarodni CDD, ki izvajata storitve za velike investitorje na mednarodnih trgih (tudi za globalne skrbnike), ter globalni in lokalni skrbniki, ki zagotavljajo storitve manjšim investitorjem ter so posredniki med lokalnimi CDD na eni in globalnimi investitorji ter mednarodnimi CDD na drugi strani.

3.1.2. Trenutni procesi na področju infrastrukture za kliring in poravnavo v EU

Razdrobljena infrastruktura za kliring in poravnavo v EU negativno vpliva na ceno, tveganje in izvedljivost čezmejnih transakcij. Omenjeno dejstvo je v nasprotju s težnjami držav EU, ki vidijo razvoj in integracijo kapitalskih trgov (oziroma finančnih trgov na splošno) kot ključen element pri povečanju učinkovitosti evropskega gospodarstva, pri čemer integracija zahteva učinkovite mehanizme za kliring in poravnavo sklenjenih transakcij. V skladu z navedenim je trenutno v EU zelo aktualna integracija in konsolidacija sistemov kliringa in poravnave, ki poteka na osnovi tržnih iniciativ, ki jih vzpodbuja tudi javni sektor, hkrati pa poteka razprava o načinih regulacije te infrastrukture.

Iniciative javnega sektorja in razprave o regulaciji infrastrukture za kliring in poravnavo so prikazane v naslednjih poglavjih, to poglavje pa se v nadaljevanju ukvarja z integracijo in konsolidacijo infrastrukture, ki trenutno poteka med ponudniki infrastrukture (borze, klirinške hiše in CDD). Z omenjenimi procesi se ukvarjajo tudi mnogi avtorji, ki opredeljujejo glavne dejavnike omenjenih tržnih procesov povezovanja z različnimi poudarki.

Goldberg in soavtorji (2002, str. 1-2) tako ugotavljajo, da je uvedba enotnega trga in skupne valute pomenila osnovo za integracijo kapitalskega trga, ki je še pospešila trende, ki so se pojavili z odpravo omejitev pretoka kapitala med državami. Poleg tega so bile odpravljene

²⁸ Tretji segment so izvedeni finančni instrumenti, ki pa so po značilnostih kliringa in poravnave nekoliko različni od delnic in obveznic, zato se je tudi infrastruktura zanje nekoliko drugače razvijala, še vedno pa je bila lokalno omejena. V tem primeru ima najpomembnejšo oziroma osrednjo vlogo CNS, ki vstopi v razmerje med strankama v poslu in skrbi za poravnavo obveznosti, ki redko vključuje dejansko dostavo osnovnega instrumenta (Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union, 2001, str. 21).

omejitve za oddaljeno udeležbo finančnih posrednikov iz drugih držav na lokalnih trgih vrednostnih papirjev (*»single passport«*). Taka integracija trgov pa je s seboj prinesla tudi zahtevo po učinkovitih mehanizmih za kliring in poravnavo sklenjenih transakcij, kar je povzročilo povezovanje infrastrukture znotraj posameznih držav in med njimi.

Van Cauwenberge (2003, str. 87) poudarja, da se je v EU s tehnološkim napredkom (razvoj komunikacij za podporo trgovanja izven organiziranih trgov in uvedba elektronskega trgovanja na borzah) in z uvedbo evra močno povečal obseg čezmejnega trgovanja, kar je tudi v skladu z željami in idejo integriranega finančnega trga, na drugi strani pa je povečano trgovanje izpostavilo pomanjkljivosti infrastrukture za kliring in poravnavo v EU in s tem ustvarilo pritisk za njeno integracijo in konsolidacijo. Kot še poudarja, vsak monetarni sistem potrebuje učinkovito plačilno in poravnalno infrastrukturo, kamor sodijo tako medbančni plačilni sistemi kot tudi sistemi kliringa in poravnave²⁹.

Padoa-Schioppa (2001, str. 2) kot faktorje sprememb in povezovanja trgov in infrastrukture za kliring in poravnavo navaja tehnološki napredek, deregulacijo in globalizacijo, v evro območju pa seveda izpostavlja tudi evro kot pomemben dejavnik povezovanja. Z uvedbo evra so namreč odpadle ovire v obliki različnih valut, ki so prej povzročale segmentacijo aktivnosti v okviru monetarnega sistema ene valute. S tem se je povečala čezmejna aktivnost, pri čemer pa enotno monetarno območje potrebuje tudi enotno infrastrukturo za pretok enotne valute. Omenjene silnice pa s seboj prinašajo zameglitev med vlogami različnih ponudnikov storitev (CDD vzpostavljajo medsebojne povezave in tako delujejo kot skrbniki, skrbniki pa v svojih knjigah izvajajo poravnave), boj za centralno oziroma prevladujočo pozicijo na trgu in podiranje mej v evro območju.

Podobne trende izpostavljajo tudi Russo in soavtorji (2004, str. 4), ki navajajo, da so se v bližnji preteklosti v zvezi z infrastrukturo za trgovanje, kliring in poravnavo zgodili pomembni premiki. Tako je prišlo do sprememb lastništva in upravljanja borz, ki postajajo delniške družbe in poslujejo s profitnim motivom, zaradi česar so začele intenzivne procese povezovanja in prevzemov (v horizontalni in vertikalni smeri) z namenom povečanja dobička. Seveda jim sprememba lastništva omogoča tudi lažje zbiranje potrebnega kapitala za prevzeme. Poleg tega sta uvedba evra in deregulacija povzročili integracijo trga, s tem pa tudi trend povezovanja in združitvev infrastrukture za trgovanje, kliring in poravnavo med državami EU. Omenjena integracija trga in povezovanje ter združevanje infrastrukture so omogočili povečanje čezmejnega trgovanja med državami EU, s čimer se je povečala učinkovitost trgov, ki so postali bolj likvidni in omogočajo širši nabor produktov z nižjimi

²⁹ Van Cauwenberge (2003, str. 88) v zvezi s povezavami med trgovanjem ter kliringom in poravnavo poudarja, da gre za komplementarne storitve, pri čemer je z vidika udeleženca trgovanja pomembna celovitost storitve. Udeleženec tako želi kupiti celoviti paket, torej storitev trgovanja in s tem povezana kliring in poravnavo. To omogoča avtomatizacijo celotne verige postopkov, povezanih s trgovanjem, in učinkovito dokončanje transakcije, sklenjene na borzi. V skladu s tem borze vidijo velik pomen integrirane infrastrukture za kliring in poravnavo in zato združitve med borzami predstavljajo pritisk tudi na integracijo sistemov kliringa in poravnave vrednostnih papirjev.

stroški kot v preteklosti, kar še krepi nadaljnjo integracijo in konsolidacijo trgov in pripadajoče infrastrukture.

K tem razlogom je potrebno dodati tudi način izvajanja denarne politike Evrosistema (centralne banke evro območja), ki kreditnim institucijam omogoča uporabo vrednostnih papirjev v drugih državah EU kot finančnega zavarovanja za monetarne transakcije. Ta možnost je dodatno spodbudila povezovanje med posameznimi sistemi kliringa in poravnave, in sicer z namenom omogočiti mobilizacijo finančnega zavarovanja preko meja določene države.

Omenjene procese združevanja je moč razbrati tudi iz spodnje tabele, ki prikazuje spremembo števila borz vrednostnih papirjev in izvedenih finančnih instrumentov, CNS in CDD od januarja 1999 do oktobra 2004, in sicer v evro območju. Drugi poudarek, ki izhaja iz tabele, pa je, da je število borz ter sistemov kliringa in poravnave v EU še vedno zelo visoko, kar priča o razdrobljenosti omenjene infrastrukture že v okviru območja enotne valute.

Tabela 1: Število borz vrednostnih papirjev in izvedenih finančnih instrumentov, CNS in CDD v okviru 12 držav evro območja

	Januar 1999	Oktober 2004
Borze (vrednostni papirji in izvedeni finančni instrumenti)	30	22
CNS (vrednostni papirji in izvedeni finančni instrumenti)	14	8
CDD	23	18

Vir: Povzeto po Schmiedel in Schonenberger, 2005, str. 11-15

V nadaljevanju so podrobneje predstavljeni nekateri konkretni primeri združevanj različnih borz ter sistemov kliringa in poravnave v EU, in sicer z namenom prikaza obsežnosti in kompleksnosti povezovanja in konsolidacije (primeri kažejo tudi na oblikovanje bodočih centrov oziroma koncentracije dejavnosti). Namen predstavitve torej ni podrobna opredelitev povezav, ker proces še ni končan in se zato povezave zelo hitro spreminjajo in dopolnjujejo, pri čemer se precej spreminja tudi lastniška struktura institucij.

3.1.3. Praktični primeri povezovanja infrastrukture za trgovanje, kliring in poravnavo v EU

Pred pregledom praktičnih primerov je najprej pomembno poudariti, da obstaja več modelov povezovanja trgov ter infrastrukture za kliring in poravnavo, in sicer (Russo et al, 2002, str. 29)³⁰:

³⁰ Določene oblike konsolidacije (vertikalne in horizontalne) sta v svojem teoretičnem modelu z vidika prednosti in slabosti analizirala tudi Tapking in Yang (2004). Njune ugotovitve so podrobneje predstavljene v Prilogi 5.

- horizontalno povezovanje institucij, ki nudijo enake storitve, v okviru države ali pa med državami (na primer povezovanje med obstoječimi trgi oziroma klirinškimi hišami/CDD);
- horizontalno povezovanje institucij, ki nudijo enake storitve, vendar za različne produkte (na primer povezovanje klirinških hiš, ki izvajajo kliring vrednostnih papirjev, in klirinških hiš, ki izvajajo kliring izvedenih finančnih instrumentov), in sicer tako znotraj države kot med državami;
- vertikalno povezovanje celotne verige storitev v okviru trgovanja, kliringa in poravnave (integracija borze, klirinške hiše in CDD)³¹.

Prvi pomembnejši premik pri povezovanju infrastrukture v EU je bil storjen, ko sta švedska in danska borza leta 1998 v okviru medsebojnega sodelovanja med sicer samostojnima borzama osnovali povezavo z imenom NOREX, ki je zagotavljala navzkrižno članstvo na obeh borzah, z enotnimi pravili trgovanja in enotno trgovalno platformo. Leta 2000 sta se tej pobudi pridružili še norveška in islandska borza, leta 2001 pa še finska borza (De Carvalho, 2004, str. 27).

Po teh začetnih povezavah je prišlo še do nadaljnje konsolidacije, in sicer do združitve družbe HEXIM (ta je združevala finsko, latvijsko, litovsko in estonsko borzo, hkrati pa je imela v lasti tudi CDD za Finsko, Latvijo, Litvo in Estonijo) in švedske skupine OM, ki je imela v lasti švedsko borzo in ki je skrbela za tehnološko podporo trgovanju, v družbo OMHEX. Osnovni cilj združitve je integracija trgov vrednostnih papirjev nordijskih in baltskih držav v enoten trg. Na osnovi sporazuma družbe OMHEX s švedsko CDD bo v prihodnje ustanovljena CDD za nordijske države, v začetku najprej za švedski in finski trg. OMHEX (HEXIM) bo še naprej imel v lasti CDD za baltske države (Ripatti, 2004a, str. 135). OMHEX se je leta 2004 preimenoval v OMX.

Ob upoštevanju tržne kapitalizacije pa je v EU moč izločiti predvsem tri pomembnejše centre, ki jih zaznamuje tako horizontalna kot vertikalna konsolidacija trgovalne infrastrukture ter infrastrukture za kliring in poravnavo (povzeto po Goldberg et al, 2002, str. 2; De Carvalho, 2004, str. 7; Russo et al, 2004, str. 37; Chanel-Reynaud in Chabert, 2005, str. 5-6):

³¹ Lannoo in Levin (2003, str. 4) poudarjata, da obstajajo prednosti in slabosti vertikalnega povezovanja, pri čemer so s tehnološkim napredkom postale slabosti precej bolj očitne. Prednosti vertikalnega povezovanja so v tem, da omogoča povezavo celotne verige storitev (od trgovanja do poravnave), kar povečuje hitrost in varnost pretoka informacij, omogoča lažje obvladovanje tveganj in zagotavlja večjo pravno varnost transakcij, ker se izvajajo po notranje usklajenih pravilih institucije. Te prednosti so s tehnološkim razvojem in standardizacijo ter pocenitvijo komunikacije postale manj pomembne. Bolj pomembne so postale omejitve, ki so predvsem v tem, da vertikalne povezave omejujejo možnost izbire uporabnikom. Slednji morajo namreč posel, sklenjen na določeni borzi, poravnati v točno določenem sistemu. To seveda zmanjšuje konkurenco med klirinškimi in poravnalnimi sistemi. Druga pomembna slabost je, da vertikalne povezave lahko zameglijo cenovno transparentnost v celotni verigi izvedbe transakcije, kar lahko povzroči, da borza subvencionira svoje delovanje z višjo ceno storitev kliringa in poravnave. Stroške v tem primeru nosijo uporabniki sistema kliringa in poravnave. Tudi Koepl in Monnet (2004, str. 5-8) na osnovi svoje teoretične analize sklepata, da se s horizontalnim povezovanjem infrastrukture dosegajo pomembni prihranki, pri čemer pa lastništvo borz nad infrastrukturo

- a) Prvi center je nastal v letu 2000, ko so se pariška, amsterdamska in bruseljska borza združile v Euronext Group³². Omenjene borze še vedno zagotavljajo storitve na svojih trgih in tako predstavljajo lokalni vhod na skupni trg, pri čemer uporabljajo enotno tehnično podporo trgovanju in enotna pravila.

Hkrati je francoska klirinška hiša Clearnet pridružila belgijsko in nizozemsko klirinško hišo v skupno klirinško hišo v funkciji CNS, ki izvaja svoje storitve za vse borze, vključene v Euronext Group, po enotnih pravilih in z enotnimi postopki obvladovanja tveganj (Clearnet je pod kontrolo Euronext Group).

V okviru partnerstva s skupino Euronext se je tudi na področju CDD za omenjene trge začela konsolidacija. Tako je Euroclear, kot mednarodna CDD, pridružil francosko in nizozemsko CDD. Euroclear Group je kasneje pridružil še britansko CDD (CrestCo), ki je že prej prevzela posle irske CDD. V letu 2005 se bo skupini pridružila še belgijska CDD³³.

- b) Drugi center se formira okoli Deutsche Borse Group, ki upravlja največjo in najpomembnejšo nemško borzo (Frankfurt), hkrati pa ima skupaj s švicarsko borzo v lasti tudi družbo Eurex Frankfurt, ki upravlja trg izvedenih finančnih instrumentov v Frankfurtu in Zürichu (Eurex Deutschland, Eurex Switzerland).

Vzpostavljena je bila tudi klirinška hiša v funkciji CNS (Eurex Clearing), ki izvaja kliring za Eurex trge ter za nemško borzo vrednostnih papirjev v Frankfurtu.

Poleg tega sta se v letu 2000 nemška CDD (Deutsche Borse Clearing) in mednarodna CDD Cedel združili v Clearstream International (v lasti Deutsche Borse Group), ki ima pod seboj Clearstream Banking Frankfurt (CDD za celotno Nemčijo) in Clearstream Banking Luxembourg (mednarodna CDD). Tudi v tem primeru obe CDD še naprej izvajata storitve v okviru svojih trgov, pri čemer uporabljata ločeno tehnično podporo. Clearstream Banking Frankfurt, poleg klirinške hiše Eurex Clearing, opravlja tudi funkcijo klirinške hiše (vendar ne v funkciji CNS) za ostale nemške borze.

kliringa in poravnave lahko ovira razvoj in konsolidacijo. Iz tega sledi, da razbitje vertikalnih povezav lahko prinese povečane koristi horizontalnega povezovanja. Njuni zaključki so podrobneje predstavljeni v Prilogi 5.

³² Kasneje je v letu 2001 Euronext prevzel še londonsko borzo izvedenih finančnih instrumentov, leta 2002 pa sta se pridružili še portugalska borza in portugalska borza izvedenih finančnih instrumentov. Prav tako je bilo vzpostavljeno medsebojno članstvo in trgovanje s finsko in poljsko borzo.

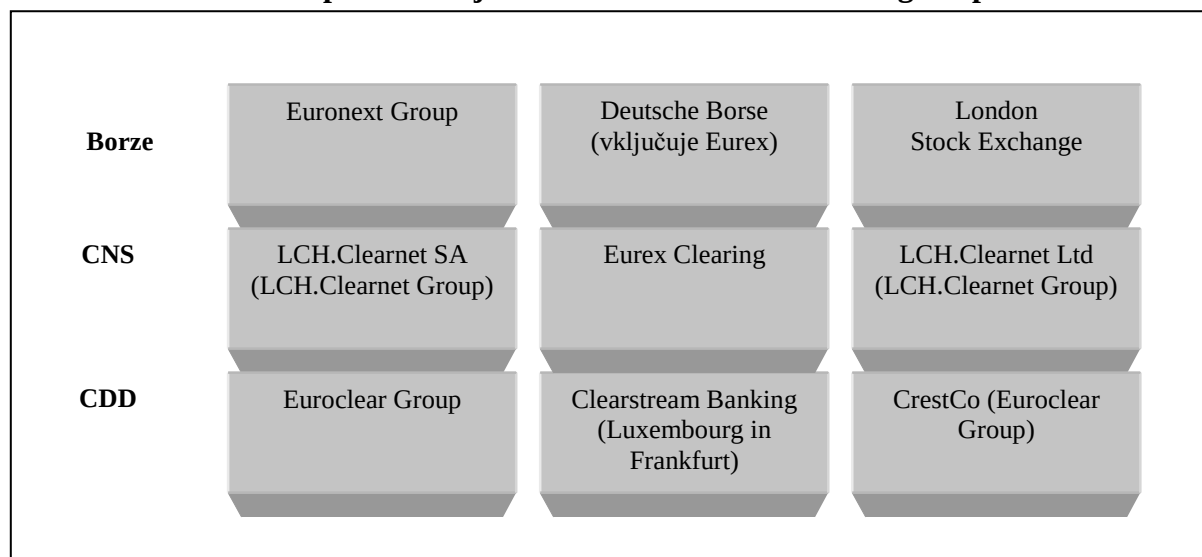
³³ Posamezne CDD v lasti družbe Euroclear še naprej izvajajo storitve v okviru svojih trgov in uporabljajo ločeno tehnično podporo. Euroclear v prihodnosti načrtuje postopno uvedbo enotne tehnične platforme in postopkov poravnave za vse priključene družbe (projekt bo trajal predvidoma do leta 2008), ki pa bodo še naprej prisotne na svojih trgih in bodo poslovale v skladu z lokalno zakonodajo in pravili (Euroclear, 2003, str. 6-10).

- c) Tretji center je v Veliki Britaniji, kjer so bile do pred kratkim samostojne Londonska borza (London Stock Exchange), kot največja evropska borza, Londonska klirinška hiša (London ClearingHouse) v vlogi CNS in londonska CDD (CrestCo).

Leta 2002 je CrestCo (kot CDD za Veliko Britanijo in Irsko) postala del skupine Euroclear, medtem ko sta leta 2004 Londonska klirinška hiša in Clearnet ustanovila LCH.Clearnet Group. Ta ima v skupini LCH.Clearnet SA (CNS za trge delnic, obveznic in izvedenih finančnih instrumentov v Belgiji, Franciji in na Nizozemskem) in LCH.Clearnet Ltd (CNS za trge delnic in izvedenih finančnih instrumentov v Veliki Britaniji)³⁴.

Omenjeni trije centri so poenostavljeno prikazani v naslednji sliki.

Slika 5: Povezave med pomembnejšimi borzami ter sistemi kliringa in poravnave v EU



Vir: Prirejeno po Goldberg et al, 2002, str. 3; Russo et al, 2004, str. 35-37; Chanel-Reynaud in Chabert, 2005, str. 5-6

Poleg uveljavljenih centrov so se razvile tudi nove iniciative, med njimi Virt-x, ki izvira iz sodelovanja med švicarsko borzo in londonskim podjetjem, preko katere se elektronsko trguje z vrednostnimi papirji najboljših evropskih podjetij (*»Blue Chips«*), pri čemer kliring izvajata LCH.Clearnet Ltd. in švicarska klirinška hiša, poravnave pa se izvajajo preko povezave do ustreznih CDD. Na pomenu, predvsem v določenih segmentih evropskega trga vrednostnih papirjev (obveznice), pa pridobivajo tudi tako imenovani alternativni trgovalni sistemi, udeleženci katerih prav tako uporabljajo različne sisteme kliringa in poravnave³⁵.

³⁴ Obe klirinški hiši (LCH.Clearnet SA in LCH.Clearnet Ltd) bosta pravno ostali ločeni, pri čemer pa bosta v prihodnje poenotili določene vidike poslovanja, kot so na primer operativni postopki in tehnična podpora.

³⁵ V skladu z definicijo odbora evropskih regulatorjev trgov vrednostnih papirjev je alternativni trgovalni sistem avtomatiziran sistem za trgovanje z vrednostnimi papirji, ki omogoča sklepanje nepreklicnih pogodb med kupci in prodajalci, pri čemer pa tak sistem pravno ni tako reguliran in nadzorovan kot organiziran trg vrednostnih papirjev (borza). Slednje je posebej pomembno za ločitev obeh trgov, saj tudi borze ponujajo podobno

Povezovanje evropskih borz ima torej pomemben vpliv na integracijo finančnih trgov v Evropi, hkrati pa spodbuja tudi integracijo in konsolidacijo infrastrukture za kliring in poravnavo za te trge. Namen integracije in konsolidacije infrastrukture za kliring in poravnavo je povečanje učinkovitosti in zmanjšanje kompleksnosti izvajanja transakcij, pri čemer trenutne povezave ne pomenijo popolne konsolidacije posameznih institucij v enotno institucijo, ki bi svoje storitve ponujala na vseh povezanih trgih. Tako na posameznih trgih trenutno večinoma ostajajo nacionalne institucije (borze, klirinške hiše in CDD), ki pa delujejo pod enotnim okvirom in se vedno bolj integrirajo, tako horizontalno kot tudi vertikalno.

3.2. Infrastruktura za kliring in poravnavo v ZDA³⁶

Infrastruktura za kliring in poravnavo vrednostnih papirjev v ZDA je zelo centralizirana in je v upravljanju družbe Depository Trust and Clearing Corporation (DTCC). Družba DTCC s svojimi podružnicami izvaja kliring in poravnavo za praktično vse vrednostne papirje v ZDA, in sicer za delnice ter podjetniške, državne in komunalne obveznice, kakor tudi za določene izvedene finančne instrumente. DTCC je v lasti in upravljanju njenih članov (veliko večino upravljalnega odbora sestavljajo predstavniki uporabnikov sistema), in sicer večjih bank, borznih posrednikov oziroma agentov in ostalih institucij, med njimi tudi National Association of Security Dealers ter New York Stock Exchange.

Družba DTCC je nastala leta 1999, ko sta bila pod njenim okriljem združena prej samostojna sistema za kliring in poravnavo vrednostnih papirjev, to sta National Securities Clearing Corporation (NSCC) v funkciji CNS in Depository Trust Company (DTC) v funkciji CDD. Kasneje je bila priključena še družba Fixed Income Clearing Corporation (FICC), ki je začela poslovati januarja 2003 po združitvi dveh klirinških hiš, ki sta prej izvajali kliring državnih vrednostnih papirjev (Government Securities Clearing Corporation - GSCC) oziroma kliring hipotekarnih vrednostnih papirjev (Mortgage-Backed Securities Clearing Corporation - MBSCC).

infrastrukturo oziroma storitve. Alternativne trgovalne sisteme pogosto upravljajo finančni posredniki in specializirana podjetja za storitve informacijske tehnologije. Ti sistemi uporabljajo najnovejšo tehnologijo in Internet, kar omogoča znižanje stroškov in vrsto drugih ugodnosti za stranke (Korhonen, 2001, str. 8-11). Tovrstni sistemi so sicer izredno pomembni v ZDA, kjer predstavljajo resno konkurenco borzam in jih silijo v avtomatizacijo. Vendar pa so v Evropi postali bolj regulirani s sprejetjem dodatne regulative, ki je, z namenom zaščite investorjev in zagotovitve enakih regulativnih pogojev za enake funkcije (torej enake zahteve za borze in alternativne trgovalne sisteme), za tovrstne sisteme opredelila dodatne zahteve. Te se nanašajo na operativno zanesljivost, pravila trgovanja in dostopa do sistemov, nadzor sistemov, transparentnost delovanja sistemov, kliring in poravnavo transakcij ter kapital institucij, ki ponujajo te storitve (Mulhberger, 2005, str. 5). Po mnenju Mulhbergerja (2005, str. 8-10) za tovrstne sisteme v zvezi s trgovanjem z delnicami v Evropi ni prave perspektive (trg namreč obvladujejo borze, ki so dovolj napredne in inovativne ter ponujajo avtomatizirano trgovanje), imajo pa možnost za prodor na trgih obveznic, s katerimi se trenutno večinoma trguje izven organiziranih trgov.

³⁶ Povzeto po Payment Systems in the United States, 2003, str. 448-449.

Kliring in poravnava v okviru DTCC se torej izvajata po različnih vrstah vrednostnih papirjev, in sicer znotraj posameznih podružnic, ki so specializirane za kliring in poravnavo določenih vrst vrednostnih papirjev.

Kliring za posle z državnimi vrednostnimi papirji in hipotekarnimi vrednostnimi papirji opravlja FICC. FICC kliring še vedno izvaja ločeno po vrednostnih papirjih, kot sta prej to izvajali samostojni družbi, ki sta sedaj dve diviziji združene družbe. Divizija GSCC torej izvaja kliring državnih papirjev, pri čemer izvaja tudi funkcijo CNS in s tem skrbi tudi za poravnavo, medtem ko divizija MBSCC izvaja kliring hipotekarnih vrednostnih papirjev, pri čemer nima funkcije CNS in izvaja multilateralni pobot. Poravnava se izvaja preko sistema Federal Reserve's Fedwire Securities Service, ki izvaja funkcijo CDD za vse tržne državne vrednostne papirje in določene hipotekarne vrednostne papirje in omogoča takojšnjo (v realnem času) poravnavo transakcij z uporabo mehanizma dostave proti plačilu, oziroma v knjigah skrbnikov.

Kliring privatnih vrednostnih papirjev se izvaja preko NSSC, tako za posle, sklenjene na organiziranem trgu, kot za posle izven organiziranega trga. Med organiziranimi trgi NSSC s svojimi storitvami pokriva New York Stock Exchange, American Stock Exchange in določene regionalne borze, pri čemer izvaja funkcijo CNS. Poravnava transakcij se izvaja v DTC, v kateri je imobilizirana večina vrednostnih papirjev oziroma so le-ti izdani v nematerialni obliki. DTC je največja CDD na svetu³⁷.

Poleg omenjene infrastrukture pa v okviru borz izvedenih finančnih instrumentov obstajajo še klirinške hiše v funkciji CNS za kliring in poravnavo teh instrumentov, ki so bodisi integrirane enote borz ali pa samostojne institucije. Na primer Chicago Mercantile Exchange ima enoto, ki izvaja funkcijo CNS za njen trg, enako tudi New York Mercantile Exchange, medtem ko je Board of Trade Clearing Corporation samostojna ustanova v lasti klirinških članov, ki trgujejo na borzah Chicago Board of Trade in MidAmerica Commodity Exchange (Russo et al, 2002, str. 18).

Primer strukture infrastrukture za kliring in poravnavo v ZDA ni prikazan z namenom utemeljiti, da je to struktura, ki bi jo morala avtomatično prevzeti EU, ker se predpostavke obeh močno razlikujejo³⁸, temveč je primer prikazan predvsem z vidika primerjave stroškov infrastrukture v ZDA in EU, ki kaže na precejšnje razlike in možne prihranke v EU na tem

³⁷ DTC kot CDD je bil ustanovljena leta 1972, medtem ko je bila NSCC kot klirinška hiša v funkciji CNS za posle z delnicami ustanovljena 1977. Pri tem je potrebno poudariti, da je NSCC nastala na podlagi zakonske ureditve, po kateri je bilo potrebno izvajanje pobota iz posameznih ločenih ureditev v okviru borz prenesti na enotno klirinško hišo v lasti članov. Tako so leta 1977 svoje klirinške oddelke združile NYSE, AMEX in NASDAQ. Centralizacija infrastrukture v ZDA se torej ni zgodila sama po sebi, ampak je bila posledica zakonodaje, ki so ji sicer določeni tržni udeleženci nasprotovali (Lannoo in Levin, 2003, str. 11).

³⁸ Kot na primer navaja Evropska zveza centralnih depotnih družb, imajo ZDA enotno urejene domače trge pod nadzorom ene institucije, medtem ko v EU obstaja množica ureditev trgov in nadzornih institucij. Druga pomembna razlika je v tem, da imajo ZDA enotno zakonodajo, ki ureja področje vrednostnih papirjev, medtem

področju. V nadaljevanju tako sledi analiza obeh različnih infrastruktur z vidika neposrednih stroškov, ki jih povzročata.

3.3. Primerjava stroškov infrastrukture za kliring in poravnavo med EU in ZDA

Infrastrukturi za kliring in poravnavo v ZDA in EU se med seboj torej močno razlikujeta, pri čemer je splošno sprejeto mnenje, da je razdrobljena infrastruktura v EU sicer relativno učinkovita na domači ravni, povzroča pa izredno velike stroške čezmejnih transakcij med državami, ki tvorijo enoten trg, in je v primerjavi z infrastrukturo v ZDA zelo neučinkovita. S ciljem utemeljitve omenjene trditve so bile opravljene tudi empirične raziskave stroškov infrastrukture za kliring in poravnavo, ki so temeljile na primerjavi stroškov infrastrukture v ZDA in EU. Pri tem je celotne stroške, povezane s kliringom in poravnavo, ki so odvisni od same infrastrukture, mogoče razdeliti v naslednje tri skupine (Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union, 2001, str. 36):

- neposredni stroški v obliki tarif sistemov kliringa in poravnave za izvedbo transakcij;
- posredni stroški v obliki zalednih sistemov, aplikacij in zaposlenih, ki jih zahteva sodelovanje v določenem sistemu, ter tarif posrednikov (skrbniki);
- oportunitetni stroški, ki so povezani z razpršenostjo premoženja po različnih sistemih, ter oportunitetni stroški, nastali zaradi kompleksnosti, stroškov in tveganosti postopkov, zaradi katerih se udeleženci trgov izogibajo transakcijam.

Temeljni problem opravljenih raziskav je, da so glede na razpoložljivost podatkov osredotočene samo na neposredne stroške izvajanja transakcij, ne upoštevajo pa posrednih stroškov, ki po podatkih nekaterih tržnih udeležencev predstavljajo veliko večino stroškov pri izvajanju čezmejnih transakcij v EU, in oportunitetnih stroškov³⁹. Posredni stroški izvajanja čezmejnih transakcij v EU so izredno veliki zaradi dejstva, da zahteva prisotnost na več trgih hkrati obvladovanje razlik v pravnih in davčnih sistemih, tehnologijah in drugih posebnostih lokalnih trgov ter uporabo storitev množice lokalnih skrbnikov (uporaba posrednikov je ob sedanjem stanju infrastrukture v EU neizogibna). Ti stroški se kažejo tudi v visokih cenah storitev mednarodnih CDD. Visoki oportunitetni stroški so posledica dejstva, da se premoženje iz enega sistema oziroma države težko hitro prenese v drug sistem oziroma

ko je v EU prisotna velika raznolikost, ki jo bo težko odpraviti. Prav tako so v EU prisotne razlike v nacionalnih kulturah in jezikih, ki predstavljajo praktične ovire za konsolidacijo (ECSDA, 2004, str. 20).

³⁹ Kot ugotavlja Giovanninijeva skupina, je izredno težko opredeliti oportunitetne stroške, hkrati pa zaradi pomanjkanja informacij oziroma nedostopnosti le-teh (gre za poslovne skrivnosti investorjev in posrednikov) ni mogoče opredeliti posrednih stroškov. Oceno razmerja med neposrednimi in posrednimi stroški poravnave čezmejnih transakcij sta na primer podali družbi Euroclear in Clearstream, ki sta zelo aktivni pri izvajanju čezmejnih poravnav. Ocenili se sicer razlikujeta, tudi zaradi različnega pristopa pri grupiranju stroškov, obe pa nakazujeta, da neposredni stroški uporabe storitev CDD za poravnavo čezmejnih transakcij predstavljajo majhen delež celotnih stroškov. Po oceni družbe Euroclear znašajo v njihovi strukturi neposredni stroški poravnave čezmejnih transakcij (torej storitve (mednarodnih) CDD) le okoli 5% vseh stroškov, medtem ko so ostalo posredni stroški (stroški različnih zalednih podpor pomenijo 60%, stroški uporabe lokalnih skrbnikov 35%). Clearstream navaja precej drugačne podatke, vendar tudi pri tej oceni večino predstavljajo posredni stroški (razmerje med neposrednimi in posrednimi stroški je 30% proti 70%, pri čemer tarife CDD predstavljajo le 10%). Razlike v ocenah obeh družb pa tudi kažejo na pomanjkanje informacij o dejanski velikosti posamezne vrste stroškov, zato je treba številke obravnavati z rezervo in kot grob pokazatelj dejanske slike (Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union, 2001, str. 67).

državo, kar zahteva večje količine premoženja, kot so optimalno potrebne, za obvladovanje poslovanja v več državah. Oportunitetni stroški se pojavljajo tudi v obliki izgubljenih priložnosti, ki so posledica izogibanja transakcijam zaradi zapletenih postopkov ter stroškov in tveganj, povezanih z njimi.

Opravljenе raziskave, ki se torej osredotočajo zgolj na neposredne stroške, je po pristopu mogoče razdeliti v dve skupini, in sicer na raziskave, ki uporabljajo pristop od zgoraj navzdol, ter raziskave, ki uporabljajo obraten pristop. Razlog za omenjena pristopa je v iskanju možnosti za odpravo težav, ki jih za te raziskave predstavljajo pomanjkljivi in medsebojno neprimerljivi podatki. Prva skupina raziskav tako kot izhodišče jemlje prihodek iz poslovanja CDD na transakcijo, medtem ko druga skupina raziskav kot izhodišče uporablja cenike ponudnikov storitev kliringa in poravnave, ki jih nato uporabi na reprezentativnem uporabniku teh sistemov. V nadaljevanju so predstavljene nekatere od teh raziskav in njihove ugotovitve.

3.3.1. Primerjava neposrednih stroškov poravnave vrednostnih papirjev z vidika prihodkov iz poslovanja CDD na poravnano transakcijo

Pristopu primerjave prihodkov iz poslovanja CDD na poravnano transakcijo kot približku za stroške poravnave je sledilo več raziskav, med njimi tudi raziskavi Londonske borze in Centra za raziskovanja ekonomskih politik (*»Centre for Economic Policy Studies«*). Slednja, ki jo je v svojem poročilu povzela tudi Giovanninijeva skupina, je prikazana v nadaljevanju.

V raziskavi so bili uporabljeni razpoložljivi podatki o prihodkih iz poslovanja izbranih nacionalnih CDD iz EU in ZDA, ter družb Euroclear in Clearstream. Podatki so bili pridobljeni iz finančnih poročil družb, pri čemer so bile opravljene tudi določene prilagoditve zaradi različnih računovodskih praks v posameznih državah, kar je povečalo primerljivost podatkov (pri dveh CDD – DTC in Euroclear France – so bili vključeni tudi prihodki iz naslova CNS, t.j. NSSC in Clearnet France). Za namen primerjave med posameznimi CDD so bili na podlagi števila poravnanih transakcij s strani posameznih sistemov izračunani prihodki posameznih CDD na transakcijo. Pri tem je bilo upoštevano, da prihodki posameznih nacionalnih CDD na transakcijo pomenijo približek za stroške izvajanja poravnave domačih transakcij, medtem ko prihodki mednarodnih CDD na transakcijo pomenijo približek za stroške izvajanja poravnave čezmejnih transakcij v EU.

Na osnovi tako opravljenih izračunov približkov stroškov izvajanja poravnave v okviru posameznih držav EU, med državami EU in v ZDA, so bili podani naslednji zaključki (Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union, 2001, str. 41):

- a) Poravnava transakcij znotraj posameznih držav EU je relativno učinkovita. Kljub temu, da gre za razdrobljeno infrastrukturo s posledično manjšim obsegom transakcij, je prihodek iz poslovanja na transakcijo domačih CDD znotraj držav EU ob določenih predpostavkah (t.j. če se upošteva število transakcij po pobotu) relativno primerljiv s prihodkom iz

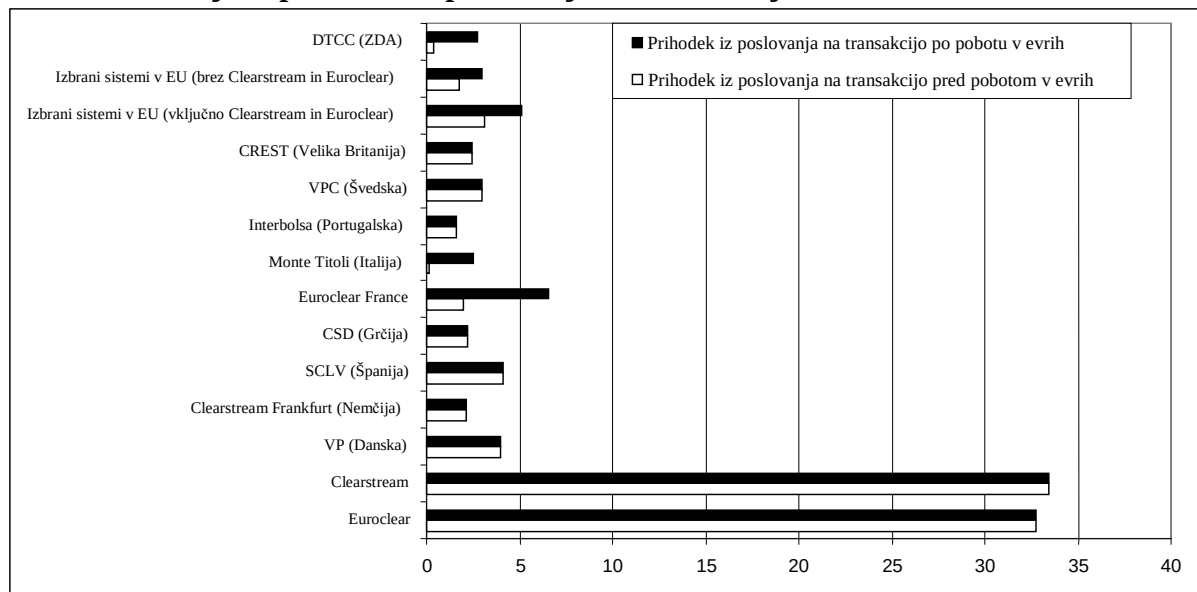
poslovanja na transakcijo v ZDA. To je predvsem posledica dejstva, da je evropska infrastruktura v določenih primerih naprednejša od ameriške in uporablja bolj avtomatizirane postopke⁴⁰.

- b) Stroški poravnave v okviru mednarodnih CDD (Euroclear, Clearstream) so zelo visoki, kar je posledica dejstva, da omenjeni družbi izvajata predvsem kliring in poravnavo čezmejnih poslov. Obe družbi imata relativno majhen obseg transakcij (okoli 7% transakcij izbranih CDD), medtem ko je njun prihodek na transakcijo tudi 11-krat višji od prihodka na transakcijo izbranih lokalnih CDD. Nekaj k omenjeni razliki prispevajo dodatne storitve, ki jih obe družbi omogočata, glavnino razlike pa Giovanninijeva skupina pojasnjuje z dejstvom, da sta obe družbi aktivni na mednarodnem trgu, pri čemer morata imeti ustrezne ureditve za dostop do lokalnih trgov, ki se močno razlikujejo z vidika tržnih praks, tehnoloških značilnosti, pravne osnove in davčnih postopkov. S tem nase prevzemata stroške uskladitve pogojev poslovanja na različnih trgih oziroma v različnih državah, kar se seveda odraža tudi v višji ceni njunih storitev.

Skupina zaključuje, da rezultati kljub pomanjkljivostim in omejenosti analize kažejo na dejstvo, da je poravnava čezmejnih transakcij v okviru EU precej dražja kot poravnava transakcij znotraj posameznih držav, kar je nedvomno posledica razdrobljene infrastrukture ter neusklajenih tržnih praks, raznolikih tehnoloških značilnosti, pravnih osnov in davčnih postopkov. Izračunani prihodki iz poslovanja na transakcijo so prikazani v naslednji sliki.

⁴⁰ Pri tem je potrebno opozoriti, da se rezultati razlikujejo, če se primerja prihodek iz poslovanja na transakcijo pred poboto transakcij ali pa po opravljenem pobotu transakcij, ker lahko pobot močno zniža število poravnanih transakcij (imenovalec). V ZDA, kjer se pobot uporablja zelo učinkovito, je število transakcij po opravljenem pobotu močno znižano in zato tudi precej naraste prihodek iz poslovanja na poravnano transakcijo. V primeru EU, kjer pobot bodisi ni prisoten bodisi je mnogo manj učinkovit, število transakcij po opravljenem pobotu ni toliko znižano in zato tudi prihodek iz poslovanja na poravnano transakcijo po pobotu ne naraste tako močno. Zato velja, da je evropska infrastruktura glede prihodka iz poslovanja na transakcijo za domače transakcije primerljiva z ZDA samo, če se upošteva število transakcij po opravljenem pobotu. Tako interpretiranje podatkov pa je zavajajoče, ker upoštevanje števila transakcij po opravljenem pobotu kviri dejansko sliko. To sledi že na podlagi dejstva, da bi uvedba pobota v vseh obravnavnih sistemih v EU zaradi potrebne nadgradnje sistemov povečala neposredne stroške infrastrukture, hkrati pa bi se zmanjšalo število transakcij po pobotu, oboje pa bi povečalo stroške na transakcijo v EU. Glede na navedeno je upravičena zgolj primerjava med prihodki iz poslovanja na transakcijo, ki upošteva število transakcij pred opravljenim pobotom, ker samo ta omogoča prikaz stroškov infrastrukture, ki jih ta povzroča za izvedbo določenega obsega transakcij. V skladu s tem kazalcem pa je infrastruktura v EU tudi za izvajanje domačih transakcij precej dražja kot infrastruktura v ZDA (ob neupoštevanju pobota znaša prihodek iz poslovanja na transakcijo v ZDA tretjino tistega v EU).

Slika 6: Primerjava prihodka iz poslovanja na transakcijo izbranih CDD v ZDA in EU



Vir: Povzeto po Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union, 2001, str. 40

Lannoo in Levin (2003, str. 11) sta prihodke iz poslovanja primerjala še z odhodki iz poslovanja in na tej osnovi ugotovila, da imajo evropske CDD precej večjo razliko med obema kategorijama. V povprečju so prihodki iz poslovanja evropskih CDD za 33% večji od njihovih odhodkov iz poslovanja, medtem ko je v ZDA ta razlika le 1%. Torej je potrebno pri interpretaciji podatkov upoštevati dejstvo, da neučinkovitosti v EU ne izvirajo samo iz neučinkovite infrastrukture (produkcijska neučinkovitost), temveč tudi iz alokacijske neučinkovitosti, in to kljub dejstvu, da je v ZDA prisoten monopol, v EU pa veliko število sistemov kliringa in poravnave.

Linton in soavtorji (2004, str. 45) ter Lannoo in Levin (2003, str. 12-13) izpostavljajo določene pomanjkljivosti uporabljenega pristopa, ki so:

- pomanjkanje ustreznih podatkov o prihodku iz poslovanja CDD ter otežena primerljivost podatkov, ker ne obstajajo enotni računovodski standardi;
- velika agregiranost podatkov, zaradi katerih je težko razločiti storitve, ki so vključene v prihodke iz poslovanja; posledica je, da prihodki iz poslovanja med CDD z različnim nivojem storitev niso najbolj primerljivi;
- vključenost CDD v vertikalno povezavo, zaradi katere je težko ločiti prihodke iz naslova poravnave ter iz naslova trgovanja, kar spet otežuje primerjave;
- odvisnost rezultatov od upoštevanja učinkov pobota; v kolikor se upošteva število transakcij pred pobotom, je prihodek iz poslovanja na transakcijo lahko precej manjši kot v primeru, ko se upošteva število transakcij po pobotu, kar še posebej velja pri sistemih, ki imajo velik delež pobota; to lahko posreduje napačen vtis, saj je velik

delež pobota transakcij zaželen, ker zmanjšuje potrebno likvidnost in število vrednostnih papirjev, ki jih je potrebno zagotoviti pri poravnavi.

Van Cayseele in Wuyts (2005, str. 29) dodajata še opozorilo, da upoštevanje prihodkov iz poslovanja ne dokazuje samo produkcijske neučinkovitosti, temveč tudi alokativno neučinkovitost infrastrukture v EU, na katero sta opozorila tudi že Lannoo in Levin.

3.3.2. Primerjava neposrednih stroškov kliringa in poravnave vrednostnih papirjev z vidika tarif ponudnikov storitev

Alternativni pristop primerjave stroškov kliringa in poravnave med EU in ZDA predstavlja raziskava in primerjava neposrednih stroškov kliringa in poravnave transakcij z delnicami, ki so jo opravili Linton in soavtorji, in sicer so ugotavljali neposredne stroške s pristopom od spodaj navzgor. Pri tem so izhajali iz razpoložljivih cen za storitve kliringa in poravnave, ki jih zaračunavajo posamezni ponudniki. Cilj raziskave je bil preveriti, ali so stroški izvajanja kliringa in poravnave v EU višji kot v ZDA. Tudi ta raziskava torej ni upoštevala posrednih in oportunitetnih stroškov.

Raziskava je temeljila na cenikih sistemov kliringa in poravnave vrednostnih papirjev, pri čemer so bila z namenom razjasnitve nejasnosti opravljena tudi anketiranja ponudnikov. Na osnovi teh podatkov so bili ocenjeni stroški za izvajanje transakcij na strani uporabnikov z vnaprej določenimi značilnostmi poslovanja in določenim naborom transakcij. Pri tem je bila uporabljena predpostavka, da so uporabniki neposredni udeleženci sistemov kliringa in poravnave, s čimer so bile izločene tarife posrednikov (skrbniki), ki se štejejo kot posredni stroški in niso bili del analize.

Prednost tega pristopa je predvsem, da omogoča neposredno primerjavo cen konkretnih primerljivih storitev, kar je osnovna pomanjkljivost pristopa od zgoraj navzdol. Seveda je ta prednost omejena glede na dejstvo, da različni sistemi pod določno tarifo grupirajo različne storitve, kar ni redkost in je odvisno tudi od vrste institucije, ki ponuja določeno storitev (na primer kliring lahko izvaja borza, klirinška hiša ali pa CDD) oziroma od cenovne politike ponudnika storitve (način razvrščanja fiksnih stroškov). Posebej je to pomembno, če tarifa kliringa in poravnave vključuje tudi stroške, povezane s trgovanjem.

Druga prednost tega pristopa pa je, da se lažje upošteva učinke pobota transakcij, ker se pri izračunu neposrednih stroškov udeleženca sistema lahko upošteva določena dejstva, ki vplivajo na stroške poravnave za udeleženca (stroški so odvisni od tega, ali se izvaja pobot, ali obstaja posebna tarifa za poravnavo neto transakcij in ali se tarife nanašajo na število transakcij pred ali po pobotu). S tem je omogočena primerjava dejanskih neposrednih

stroškov, ki jih za določen obseg transakcij in glede na določene značilnosti utrpi posamezen udeleženec v različnih sistemih kliringa in poravnave⁴¹.

Tudi ta raziskava je zajela samo izbrane države, kar je bilo pogojeno z razpoložljivostjo podatkov. Stroški izvedbe transakcij so izračunani na treh primerih udeležencev⁴². Povzetek ugotovitev raziskave je naslednji (Linton et al, 2004, str. 87):

- obstaja dokajšen razkorak med cenami domačih transakcij v ZDA in EU, pri čemer kliring in poravnava borznega posla z delnico v ZDA staneta okoli 0,10 evra, v izbranih državah EU pa med 0,35 in 0,80 evra;
- pri čezmejnih transakcijah v EU⁴³ so razlike še večje, pri čemer pa je potrebna previdnost, ker se cene za tovrstne transakcije tudi znotraj EU precej razlikujejo; interni kliring in poravnava transakcij z obveznicami med strankama iz različnih držav znotraj mednarodne CDD tako lahko staneta celo samo 0,57 evra (sicer so cene med 0,57 in 1,32 evra), medtem ko staneta kliring in poravnava čezmejnih transakcij preko povezav mednarodne CDD z lokalnimi tudi do 35 evrov (sicer so cene med 5 in 35 evrov), kar priča o dejstvu, da je mogoče tudi v EU določene čezmejne transakcije opravljati poceni, pri čemer pa jih je večina zelo dragih.

Razlogi za večje stroške oziroma za velike razlike v stroških so v skladu z ugotovitvami raziskave naslednji (Linton et al. 2004, str. 43 in 88):

- tehnične, pravne in regulatorne razlike, ki povzročajo precejšnje ovire pri medsebojni poveztljivosti sistemov kliringa in poravnave v EU: v ZDA se kliring in poravnava večine transakcij z delnicami izvajata na enotni platformi in v skladu z enotno pravno podlago;
- nižji obseg prometa: glede na to, da kliring in poravnava povzročata visoke fiksne stroške (ob zahtevani stopnji avtomatizacije, ki je nujna za hitro in varno izvajanje transakcij), lahko sistem v ZDA te fiksne stroške prerazdeli na večji obseg transakcij; v EU je že tako nižje število domačih transakcij porazdeljeno po več sistemih, hkrati pa je sedanjí obseg čezmejnega prometa primerjalno zelo majhen;
- transparentnost: konsolidiran način izvajanja kliringa in poravnave v ZDA povečuje transparentnost storitev, medtem ko v EU ni enotnega nabora storitev, temveč obstajajo velike razlike med nivoji storitev posameznih ponudnikov, kar onemogoča primerjavo cen med njimi (posebej to velja v primeru vertikalno povezanih struktur, kjer določene storitve subvencionirajo ostale – na primer cenejše trgovanje na borzi je podprto z dražjimi storitvami kliringa in poravnave);

⁴¹ V zvezi s tem je seveda bilo potrebno opredeliti določene značilnosti reprezentativnega udeleženca tudi z vidika stopnje pobota transakcij, ki jo lahko doseže, kar v primeru, da se tarife nanašajo na število transakcij po opravljenem pobotu, vpliva na stroške udeleženca (Linton et al, 2004, str. 48).

⁴² Prvi modelirani udeleženec ima srednje veliko število transakcij, drugi zelo veliko število transakcij, tretji pa zelo majhno število. Na ta način je možno upoštevati popuste, ki so jih za večje število transakcij deležni udeleženci (Linton et al, 2004, str. 51).

⁴³ Gre za poravnavo preko mednarodne CDD ali pa za poravnavo preko povezave dveh CDD.

- struktura upravljanja sistemov kliringa in poravnave: v ZDA je sistem kliringa in poravnave v lasti udeležencev, medtem ko je veliko sistemov kliringa in poravnave v EU v lasti drugih institucij, kar pomeni različne cilje upravljanja; upravljavci sistemov kliringa in poravnave v EU so profitno orientirani, kar potrjujejo tudi višji pribitki na stroške v EU kot v ZDA, to pa dodatno povečuje cene transakcij (enako ugotavljata že Lannoo in Levin, 2003, str. 11)⁴⁴.

Omejitev omenjenega pristopa je v tem, da se rezultati lahko razlikujejo glede na to, kakšne so značilnosti transakcij in uporabnikov (sistemi namreč za različne uporabnike postavljajo različne tarife), ki jih izvajajo, zato jih ni mogoče posploševati brez zavedanja teh omejitev (Linton et al, 2004, str. 6). Kljub temu rezultati zadovoljivo prikazujejo razlike v stroških kliringa in poravnave transakcij z delnicami v različnih okoljih.

Omejitev predstavlja tudi različnost strukture kliringa in poravnave v posameznih državah. V določenih državah namreč ni funkcije CNS, ki je zelo pomemben člen kliringa in poravnave v ZDA. Ta funkcija seveda pomeni dodatne neposredne stroške, hkrati pa prinaša tudi zmanjšanje oportunitetnih stroškov, ki pa niso zajeti v raziskavo. Zato je manj ustrezno primerjati med seboj države, kjer funkcija CNS obstaja, in tiste, v katerih te funkcije ni (Linton et al, 2004, str. 97). Nadaljnja omejitev pa je prav gotovo tudi omejena razpoložljivost podatkov o tarifah.

Dodatno slabost tega pristopa izpostavlja tudi Giovanninijeva skupina (Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union, 2001, str. 38), ki v svojem poročilu navaja, da so podatki tudi na osnovi tega pristopa težko primerljivi, saj ne obstaja enoten nivo storitev, ki ga zagotavlja določen ponudnik, niti ne enotna cena, ki bi bila primerljiva za transakcije na domači in mednarodni ravni. Struktura cene je tako zelo kompleksna in odvisna od mnogo faktorjev (vrsta vrednostnih papirjev, vrsta stranke, obseg poslovanja določene stranke, način plačila, ki ga izbere stranka, strankin odnos do ponudnika storitev, t.j. ali gre za lastnika, itd.).

3.3.3. Ocena stroškov izvajanja kliringa in poravnave v EU s strani Evropske komisije

Evropska komisija v svoji analizi presežnih stroškov sedanjega stanja infrastrukture za kliring in poravnavo med državami v EU (Integration of Clearing and Settlement in the EU - Regulatory Impact Assessment, 2005) povzema ugotovitve obstoječih raziskav s tega področja. Na tej podlagi skuša postaviti oceno stroškov, ki jih povzroča sedanja neučinkovitost infrastrukture za kliring in poravnavo čezmejnih transakcij z vrednostnimi

⁴⁴ Linton in soavtorji (2004, str. 34) pri tem omenjajo tudi raziskavo neučinkovitosti kliringa in poravnave v ZDA, ki jo je opravila Harvard Research Group. V raziskavi je ugotovljeno, da so tudi v ZDA prisotne ovire ki preprečujejo učinkovita kliring in poravnavo, pri čemer je navedena ocena možnih prihrankov ob odpravi ovir, ki bi znašali okoli 2,7 mrd dolarjev letno. Pri tem pa je predvsem pomembno, da so v ZDA ovire na tehničnem področju, medtem ko so v EU ovire za učinkovit kliring in poravnavo precej širšega značaja in so analizirane v naslednjem poglavju.

papirji v EU, in na tej osnovi oceniti oziroma utemeljiti potrebo po regulativnih ukrepih v obliki direktive.

V skladu z analizo obstoječih raziskav in upoštevanjem njihovih ugotovitev ter pomanjkljivosti in z upoštevanjem lastnih predpostavk je Evropska komisija opredelila svojo oceno dodatnih neposrednih in posrednih stroškov izvajanja kliringa in poravnave čezmejnih transakcij za uporabnike v primerjavi z neposrednimi in posrednimi stroški kliringa in poravnave domačih transakcij. Po oceni Evropske komisije znašajo dodatni stroški na letni ravni od 3,5 do 5 mrđ evrov. Povedano drugače, z odpravo ovir in zagotovitvijo izvajanja kliringa in poravnave čezmejnih transakcij na enaki ravni učinkovitosti, kot to velja za domače transakcije, je možno v EU letno prihraniti od 3,5 do 5 mrđ evrov.

Kot izhaja iz navedenega, so v praksi precejšnji problemi že z merjenjem in primerjavo stroškov med različnimi sistemi, posebej še med EU in ZDA. Problemi so povezani z različnim nivojem storitev, nerazpoložljivostjo podatkov o neposrednih stroških, hkrati pa ostaja velik del skupnih stroškov neznan. Kljub temu so raziskave s približki neposrednih in posrednih stroškov potrdile intuitivno že znano dejstvo, ki mu v praksi nihče ne nasprotuje, da povzroča razdrobljena in slabo medsebojno povezana infrastruktura za kliring in poravnavo v EU precej višje stroške (tako neposredne kot tudi posredne in oportunitetne) kot infrastruktura v ZDA, še posebej pri poravnavi transakcij med državami. Iz tega sledi, da je potrebno v EU doseči mnogo višjo stopnjo integracije sistemov kliringa in poravnave, in sicer bodisi preko ustvarjanja učinkovitih povezav med njimi bodisi preko konsolidacije. Kljub temu splošno znanemu in potrjenemu dejstvu pa v praksi do zadostne stopnje integracije še ni prišlo. V naslednjem poglavju so zato podrobneje predstavljene identificirane ovire, ki preprečujejo integracijo sistemov kliringa in poravnave v EU, ter njihovo odpravljanje.

4. Ovire za integracijo obstoječe infrastrukture za kliring in poravnavo v EU ter njihovo odpravljanje

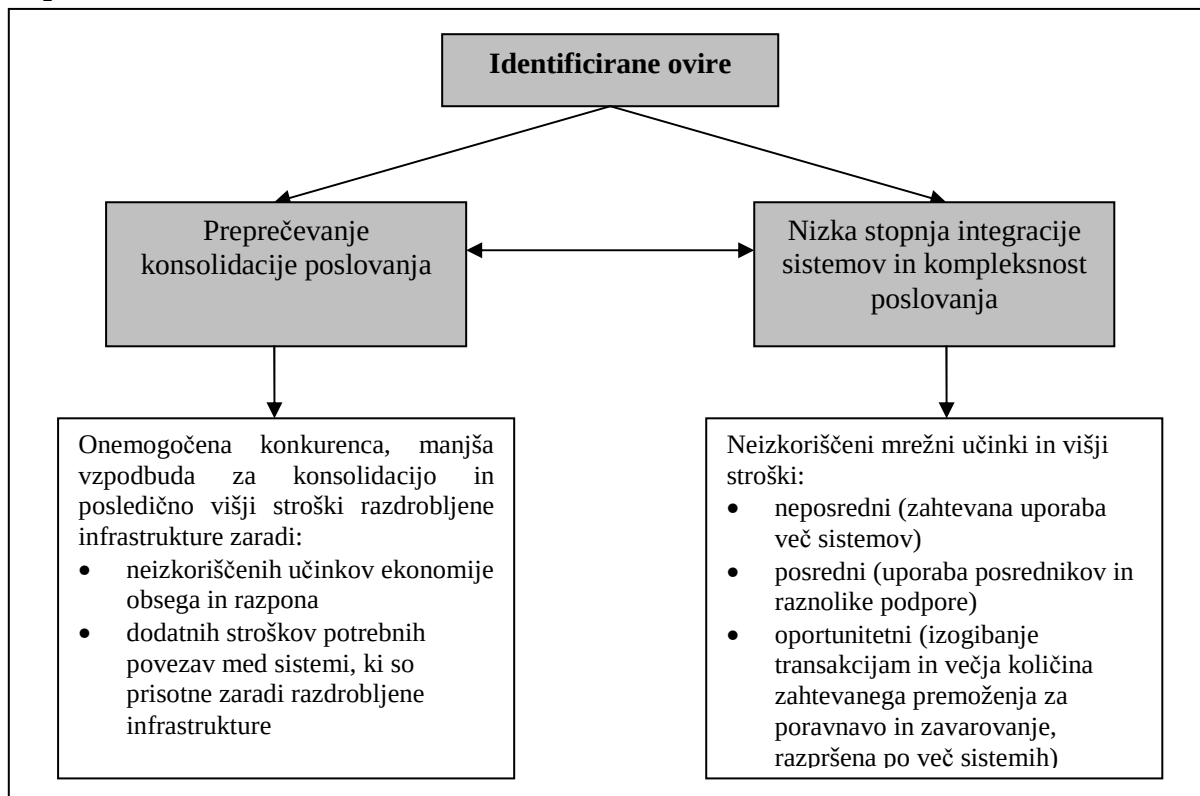
Dosedanji razvoj infrastrukture za kliring in poravnavo v EU je torej potekal znotraj posameznih držav, pri čemer se je razvila bolj ali manj učinkovita infrastruktura na domači ravni, ki pa ni sposobna zagotavljati učinkovitega kliringa in poravnave transakcij med sistemi oziroma med državami, kar uporabnikom povzroča visoke stroške. Obstoječi problem neučinkovite infrastrukture za kliring in poravnavo je moč razdeliti na dva nivoja, in sicer prvi nivo predstavlja razdrobljenost infrastrukture, drugi nivo pa predstavlja nepovezljivost med različnimi nacionalnimi sistemi. Oba nivoja sta seveda povezana med seboj, ker rešitev prvega vpliva na drugega in obratno.

Razdrobljenost infrastrukture že sama po sebi povzroča dodatne stroške tudi ob predpostavki optimalne medsebojne integriranosti oziroma povezanosti sistemov (le-ta bi omogočila centralizacijo celotnega poslovanja pri enem ponudniku, ki ima povezave z vsemi ostalimi,

brez pomembnih razlik med stroški domačih in čezmejnih transakcij), ker niso izkoriščene ekonomije obsega in razpona in ker povezave med več sistemi povzročajo dodatne stroške, zato so višji tudi stroški uporabe sistemov. Če se odpravi še predpostavka optimalne integriranosti sistemov, pa se stroški še dodatno povečajo, ker je za izvajanje čezmejnih transakcij zahtevana prisotnost v več sistemih, kar povečuje stroške uporabnikom (neposredne, posredne in oportunitetne), oziroma tudi niso izkoriščeni pozitivni mrežni učinki.

V nadaljevanju najprej sledi pregled ovir za povezovanje (integracijo) kliringa in poravnave v EU, ki jih je v svojem poročilu podrobneje predstavila in obravnavala Giovanninijeva skupina. Omenjene ovire povzročajo kompleksnost izvajanja transakcij preko razdrobljene infrastrukture in predstavljajo ovire za integracijo oziroma povezljivost med sistemi. Na ta način onemogočajo centralizacijo aktivnosti posameznih tržnih udeležencev pri enem ponudniku (s tem pa omejujejo konkurenco med ponudniki in njihovo konsolidacijo) in zaradi kompleksnosti dodatno povečujejo stroške, ki obstajajo že zaradi razdrobljene infrastrukture. Omenjeni odnosi so predstavljeni v naslednji sliki. Vprašanje konsolidacije infrastrukture, ki je dolgoročnejshe narave, pa je obravnavano v zadnjem poglavju.

Slika 7: Posledice identificiranih ovir za integracijo ter konsolidacijo sistemov kliringa in poravnave v EU



Vir: Lasten

4.1. Ovire za integracijo infrastrukture za kliring in poravnavo v EU

Kot ugotavlja Giovanninijeva skupina, je raznolikost in razdrobljenost infrastrukture za kliring in poravnavo v EU postala posebej izpostavljena s trenutkom vzpostavitve skupnega trga in valute, ki spodbuja finančno integracijo in čezmejne transakcije. Za tovrstno povezovanje pa nacionalno omejeni sistemi niso več primerni, saj predstavljajo dodatne stroške in tveganja za udeležence skupnega trga, kar resno ovira čezmejne transakcije, to pa v končni fazi pomeni tudi resno omejitev pri izkoriščanju prednosti enotnega trga in skupne valute (Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union, 2001, str. 20).

Giovanninijeva skupina je v analizi obstoječega stanja na osnovi vprašalnika udeležencem trga (ponudnikom in uporabnikom storitev kliringa in poravnave) opredelila ovire za učinkovito izvajanje čezmejnega kliringa in poravnave v okviru obstoječih institucionalnih ureditev in jih razdelila v tri skupine (Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union, 2001, str. 44-59)⁴⁵:

- a) Ovire zaradi razlik med državami pri uporabljenih tehničnih rešitvah oziroma tržnih praksah, pri čemer so te ovire bolj izrazite pri poravnavi kot pri kliringu, ter so večje v primeru čezmejnih transakcij z delnicami kot pa v primeru transakcij z obveznicami (oziroma izvedenimi finančnimi instrumenti).
- b) Ovire zaradi razlik med državami pri uporabljenih postopkih zbiranja davkov in uveljavljanja olajšav, pri čemer te ovire omejujejo možnosti institucij, da izvajajo te storitve ne glede na to, kje so registrirane. Prav tako dejstvo, da so posli z vrednostnimi papirji predmet obdavčitve v državi, kjer so vrednostni papirji locirani, za tuje investitorje predstavlja težave zaradi različnih davčnih režimov in njihovega nepoznavanja.
- c) Ovire zaradi razlik med državami, ki izhajajo iz različne pravne obravnave transakcij z vrednostnimi papirji. Pravni sistemi posameznih držav so se oblikovali skozi zgodovino v interakciji socialnih in ekonomskih spremenljivk, pri čemer med državami EU obstajajo precejšnje razlike. Medtem ko so v posamezni državi pravne osnove poznane in jasne, pa je pri čezmejnem trgovanju, kliringu in poravnavi precej več nejasnosti, ker so čezmejne transakcije lahko pod vplivom več nacionalnih pravnih sistemov.

4.1.1. Ovire zaradi različnih tehničnih rešitev in tržnih praks izvajanja kliringa in poravnave

Z vidika tehničnih rešitev skupina opozarja na razlike med državami pri uporabljeni tehnološki podpori, vmesnikih, komunikacijskih standardih in standardih sporočil, kar pri uporabnikih in ponudnikih storitev povzroča potrebo po različnih zalednih sistemih, aplikacijah in vmesnikih, potrebo po ročnih postopkih in potrebo po dodatnem osebju za

⁴⁵ Ovira za učinkovit kliring in poravnavo čezmejne transakcije je opredeljena kot kakršnakoli posebnost, ki zmanjšuje učinkovitost kliringa in poravnave čezmejnih transakcij v primerjavi s kliringom in poravnavo domačih transakcij.

vzdrževanje raznolike zaledne podpore. To povzroča visoke posredne stroške, operativna tveganja in odvrča od sodelovanja v več sistemih. Omenjene težave je moč odpraviti s poenotenjem standardov komuniciranja in sporočil med sistemi kliringa in poravnave, ki pomenijo na eni strani večjo tehnično povezljivost med sistemi, hkrati pa njihovim uporabnikom omogočajo sodelovanje v več sistemih brez dodatnih visokih stroškov. Oboje pa ima pomemben učinek tudi na konkurenco med sistemi.

Med najpomembnejše ovire v okviru tržnih praks sodijo omejitve glede uporabe sistemov kliringa in poravnave, ki investitorjem in izdajateljem predpisujejo uporabo točno določenih sistemov, pri čemer imajo te omejitve v določenih državah celo pravno podlago oziroma so opredeljene v pravilih, ki ustvarjajo ekskluzivne povezave med trgom ter sistemi kliringa in poravnave. V posameznih državah tako pogosto obstajajo zahteve, da se morata za posle, sklenjene na določenem trgu, kliring in poravnava opraviti v točno določeni (lokalni) klirinški hiši oziroma CDD. V to skupino sodijo tudi omejitve, ki se nanašajo na lokacijo izdaje vrednostnih papirjev, pri čemer imajo izdajatelji omejene možnosti za izdajo svojih papirjev. Gre torej predvsem za zahteve, da se vrednostni papirji izdajajo zgolj v lokalni CDD. Obstajajo pa tudi omejitve, povezane z aktivnostjo posrednikov pri primarni prodaji in vzdrževalcev trga, za katere mnoge države zahtevajo, da tovrstne institucije vzpostavijo lokalno podružnico in izvajajo kliring in poravnavo poslov v lokalnem sistemu. Z odpravo tovrstnih pogojev bi bila zmanjšana potreba po vzdrževanju dragih povezav do več klirinških hiš oziroma CDD ter po uporabi lokalnih ponudnikov storitev kliringa in poravnave, hkrati pa bi se povečala konkurenca med sistemi kliringa in poravnave in spodbudila njihova konsolidacija.

Druga skupina ovir v okviru tržnih praks se nanaša na razlike v nacionalnih pravilih glede izvajanja korporativnih akcij in glede določitve trenutka prenosa lastništva na osnovi opravljene transakcije, s katerim se šteje, da je kupec postal naslovnik za korporativne akcije. Omenjene razlike pri pravilih, zahtevanih informacijah in rokih glede korporativnih akcij od lastnikov vrednostnih papirjev v različnih državah zahtevajo različne aktivnosti, kar na eni strani zahteva poznavanje pravnih predpisov, na drugi strani pa na primer zahteve glede lokacije vrednostnih papirjev omejujejo možnosti pri centralizaciji poravnave in skrbništva teh vrednostnih papirjev. S tega vidika je potrebno harmonizirati pravila glede korporativnih akcij in trenutka prenosa lastništva. Pomembnost harmonizacije posebej poudarja Evropska zveza centralnih depotnih družb, ki trdi, da so razlike na tem področju med glavnimi viri dodatnih stroškov pri čezmejnih transakcijah (ECSDA, 2004, str. 17).

Tretja skupina ovir se nanaša na tržne prakse v zvezi z urniki izvajanja poravnav, ki so različni po posameznih državah oziroma sistemih in otežujejo harmonizacijo izvajanja poravnav v okviru povezav med sistemi. Razlike v rokih za poravnavo poslov med državami (roki večinoma variirajo med T+2 in T+3) povečujejo kompleksnost izvajanja čezmejnih poravnav z vidika posameznega udeleženca in povzročajo neusklajenost med prejemom vrednostnih papirjev oziroma denarnih sredstev na osnovi transakcij v eni državi in potrebo

po dostavi vrednostnih papirjev oziroma plačilu denarnih sredstev v drugi državi. Problemi se pojavljajo tudi pri povezavah med sistemi, pri katerih bodisi ni vedno zagotovljena poravnava med delovnim dnom bodisi so neusklajeni urniki izvajanja poravnave, kar onemogoča ponovno uporabo kupljenih vrednostnih papirjev v okviru enega sistema v naslednji transakciji v okviru drugega sistema znotraj enega dneva. Vse navedene razlike povzročajo dodatne stroške financiranja udeležencem trga oziroma zavirajo njihovo dejavnost, saj jim povzročajo težave pri usklajevanju njihovih terjatev in obveznosti iz naslova trgovanja v različnih državah oziroma sistemih, hkrati pa se povečuje delež neuspešnih poravn⁴⁶. Omenjene težave je mogoče odpraviti s harmonizacijo rokov za izvajanje kliringa in poravnave transakcij tako med državami kot sistemi.

Zadnjo skupino ovir iz naslova tržnih praks predstavljajo praktične omejitve neposrednega oddaljenega dostopa do lokalnih sistemov kliringa in poravnave. Oddaljen neposredni dostop, ki je tako tehnično kot pravno omogočen, zmanjšuje stroške za tuje udeležence, saj v določeni državi ne potrebujejo podružnice oziroma lokalnega agenta, da lahko poslujejo preko sistema, temveč v sistemu sodelujejo neposredno iz svoje države. Pri tem pa v pravilih sistemov pogosto obstajajo praktične omejitve, ki omejujejo možnosti za oddaljeno udeležbo. Na primer pravila za sodelovanje v sistemu zahtevajo poravnalni račun, odprt pri centralni banki, ki pa ne zagotavlja posojila oddaljenemu udeležencu, zato tak udeleženec potrebuje še odnos z lokalno banko, da lahko pridobi potrebno likvidnostno posojilo. V takem primeru je lažje, da do sistema dostopa preko lokalnega skrbnika, pri katerem lahko dobi posojilo. Druge omejitve zadevajo tehnično neusklajenost sistemov, zaradi katere morajo udeleženci v različnih državah imeti različno tehnično podporo.

4.1.2. Ovire, ki izhajajo iz različnih davčnih postopkov med državami

Prva skupina ovir, ki se nanaša na različne davčne postopke, zajema državne ureditve glede obračunavanja davka po odbitku in zagotavljanja olajšav, povezanih s tem davkom ob izplačilu. Pogosto namreč ta davek lahko zbirajo oziroma omogočajo olajšavo za ta davek ob izplačilu samo lokalni posredniki (torej posredniki, registrirani v državi, kjer se vrednostni papir nahaja), medtem ko tuji posredniki ne morejo obračunavati davka, zato morajo najemati usluge lokalnih posrednikov. Na ta način se stroški zagotavljanja storitev tujih posrednikov v primerjavi z domačimi povečujejo. S tega vidika bi morale biti omogočene, da lahko vsi finančni posredniki, registrirani v EU, opravljajo storitve zbiranja davkov v vseh ostalih državah, pri čemer pa morajo biti urejene tudi izterjave med državami.

Druga skupina ovir se nanaša na pobiranje davkov od transakcij, za katere davčne ureditve predpisujejo, da se zbirajo oziroma obračunavajo v lokalnem sistemu za poravnavo

⁴⁶ Zaradi neusklajene poravnave med različnimi sistemi investitor utrpí dodatne stroške v obliki dodatnih zahtev po likvidnosti oziroma predložitvi dodatnega zavarovanja. Ti izvirajo iz dejstva, da je investitor v enem sistemu kupil vrednostne papirje, v drugem pa jih prodal, pri čemer pa so roki izvajanja poravnave med sistemoma neusklajeni. To pomeni, da mora investitor dostaviti vrednostne papirje v drugem sistemu pred prejemom le-teh v prvem sistemu, iz česar sledi, da si mora prodane vrednostne papirje za poravnavo v drugem sistemu izposoditi. Analogno velja tudi za denarna sredstva.

vrednostnih papirjev. Ta zahteva za investitorja pomeni omejitev pri izbiri lokacije oziroma posrednika za poravnavo vrednostnih papirjev, saj mora biti povezan z lokalnim sistemom, ki zagotavlja zbiranje davka od transakcij. Države bi morale zato odpraviti tovrstne zahteve, s čimer bi imeli investitorji več izbire pri poravnavanju transakcij⁴⁷.

Evropska komisija ugotavlja, da poleg ovir, ki jih navaja Giovanninijeva skupina in so najbolj neposredno povezane s kliringom in poravnavo, obstajajo še druge ovire na tem področju, ki zadevajo širše okolje finančnega trga. V tem okviru izpostavlja kompleksnost in različnost postopkov glede zbiranja davkov po odbitku in davkov na kapitalske dobičke, ki povzročajo visoke stroške in zahtevajo uporabo posrednikov z lokalnim znanjem. Poleg tega so različni posli različno obravnavani z davčnega vidika. S tega vidika Evropska komisija vidi potrebo po temeljiti širši preučitvi tovrstnih ovir na področju davčnih postopkov, ki investitorjem preprečujejo optimalno investiranje in ga pogojujejo s tehničnimi značilnostmi zbiranja davkov (Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, 2002, str. 8 -15).

4.1.3. Ovire na osnovi razlik med državami zaradi različnih pravnih osnov

Najpomembnejša ovira, ki izhaja iz različnih pravnih osnov med državami, se nanaša na odsotnost enotne pravne osnove za obravnavo lastništva vrednostnih papirjev, ki so vknjiženi na računih pri posrednikih, oziroma tudi prenosa lastništva ali pa vknjižbe pravic na vrednostnih papirjih preko teh računov. To je pomembno zaradi opredelitve pravic lastnika računa, posebej v primeru stečaja (lastnika samega, nasprotne stranke ali pa posrednika, pri katerem ima odprt račun). Kot je omenjeno že pri korporativnih akcijah, med državami tudi ni usklajenih določil o trenutku prenosa lastništva na podlagi sklenjenega posla. Razlike med državami pri določitvi pravic iz naslova vrednostnih papirjev povzročajo tveganja tudi pri kliringu in poravnavi. Cilj odprave te ovire je tako poenotenje pravnega pojmovanja lastništva vrednostnih papirjev v vseh državah, in sicer tako pri domačih kot čezmejnih transakcijah, dokončnih prodajah/nakupih vrednostnih papirjev in pri uporabi vrednostnih papirjev kot finančnega zavarovanja. Pri tem mora veljati, da stanje na računih vrednostnih papirjev investitorjev pri posrednikih pravno že pomeni tudi dejansko lastništvo teh vrednostnih papirjev. Enaka gotovost in principi morajo veljati za vpisane pravice na vrednostnih papirjih, ki se vodijo v okviru računa pri posredniku, prav tako pa morajo biti vrednostni papirji investitorjev zaščiteni pred terjatvami tretjih oseb do posrednika.

Druga vrsta pravnih ovir izhaja iz razlike v obravnavanju bilateralnega pobota finančnih transakcij, pri čemer je v določenih državah z zakonom predpisano, katere terjatve in obveznosti med strankama so lahko predmet pobota.

⁴⁷ Kot ugotavlja Evropska komisija v svoji komunikaciji, so določene države že odpravile omejitve glede vrste institucij, ki lahko izvajajo storitve iz naslova zbiranja davkov v državi (Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, 2002, str. 9).

V tej povezavi je pomembna tudi tretja skupina identificiranih pravnih ovir, ki izhaja iz dejstva, da ni enotne zakonodaje, ki bi urejala transakcije z vrednostnimi papirji, zato se pri čezmejnih transakcijah, ki vključujejo kliring in poravnavo v različnih pravnih okoljih, poraja vprašanje o tem, katera zakonodaja ureja konkretno transakcijo⁴⁸.

Evropska komisija dodaja še eno pomembno pomanjkljivost, ki je posledica pomanjkanja enotne pravne osnove na ravni EU, in sicer neusklajeno obravnavanje institucij, ki ponujajo storitve kliringa in poravnave, v odvisnosti od tega, ali gre za banke/investicijske družbe ali pa druge vrste institucij. Glede na trenutno stanje namreč velja, da pravna podlaga EU za področje kliringa in poravnave ne ureja celovito nabora storitev, ki se izvajajo v tem okviru, prav tako pa ne pokriva vseh institucij, ki so vključene v kliring in poravnavo. Tako na primer banke/investicijske družbe na osnovi načela enotne licence lahko ponujajo storitve kliringa in poravnave preko meja, kar pa ne velja za ostale institucije, ki izvajajo storitve kliringa in poravnave. Na drugi strani obstajajo tudi razlike glede kapitalskih zahtev, kjer so razlike tako med institucijami, ki so banke, in tistimi, ki to niso, kakor tudi med nebančnimi institucijami samimi (Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, 2004, str. 8).

4.2. Odpravljanje ovir za integracijo infrastrukture za kliring in poravnavo v EU

Kot ugotavlja Giovanninijeva skupina, se odprava identificiranih ovir v prvi fazi nanaša na obstoječe institucionalne ureditve in ne zahteva bistvenega preoblikovanja oziroma konsolidacije obstoječe infrastrukture, zato se lahko zgodi precej hitro in s tem omogoči osnovo za integracijo in konsolidacijo sistemov kliringa in poravnave, pri čemer je končni cilj učinkovita in varna infrastruktura za kliring in poravnavo (Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements, 2003, str. 4).

Pri pregledu navedenih ovir je možno izpostaviti tiste, ki jih lahko odpravijo tržni udeleženci sami (ovire, ki se nanašajo na tehnične rešitve in deloma tržne prakse), in tiste, ki jih lahko odpravijo samo zakonodajalci in regulatorji (ovire iz naslova razlik v tržnih praksah, pravnih podlagah ter davčnih postopkih). Pri tem prizadevanja zakonodajne oblasti in regulatorjev za odpravo razlik in nejasnosti v pravnih sistemih in davčnih ter regulatornih obravnavah

⁴⁸ Obe navedeni oviri sedanjí pravni red EU že razrešuje. Tako so bile na primer razlike glede obravnave pobota in vprašanja veljavnega zakona v velike meri že pokrite z direktivo o dokončnosti poravnav v plačilnih in poravnalnih sistemih ter direktivo o finančnem zavarovanju. Ti dve direktivi urejata tudi postopke v primeru stečaja, ki se nanašajo na udeležence v plačilnih in poravnalnih sistemih ter za odnose v zvezi s finančnim zavarovanjem. Direktiva o dokončnosti poravnav v plačilnih in poravnalnih sistemih tako zmanjšuje posledice uvedbe stečaja nad udeležencem sistema za sam sistem in zagotavlja nepreklicnost in dokončnost plačil/prenosov in pobota v takih primerih. Zaščita pred učinki stečaja velja tudi za finančno zavarovanje, ki je bilo predloženo v sistemu oziroma centralni banki za zavarovanje obveznosti dolžnika. Direktiva uporablja načelo, po katerem se za določitev pravic upnika iz naslova finančnega zavarovanja uporablja pravo države, v kateri je lociran račun oziroma register, kjer je vpisana pravica upnika. Direktiva o finančnem zavarovanju pokriva celoto transakcij iz naslova finančnega zavarovanja, ki jih izvajajo sistemi oziroma posredniki, pri čemer predstavlja zaščito teh transakcij pred učinki stečaja in ravno tako uveljavlja načelo o uporabi prava države, v kateri je lociran račun oziroma register (Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, 2004, str. 24).

institucij dajejo tudi jasen signal in vzpodbudo tržnim udeležencem ter odpravljajo negotovosti, ki so do sedaj ovirale integracijo in konsolidacijo infrastrukture na evropski ravni. V nadaljevanju so tako prikazane nekatere najpomembnejše iniciative za odpravo identificiranih ovir in izboljšanje stanja. Te iniciative izhajajo tako iz privatnega kot tudi javnega sektorja, posebej pa so izpostavljene iniciative Evropske komisije.

4.2.1. Aktivnosti privatnega sektorja

V okviru aktivnosti privatnega sektorja je potrebno najprej omeniti sodelovanje tržnih udeležencev v okviru Giovanninijeve skupine, ki je bila sicer organizirana s strani Evropske komisije in je identificirala ovire za učinkovito izvajanje kliringa in poravnave čezmejnih transakcij v EU ter opredelila potrebne aktivnosti in prioritete za usklajeno in smotrno odpravo ovir. Podrobneje so aktivnosti in prioritete predstavljene v Prilogi 6. Potrebno je poudariti, da večina aktivnosti in pobud ostalih zainteresiranih strani izvira ravno iz dela in usmeritev te skupine.

Med aktivnostmi privatnega sektorja je potrebno omeniti tudi aktivnosti privatne neprofitne mednarodne organizacije, ki združuje strokovnjake iz privatnega in javnega sektorja ter akademike z imenom Skupina 30 (*»Group of Thirty«*). Ta skupina je ob zavedanju naraščajočega pomena čezmejnega kliringa in poravnave pripravila priporočila za povečevanje učinkovitosti ter zmanjševanje prisotnih tveganj na svetovni ravni, pri čemer je izhajala iz dejanskega stanja v praksi. Ta priporočila so zelo praktično usmerjena in predstavljajo tehnične, pravne in operativne standarde, katerih namen je povečati varnost in učinkovitost čezmejnega kliringa in poravnave. Skupina je opredelila tudi prioritete in akcijski plan za implementacijo priporočil⁴⁹.

Članice Evropske zveze centralnih depotnih družb (ECSDA) so se dogovorile glede načrtovanega poenotenja urnikov delovanja sistemov in rokov za izvajanje poravnav ter za zagotavljanje dokončnosti poravnav med dnem, kar je posebej pomembno pri povezavah med posameznimi sistemi. Prav tako je družba SWIFT, kot upravljavec vodilnega svetovnega medbančnega komunikacijskega omrežja, na temo odprave prve ovire iz poročila Giovanninijeve skupine že objavila predlog standarda komunikacij (SWIFT, 2005), medtem ko na poenotenju postopkov v zvezi s korporativnimi akcijami dela celo več interesnih združenj hkrati, pri čemer so si medsebojno razdelila delo in ga tudi usklajujejo.

Poleg ostalih pobud za odpravo ovir ter povezovanja in združitvev med sistemi kliringa in poravnave, ki s seboj prinašajo tehnično standardizacijo in poenotenje tržnih praks, pa so

⁴⁹ Pomembnejša priporočila zajemajo odpravo papirnega poslovanja ter avtomatizacijo postopkov, harmonizacijo standardov sporočil in komunikacije, harmonizacijo urnikov poslovanja sistemov kliringa in poravnave in ostalih povezanih (plačilnih) sistemov, povečanje uporabe CNS, uvajanje posojil vrednostnih papirjev, avtomatizacijo postopkov iz naslova upravljanja s premoženjem (korporativne akcije, davčni postopki), uveljavljanje postopkov obvladovanja finančnih, pravnih in operativnih tveganj na strani uporabnikov in sistemov, zagotavljanje učinkovitega upravljanja sistemov ter prostega in pravičnega dostopa do sistema,

pomembni tudi odzivi upravljavcev sistemov kliringa in poravnave ter pomembnih skrbnikov na komunikacijo Evropske komisije glede pravnega urejanja kliringa in poravnave v EU, kar kaže na izjemno zainteresiranost za ureditev sedanjega stanja. Pri tem se seveda izpostavljajo tudi navzkrižni interesi med posameznimi tržnimi udeleženci (predvsem med skrbniki in CDD), na podlagi katerih poteka močno lobiranje s strani teh udeležencev pri regulatorjih.

4.2.2. Aktivnosti javnega sektorja

V okviru aktivnosti javnega sektorja je poleg aktivnosti Evropske komisije na osnovi akcijskega plana za vzpostavitev enotnega trga na področju finančnih storitev⁵⁰ (*»Financial Services Action Plan«* - FSAP) potrebno izpostaviti delo dveh drugih teles, in sicer skupne skupine Evropskega sistema centralnih bank (ESCB) in Odbora evropskih regulatorjev trgov vrednostnih papirjev (CESR) na eni strani ter odbora *»Committee of Wise Men«* na drugi.

Evropska komisija je leta 1999 objavila akcijski plan za vzpostavitev enotnega trga na področju finančnih storitev, ki je bil potrjen tudi na lizbonskem Evropskem svetu leta 2000. Plan sestavljajo aktivnosti, ki so namenjene odstranjevanju ovir za integracijo finančnega trga z zagotovitvijo ugodnega pravnega in regulativnega okolja. FSAP prinaša vrsto ukrepov, med njimi De Carvalho (2004, str. 8) izpostavlja tiste, ki vplivajo na infrastrukturo za trgovanje ter kliring in poravnavo v EU. Ti ukrepi so spodbujanje oziroma omogočanje izdajateljem vrednostnih papirjev dostop do sredstev po konkurenčnih pogojih v celotni EU, zagotavljanje dostopa investitorjem in posrednikom do vseh trgov preko ene vstopne točke, vzpostavitev enakih osnov za delovanje ponudnikov finančnih storitev z namenom zagotovitve enotnih konkurenčnih izhodišč in zagotavljanje pravne varnosti.

ESCB in CESR sta v sodelovanju pripravila standarde za sisteme kliringa in poravnave, ki bodo podlaga za enotno regulatorno obravnavo teh sistemov na evropski ravni in bodo prispevali k zagotovitvi enakosti pogojev za poslovanje teh sistemov, hkrati pa bodo v pomoč nadzornikom teh sistemov pri izvajanju nadzora.

Odbor *»Committee of Wise Men«* je po naročilu Sveta ministrov za gospodarstvo in finance (ECOFIN) pripravil poročilo o nadaljnji regulaciji evropskih trgov vrednostnih papirjev. Pri tem izpostavlja pomanjkljivosti sedanjega stanja in predlaga ukrepe za implementacijo ustreznega zakonodajnega okvira na evropski ravni ter njegovo implementacijo v posameznih državah (postopkovni vidik sprejemanja nove zakonodaje)⁵¹. Poročilo omenja tudi področje

upoštevanje interesov zainteresiranih strani in zagotavljanje konsistentne regulacije in nadzora nad sistemi (Group of Thirty, 2003).

⁵⁰ Aktivnosti Evropske komisije, ki so neposredno usmerjene v kliring in poravnavo, so zaradi pomembnosti ločeno prikazane v nadaljevanju.

⁵¹ Odbor je pri analizi sedanjega stanja ugotovil, da je trenutni način sprejemanja pravnega oziroma regulatornega okvira v EU prepočasen, preveč rigid, kompleksen in slabo prilagojen tempu spreminjanja globalnega finančnega trga. Obstoječa pravila in direktive se različno prenašajo v nacionalno zakonodajo, kar pomeni različno obravnavanje istih storitev v različnih državah in s tem povzročanje neenakih pogojev poslovanja. Hkrati tudi ne obstaja osnovna zakonodaja na evropski ravni, ki bi omogočala integracijo finančnih trgov v EU. Tovrstne težave pa predstavljajo oviro za nastanek vseevropskega finančnega trga (Final Report of

kliringa in poravnave, ki je osnova za delovanje trgov vrednostnih papirjev, za katero ugotavlja naslednje (Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets, 2001, str. 16-17):

- infrastruktura za kliring in poravnavo v EU se mora nadalje preoblikovati, pri čemer mora proces voditi privatni sektor, medtem ko je vloga javnega sektorja (in Evropske komisije) zaščita konkurence, odprava ovir za integracijo (kot jih opredeljuje poročilo Giovanninijeve skupine) in skrb za varnost delovanja te infrastrukture; v kolikor pa privatni sektor ne bo sam sposoben zagotoviti učinkovitega vseevropskega sistema kliringa in poravnave (v kakršnikoli obliki), bo potrebna javna usmeritev na tem področju;
- potrebna je analiza možnosti vzpostavitve pravne podlage na evropski ravni za izvajanje storitev kliringa in poravnave, ki bi zagotovila ustrezno delovanje sistemov; pravna podlaga mora upoštevati tudi sistemsko pomembnost te infrastrukture, ki neposredno vpliva na izvajanje monetarne politike in delovanje medbančnih plačilnih sistemov.

4.2.3. Aktivnosti Evropske komisije

Evropska komisija (v nadaljevanju: Komisija) se zadnja leta zelo aktivno ukvarja z odpravo neučinkovitosti infrastrukture za kliring in poravnavo v EU in je v zvezi s tem izdala tudi že dve komunikaciji, s katerima je predstavila svoje poglede in skušala pridobiti odziv zainteresiranih strani.

V svoji prvi javni komunikaciji na temo kliringa in poravnave v EU (Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, 2002) je Komisija predstavila svoj pogled na obstoječe stanje kliringa in poravnave v EU in svojo politiko ter možno nadaljnje ukrepanje na tem področju. Komisija ugotavlja, da sta kliring in poravnava ključna procesa v okviru finančnega sistema in da EU kot celota potrebuje stroškovno učinkovite, konkurenčne in varne ureditve za izvajanje teh procesov. Pri tem poudarja, da trenutno stanje na področju čezmejnega kliringa in poravnave v EU ne izpolnjuje omenjenih zahtev, kar prispeva k temu, da ni mogoče v celoti izkoristiti prednosti skupnega trga. Komisija pri tem izhaja iz poročila Giovanninijeve skupine ter kot vir neučinkovitosti izpostavlja razdrobljenost infrastrukture, ki je posledica razlik med državami na področju tehnoloških rešitev, tržne prakse, davčnih postopkov in zakonodaje, ki ureja področje vrednostnih papirjev. K temu dodaja, da odsotnost enotnega regulativnega urejanja kliringa in poravnave pomeni tudi razlike v tveganosti te infrastrukture po posameznih državah, kar dodatno ovira razvoj čezmejne dejavnosti.

the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets, 2001, str. 7 in 18). S tega vidika Odbor predlaga nov način sprejemanja in implementacije zakonodaje na področju trgov vrednostnih papirjev, ki bi pospešil sprejemanje evropske zakonodaje in omogočil njeno fleksibilnost, hkrati pa zagotovil dosledno in usklajeno nacionalno implementacijo.

Komisija je identificirala naslednja dva cilja, ki naj bi zagotovila učinkovitejše izvajanje čezmejnega kliringa in poravnave (Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, 2002, str. 1):

- odprava ovir za izvajanje čezmejnih transakcij v obliki razlik v tehničnih rešitvah in tržnih praksah, davčnih postopkih in pravnih osnovah, ki se uporabljajo v zvezi z vrednostnimi papirji; pri tem izpostavlja vlogo privatnega sektorja pri odpravi tehničnih razlik, medtem ko pri odpravi ostalih ovir vidi potrebo po intervenciji javnega sektorja;
- odprava neusklajenosti in neenakega obravnavanja institucij, ki opravljajo enake storitve, s čimer se zagotovi enakost pogojev za različne vrste institucij in osnova za pravično konkurenco med njimi⁵²; v tem okviru je primarno potrebno zagotoviti transparentne in objektivne pogoje dostopa do sistemov kliringa in poravnave⁵³.

Komisija se pri tem ne opredeljuje glede posameznih možnih oblik infrastrukture za kliring in poravnavo, ker izbiro ustrezne oblike prepušča trgu. Ob tem izpostavlja zahteve glede spoštovanja konkurence in zagotavljanja izbire uporabnikom, zaščite investorjev ter minimizacije sistemskega tveganja in vzdrževanja finančne stabilnosti (Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, 2002, str. 2 in 8).

V svoji drugi komunikaciji, ki je izšla po zaključku dela Giovanninijeve skupine, je Komisija predstavila načrtovane konkretne aktivnosti s ciljem zagotoviti učinkovito, integrirano in varno infrastrukturo za kliring in poravnavo. V ta namen namerava Komisija zagotoviti (Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, 2004, str. 8-11):

- liberalizacijo in integracijo obstoječih sistemov kliringa in poravnave z uvedbo ustreznih pravic dostopa na vseh nivojih teh sistemov in odpravo obstoječih ovir čezmejnemu kliringu in poravnavi;
- izvajanje politike varovanja konkurence, s katero se preprečuje omejevalne ukrepe s strani ponudnikov storitev in posredno vzpodbuja procese konsolidacije;
- sprejetje enotnega regulatornega in nadzornega okvira;
- vzpostavitev ustreznih struktur upravljanja.

⁵² Glede na trenutno stanje namreč velja, da pravna podlaga EU za področje kliringa in poravnave ne ureja celovito nabora storitev, ki se izvajajo v okviru kliringa in poravnave, prav tako pa ne pokriva vseh institucij, ki so vključene v kliring in poravnavo. Dejansko se posamezne institucije oddaljujejo od svojih tradicionalnih in čisto opredeljenih funkcij, kar povzroča zameglitev meje med različnimi institucijami, ki izvajajo te storitve. Zato so se pojavile težnje po funkcionalnem pristopu, po katerem je regulatorni režim za posamezne storitve odvisen od tveganja te storitve, ne pa od vrste institucije, ki jo izvaja. V skladu s tem bodo institucije, ki ponujajo enake storitve, podvržene enakim zahtevam oziroma obveznostim in pravicam (Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, 2002, str. 7).

⁵³ Tržni udeleženci pri snovanju svojih investicijskih odločitev ne smejo biti omejeni z lokacijo nasprotne stranke v poslu, z lokacijo vrednostnih papirjev ali pa infrastrukture, ki omogoča prenos teh papirjev, zato je potrebno zagotoviti splošen dostop vseh trgov, ponudnikov storitev (sistemov in posrednikov) in tržnih udeležencev do vseh relevantnih sistemov, v skladu z njihovimi poslovnimi odločitvami. Komisija na drugi strani poudarja, da morajo biti integrirani sistemi kliringa in poravnave usklajeni s standardi, ki zagotavljajo finančno stabilnost.

Liberalizacija in integracija obstoječih sistemov kliringa in poravnave zahteva, da so trgovci, ponudnikom storitev kliringa in poravnave ter investitorjem na voljo vse možnosti za izvajanje čezmejnega kliringa in poravnave. Šele v primeru, ko imajo vsi polno izbiro opcij za opravljanje čezmejnega kliringa in poravnave, namreč lahko pride do učinkovite konkurence, ki bo znižala cene in povečala učinkovitost. Tovrstna razpoložljivost različnih opcij pa je mogoča samo ob zagotovitvi pravice dostopa vsem ponudnikom kliringa in poravnave (vključno s CDD in CNS) do vseh ostalih tovrstnih sistemov ter z odpravo vseh ovir, ki jih je identificirala Giovanninijeva skupina.

Po mnenju Komisije sta liberalizacija in integracija nujni vendar ne zadostni pogoj za učinkovite sisteme kliringa in poravnave v EU. Zato morajo posamezne države oziroma pristojne institucije uveljavljati konkurenčno zakonodajo na tem področju, ki mora zagotoviti izkoristek prednosti integracije in preprečiti škodljivo prakso na strani sistemov kliringa in poravnave, usmerjeno v omejevanje konkurence.

Sprejetje skupnega oziroma enotnega regulatornega in nadzornega okvira na ravni EU povečuje finančno stabilnost in zaščito investitorjev ter predstavlja osnovo za medsebojno priznanje teh sistemov med državami. Stabilnost in varnost sistemov kliringa in poravnave je podlaga za stabilnost in varnost finančnega sistema kot celote, saj se sistemi uporabljajo tudi za prenos finančnega zavarovanja, ki je potrebno v okviru medbančnih plačilnih sistemov in pri izvajanju monetarnih operacij, s čimer neposredno vplivajo tudi na varnost teh sistemov. Prav tako so udeleženci sistemov kliringa in poravnave tudi udeleženci medbančnih plačilnih sistemov, kar ustvarja povezavo, po kateri se prenašajo težave med obema vrstama sistemov⁵⁴. Varni in zanesljivi sistemi kliringa in poravnave so pomembni tudi z vidika investitorjev in vplivajo na splošno zaupanje v finančni sistem, ki se v končni fazi odrazi v obsegu poslovanja in likvidnosti trgov. Enoten regulatorni in nadzorni okvir ter zagotovitev dostopa vsem ponudnikom kliringa in poravnave pa bosta tudi odpravila neenakost obravnave posameznih institucij, ki izvajajo enake funkcije in se razlikujejo po vrsti (banke/nebanke), v smislu njihovega dostopa do tujih trgov in kapitalskih zahtev, kar bo omogočilo enake pogoje poslovanja (funkcionalni pristop).

Omenjenim ukrepom oziroma usmeritvam pa je komplementaren ukrep tudi vzpostavitev ustreznih in učinkovitih struktur upravljanja sistemov, s čimer se dodatno okrepijo pritiski za zagotovitev varnosti delovanja in preprečevanja obnašanja, ki ni v skladu s konkurenco.

⁵⁴ Glede na omenjeno pomembnost sistemov kliringa in poravnave v sedanjih razmerah določeni regulatorji lahko (upravičeno) zavrnejo dostop tujim sistemom kliringa in poravnave do domačih tovrstnih sistemov, ker se bojijo škodljivih posledic, posebej, če niso prepričani v učinkovitost nadzora v državi, v kateri so sistemi vzpostavljeni. Iz tega sledi, da je izredno pomembno uskladiti in poenotiti regulatorni in nadzorni okvir na ravni EU, s čimer bo mogoče povečati varnost in zanesljivost vseh sistemov v EU na enotni osnovi, kar bo omogočilo tudi medsebojno priznanje sistemov in odprlo možnosti njihovega dostopa do drugih sistemov.

Komisija je za pospešitev procesa vzpostavitve učinkovitega in varnega kliringa in poravnave v EU že uvedla naslednje ukrepe (Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, 2004, str. 11-12):

- ustanovitev svetovalno-opazovalne skupine, ki se ukvarja z vprašanji odprave tistih ovir iz poročila Giovanninijeve skupine, za katere je primarno odgovoren privatni sektor, ter promovira integracijo in konsolidacijo; pri tem ta skupina deluje kot usklajevalno telo in forum med privatnim in javnim sektorjem ter v okviru samega privatnega sektorja, kjer obstajajo različni interesi in položaj različnih institucij, ter spodbuja in koordinira aktivnosti in procese v smeri končnega cilja;
- priprava predloga direktive o kliringu in poravnavi;
- ustanovitev dveh strokovnih skupin, sestavljenih iz predstavnikov javnega in privatnega sektorja ter akademikov, ki se zelo podrobno ukvarjata z vprašanji identificiranih ovir na področju davčnih sistemov in pravne osnove in ki bosta bolj podrobno ocenili stanje glede posameznih ovir iz poročila Giovanninijeve skupine in identificirali morebitne druge ovire ter po potrebi predlagali ukrepe za harmonizacijo; delo obeh skupin obravnava vprašanja, ki so precej širša od samega kliringa in poravnave in tako zadeva tudi druga področja;
- zagotavljanje spoštovanja konkurenčne zakonodaje, kjer bodo Komisija in nacionalne oblasti skupno delovale proti ukrepom, ki so v nasprotju s konkurenčno zakonodajo (nepravično omejevanje dostopa in previsoke ter diskriminatorne cene), pri čemer bodo sproti spremljale konsolidacijo.

V nadaljevanju so podrobneje predstavljeni predlogi Komisije glede direktive o kliringu in poravnavi ter odzivi tržnih udeležencev in teoretikov na te predloge (prikazani so sicer odzivi na komunikacijo Komisije, ki pa se primarno osredotočajo na predlog vsebine direktive).

5. Predlog vsebine direktive o kliringu in poravnavi ter odzivi nanj

Pred obravnavo predloga vsebine direktive o kliringu in poravnavi je potrebno poudariti, da gre za prvo verzijo predloga Komisije, ki nakazuje smernice prihodnjih ukrepov in možno vsebino direktive. Komisija bo pripravila formalen predlog direktive šele potem, ko bo ocenila vpliv predloga z vidika koristi in stroškov, pri čemer pa bo upoštevala tudi relevantne predloge oziroma odzive zainteresiranih strani (ponudniki storitev, regulatorji), prejete na podlagi komunikacije.

5.1. Predlog vsebine direktive o kliringu in poravnavi

Komisija obravnava odpravo ovir, identificiranih v poročilu Giovanninijeve skupine, kot nujen pogoj za doseg integriranega, liberaliziranega in konkurenčnega kliringa in poravnave v EU, hkrati pa ugotavlja, da zgolj izpolnitev tega pogoja ne bi bila zadostna. Zato je v svoji drugi komunikaciji predstavila predlog vsebin, ki naj bi jih urejala prihodnja direktiva o kliringu in poravnavi. Po predlogu naj bi ta urejala celovite pravice dostopa in možnost izbire,

enoten regulativni okvir in upravljanje sistemov (Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, 2004, str. 13-22).

5.1.1. Celovite pravice dostopa in možnost izbire

Integracija kliringa in poravnave je v veliki meri odvisna od možnosti uporabnikov in ponudnikov storitev kliringa in poravnave, da prosto dostopajo in izbirajo ustrezen sistem oziroma lokacijo za izvajanje kliringa in poravnave, in sicer po pravičnih in nediskriminatornih pogojih. Trenutna praksa namreč pogosto omejuje te možnosti, pri čemer omejitve lahko izvirajo celo iz zakonodaje. Tovrstne omejitve je po mnenju Komisije najlažje odpraviti z enotnim pristopom na ravni EU, to je s sprejetjem direktive, ki bo vzpostavila celovitost pravic dostopa in izbire ter opredelila pogoje za njihovo izvajanje.

Sedanji pravni red EU sicer omogoča proste možnosti dostopa oziroma izbire sistemov kliringa in poravnave za banke in investicijske družbe⁵⁵, vendar pa ne zagotavlja enakih možnosti za same sisteme kliringa in poravnave, ki bi morali prav tako imeti možnosti dostopa do drugih sistemov. S tem se dejansko povratno omejuje tudi možnost izbire uporabnikom teh sistemov, ki jim je sicer formalno zagotovljena, saj na primer izbrani sistemi kliringa in poravnave ne morejo vzpostaviti potrebne povezave do drugih sistemov, ker jim to preprečujejo lokalna pravila ali pa zakoni. Iz tega izhaja, da sistemi kliringa in poravnave morajo imeti odprt dostop do drugih sistemov, tako da lahko vzpostavijo povezave do teh sistemov (če za to seveda obstaja poslovni interes), preko katerih lahko svojim strankam omogočajo kliring in poravnavo s strankami drugih sistemov.

Komisija želi torej z dopolnitvijo sedanjega pravnega reda zagotoviti naslednje pravice dostopa oziroma izbire na transparentni, nediskriminatorni in objektivni osnovi (Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, 2004, str. 15-16):

- investicijske družbe in banke imajo pravico dostopa do CNS in CDD v drugih državah;
- CNS imajo pravico dostopa do CNS in CDD v drugih državah;
- CDD imajo pravico dostopa do CDD v drugih državah;
- regulirani trgi in alternativni trgovalni sistemi imajo pravico vzpostavitve ureditev za kliring in poravnavo s CNS in CDD v drugih državah.

5.1.2. Enoten regulativni okvir

Dostop tujih institucij v domače sisteme kliringa in poravnave pa je lahko omejen tudi zaradi upravičenih pomislekov domačih regulatorjev in nadzornikov, ki skrbijo za stabilnost finančnega sistema in varno delovanje teh sistemov. S tega vidika so sicer pomembne skupne

⁵⁵ Ta jim namreč zagotavlja možnost izbire, po kateri lahko poljubno centralizirajo svoje poravnave in imetja vrednostnih papirjev v okviru izbranih poravnalnih sistemov, s čimer se izognejo potrebi po članstvu v več sistemih, seveda ob pogoju, da obstajajo ustrezne operativne povezave med sistemi (vzpostavitev teh povezav pa seveda ni predpisana, ampak prostovoljna).

iniciative regulatorjev trgov vrednostnih papirjev in centralnih bank, katerih namen je postaviti regulatorni in nadzorni okvir za te sisteme ter opredeliti sodelovanje in razdelitev pristojnosti med pristojnimi institucijami v primeru čezmejnih povezav med institucijami ter njihove mednarodne prisotnosti. Vendar pa je slabost teh standardov v tem, da niso formalno zavezujoči. Glede na to Komisija meni, da tovrstne iniciative niso zanesljive in ne omogočajo enakega nivoja regulative in nadzora po posameznih državah, zato želi v direktivi opredeliti bistvene določbe glede licenciranja, regulacije in nadzora sistemov kliringa in poravnave, ki bodo omogočile zahtevano poenotenje med državami.

V skladu s predlogom Komisije bo direktiva tako opredelila funkcijski pristop, začetne in sprotne ukrepe za zagotovitev zaščite investitorjev in varno poslovanje sistemov ter sodelovanje med nadzornimi institucijami.

Glede funkcijskega pristopa namerava Komisija v direktivi opredeliti aktivnosti v okviru kliringa in poravnave, ki se izvajajo v celotni verigi storitev po sklenitvi posla (usklajevanje, potrditev, kliring, poravnava, skrbništvo, register), ter potem na tej osnovi za enake funkcije predpisati enake zahteve, ne glede na vrsto institucije, ki te storitve izvaja. To pomeni, da se ne sledi pristopu opredelitve zahtev glede na status ponudnika storitve oziroma na obliko institucije. Pri tem Komisija tudi dopušča možnost (glede na prejete odzive), da bo pri definiranju zahtev na podlagi vrste storitev upoštevan tudi obseg tveganj teh aktivnosti, kjer pa se upošteva tudi vrsta institucije, ki jih izvaja (posrednik ali infrastruktura). Vrsta institucije namreč vpliva na obseg tveganj, ki obstajajo pri izvajanju storitev, zato pomeni upoštevanje tveganj določeno dopolnitev čistega funkcijskega pristopa (t.j. »*risk-based functional approach*«) in prilagoditev zahtev za posamezne storitve tudi vrsti institucije.

V okvir začetnih in sprotnih ukrepov za zagotovitev zaščite investitorjev in varnega poslovanja sistemov so vključene:

- kapitalske zahteve za sisteme kliringa in poravnave, ki morajo biti povezane s funkcijami, ki jih izvaja določena institucija, oziroma s tveganjem teh funkcij;
- osnovni principi obvladovanja tveganj in zaščite investitorjev (mehanizem dostave proti plačilu ter mehanizmi, ki skrbijo za zaščito imetnikov vrednostnih papirjev ter celovitost in integriteto podatkov o izdanih vrednostnih papirjih na računih pri posrednikih).

Glede sodelovanja med nadzorniki je poudarjeno, da je potrebno zagotoviti učinkovit nadzor nad čezmejnimi aktivnostmi institucij, pri čemer se ta ne sme podvajati, zato je treba poskrbeti za usklajen in enovit pristop. Ta temelji na že uveljavljenem pravilu, in sicer da je primarni nadzornik iz tiste države, kjer ima nadzorovana institucija sedež.

5.1.3. Upravljanje sistemov

Z odpravo ovir za integracijo sistemov kliringa in poravnave se pričakuje tudi postopna konsolidacija teh sistemov, preko katere se bo na eni strani povečala tržna moč institucij, ki

jih upravljajo, na drugi strani pa bo prišlo tudi do večje koncentracije tveganja. Ta vprašanja je po mnenju Komisije mogoče reševati tudi z ustreznimi določili glede upravljanja teh institucij, ki morajo upoštevati odnose med lastniki in ostalimi zainteresiranimi stranmi (t.j. uporabniki in regulatorji oziroma nadzorniki), pri čemer mora model upravljanja izpolnjevati naslednje zahteve:

- Ureditev upravljanja mora biti transparentna in jasno opredeljena. To pomeni, da morajo lastniki sistemov kliringa in poravnave razkriti podatke o svojih lastniških deležih v teh sistemih, prav tako pa morajo biti javno ali pa vsaj uporabnikom znane plače vodilnih. Na ta način je mogoče ugotoviti, komu gredo dobički in kakšne so spodbude vodilnih. Transparentnost zahteva tudi razkritje ciljev in glavnih ukrepov upravljanja lastnikom, uporabnikom in nadzornikom.
- Sistemi kliringa in poravnave morajo imeti neodvisna revizorska telesa, ki skrbijo za zaščito interesov uporabnikov ter spoštovanje zahtev nadzornikov na področjih notranje organizacije in resursov, računovodstva, informacijskega sistema in obvladovanja tveganj. Taka telesa skrbijo tudi za razreševanje konfliktov interesov med lastniki in uporabniki ter med lastniki in uporabniki na eni strani ter nadzorniki na drugi.
- Sistemi kliringa in poravnave morajo ločiti prihodke in odhodke iz naslova storitev, kjer nastopajo kot ponudniki storitev kliringa in poravnave, od prihodkov in odhodkov iz naslova storitev, kjer nastopajo kot posredniki. To pomeni, da se ločijo prihodki in odhodki iz naslova storitev, ki niso osnovne v dejavnosti sistemov kliringa in poravnave, kot so skrbniške in bančne storitve, ki jih opravljajo v svoji posredniški funkciji in pri katerih tekmujejo z ostalimi posredniki. S tem se prepreči subvencije med osnovnimi storitvami (kjer sistemi nimajo konkurence) in dopolnilnimi oziroma komercialnimi storitvami (kjer CNS in CDD tekmujejo z ostalimi posredniki)⁵⁶.
- Zaposleni na vodilnih položajih in kvalificirani delničarji sistemov kliringa in poravnave morajo izpolnjevati zahteve, ki jih morajo sicer izpolnjevati tudi uprave in kvalificirani delničarji bank in investicijskih družb, s čimer se zagotovi enotne pogoje za te vrste institucij.

Glede oblike upravljanja pa Komisija ne namerava določati, ali morajo biti sistemi upravljani s strani uporabnikov samih (z neprofitnim motivom) ali pa s strani drugih lastnikov kot profitne institucije. Kot bo razvidno kasneje iz odzivov na predloge Komisije so ravno predlogi glede upravljanja sistemov (zahteve po jasni ločitvi med osnovnimi in komercialnimi storitvami) deležni največjih polemik o pravilnosti in upravičenosti tovrstne regulacije.

⁵⁶ Osnovne storitve so torej tiste, pri katerih sistemi nimajo konkurence (na primer kliring, vodenje registra, preknjižbe med računi), dopolnilne oziroma komercialne pa so bančne in skrbniške storitve, pri katerih tekmujejo z ostalimi posredniki. Ločitev komercialnih storitev bi se v skladu s predlogom morala izvesti tako v

5.2. Odzivi na predloge Evropske komisije

Odzive na predloge Komisije je mogoče razdeliti na tri skupine. V prvo skupino sodijo odzivi tržnih udeležencev in regulatorjev (agencije za trg vrednostnih papirjev, centralne banke), ki jih je v enotnem poročilu povzela Komisija. V drugo skupino sodi uradna resolucija Evropskega parlamenta na prvo komunikacijo in trenutno še neuradni odziv Odbora evropskega parlamenta za ekonomska in monetarna vprašanja na drugo komunikacijo. Tretja skupina predstavlja razmišljanja različnih teoretičnih raziskovalcev tega področja, ki sicer ne pomenijo nujno neposrednega odziva na samo komunikacijo Komisije, vendar pa so kljub temu relevantna v tem okviru zaradi tematike, ki jo obravnavajo in ki jo želi v direktivi urediti tudi Komisija.

V nadaljevanju sledi pregled odzivov omenjenih treh skupin na drugo komunikacijo Komisije oziroma v njenem okviru predvsem na predlog vsebine direktive, v primeru Evropskega parlamenta pa je prikazan tudi odziv na prvo komunikacijo, ki je zelo vplival na predlog vsebine direktive.

5.2.1. Odzivi tržnih udeležencev in regulatorjev na drugo komunikacijo Komisije⁵⁷

Komisija je prejela 82 odzivov na drugo komunikacijo, in sicer s strani različnih institucij in njihovih povezav, ki med drugimi vključujejo skrbnike, klirinške hiše (CNS), CDD, borze oziroma organizirane trge vrednostnih papirjev ter regulatorje in nadzornike.

Kot v svojem zbirnem poročilu ugotavlja Komisija, je bila komunikacija na splošno dobro sprejeta, pri čemer so odzivi potrdili pravilnost predstavitve problemov kliringa in poravnave v EU. Medtem ko se institucije v svojih odzivih pretežno strinjajo, da je odprava ovir, opredeljenih v poročilu Giovanninijeve skupine, temeljnega pomena za nadaljnje procese integracije, pa so glede predvidenih dodatnih ukrepov v komunikaciji mnenja bolj deljena. Večina odzivov je podprla večnivojski pristop k odpravi pomanjkljivosti in ovir, pri čemer so mnogi tudi podprli uvedbo direktive na tem področju, hkrati pa je bila Komisija opozorjena, naj ne uvede prevelike regulacije in naj ne zmanjša pomena znižanja stroškov, ki mora biti eden glavnih ciljev⁵⁸. Z vidika vsebine direktive je sporna predvsem potreba po urejanju upravljanja sistemov kliringa in poravnave, medtem ko so podporniki direktive večinsko potrdili potrebo po urejanju pravic dostopa in enotnem regulativnem ter nadzornem okviru, pri čemer se pri slednjem mnenja o vsebini urejanja močno razlikujejo.

smislu zaračunavanja kot ponudbe, tako da jih ne bi bilo možno vezati oziroma pogojevati s ponudbo osnovnih storitev.

⁵⁷ Povzeto po Communication on Clearing and Settlement in the European Union – The Way Forward (Summary of the Responses), 2005.

⁵⁸ Praktično vsi odzivi pa so potrdili pravilnost odločitve, da se vzpostavijo tri strokovne skupine, ki bodo lahko veliko prispevale k odpravi identificiranih ovir. Pri tem izpostavljajo predvsem razlike v regulatornih in pravnih okvirih ter davčnih postopkih kot bistveni vir stroškov pri čezmejnem kliringu in poravnavi. Mnoge institucije so tudi zahtevale, da Komisija izvede oceno učinkov (koristi in stroškov) uvedbe direktive ter da naj direktiva ureja samo osnovna vprašanja in postavlja splošne smernice, podrobnejšo obravnavo pa naj prepusti nižjim ravnam regulative.

Nasprotniki direktive so poudarili, da argumenti za uvedbo direktive niso dovolj prepričljivi. Hkrati izpostavljajo tudi visoke stroške priprave direktive (negotovost glede regulative v obdobju sprejemanja, tveganje neoptimalnih političnih kompromisov, stroški prilagajanja neprimerni regulativi, preusmeritev resursov), kakor tudi nevarnost, da bo nova direktiva slabo vplivala na tisto obstoječo infrastrukturo, ki je že učinkovita (na primer kliring in poravnava evroobveznic).

Naslednja tabela prikazuje število zagovornikov in nasprotnikov direktive ter neopredeljenih po posameznih vrstah institucij.

Tabela 2: Pregled odzivov na predlagano direktivo o kliringu in poravnavi

VRSTA INSTITUCIJE	PROTI	NEJASNO	ZA
Združenja upravljavcev premoženja		3	1
Združenja bank/investicijskih družb	3	3	14
Banke/Investicijske družbe	4	1	9
Klirinške hiše (CNS)		1	1
Centralne banke			9
CDD	1	1	2
Borze/Organizirani trgi			5
Vlade	1	1	5
Združenja izdajateljev	1		2
Vertikalno povezane družbe (trgovanje/kliring/poravnava)	2		3
Nadzorniki			3
Drugi	1	3	2
SKUPAJ	13	13	56

Vir: Tomaras in Nava, 2005, str. 12

Glede funkcionalnega pristopa k regulativi se večina odzivov s tem pristopom strinja, pri čemer pa so deljena mnenja glede upoštevanja tveganj. Manjše število odzivov se tako zavzema za čisti funkcionalni pristop, ki pomeni enake zahteve za enake funkcije brez upoštevanja tveganj, medtem ko druga, številčnejša skupina odzivov, podpira pristop, ki temelji na funkcionalnem pristopu z upoštevanjem tveganj. Manjše število odzivov pa se celo nagiba k institucionalnemu pristopu k regulativi, ki pomeni tudi omejitev storitev, ki jih lahko izvajajo klirinške hiše in CDD.

Veliko število odzivov je podprlo enotne minimalne standarde za delovanje sistemov in njihovo medsebojno priznavanje s strani regulatorjev v posameznih državah. Vendar pa se je v tem okviru sprožila tudi polemika o tem, ali lahko CDD prevzemajo finančna tveganja ali pa morajo biti omejene samo na prevzemanje operativnih tveganj. Slednje so predlagali skrbniki, združenja izdajateljev in nekateri nacionalni regulatorji, ki nasprotujejo temu, da bi CDD izvajale storitve, ki jih izpostavljajo finančnim tveganjem. Prav tako so zahtevali striktno ločitev poslov med CDD in bankami oziroma skrbniki (ali pa drugimi institucijami, ki ponujajo tovrstne storitve), ki pripadajo isti poslovni skupini, pri čemer med temi institucijami

v skupini ne sme biti nadrejenega odnosa. Glavna argumenta za tovrstne zahteve sta predvsem sistemska pomembnost teh sistemov in zagotavljanje spoštovanja konkurence.

Na drugi strani so nekateri nacionalni regulatorji in pa CDD nasprotovali pobudam, ki so usmerjene v vzpostavitev infrastrukture brez finančnih tveganj. V podporo svojim zahtevam so izpostavili značilnosti poravnave, ki zahteva likvidnostna posojila in posojila vrednostnih papirjev, s čimer se preprečuje neuspele poravnave. Evropski sistem centralnih bank je v tem kontekstu izpostavil, da mora biti Komisija nevtralna glede storitev, ki jih lahko ponuja CDD (torej ne sme zahtevati izločitve skrbniških in bančnih storitev iz CDD), hkrati pa mora seveda zagotoviti ustrezno obvladovanje tveganj, ki bo preprečilo sistemske težave in omogočilo zaščito investorjev.

Glede izvajanja kooperativnega nadzora pri čezmejnih aktivnostih kliringa in poravnave so bila mnenja deljena, pri čemer so predvsem predstavniki privatnega sektorja podprli predlog Komisije, da nadzor izvaja domači nadzornik, t.j. nadzornik države, iz katere izvira določena klirinška družba ali CDD. Temu pristopu pa so nasprotovali regulatorji in nadzorniki, ki so izpostavili, da je lahko določena institucija iz tujine na domačem trgu sistemsko pomembna, zato mora biti tudi pod ustreznim nadzorom lokalnega nadzornika.

Nasprotja je izzval tudi predlog glede ureditev upravljanja, kjer so banke oziroma skrbniki podprli usmeritve Komisije oziroma celo predlagali dodatne ukrepe, medtem ko so sistemi kliringa in poravnave usmeritvam nasprotovali. Enotnega mnenja pa niso bili niti nacionalni regulatorji. Nasprotujoča stališča dveh interesnih skupin (skrbniki in CDD) v zvezi s tem vprašanjem so podrobneje predstavljena v Prilogi 7.

5.2.2. Odziv Evropskega parlamenta

Evropski parlament (v nadaljevanju: Parlament) je izdal do sedaj eno uradno resolucijo, ki se nanaša na prvo komunikacijo Komisije, medtem ko je za drugo komunikacijo trenutno na voljo le neuraden zapis Odbora evropskega parlamenta za ekonomska in monetarna vprašanja (v nadaljevanju: Odbor) kot predlog resolucije. Pri tem je potrebno poudariti, da se oba dokumenta temeljno razlikujeta (to je tudi posledica dejstva, da sta bili sestavi Parlamenta in Odbora pri oblikovanju obeh različni).

Parlament v svoji prvi resoluciji⁵⁹ kot uradnem odzivu na prvo komunikacijo poudarja potrebo po odpravi ovir, ki jih je identificirala Giovanninijeva skupina, in vzpostavitvi usklajenega nadzora in regulacije nad sistemi kliringa in poravnave. Pri tem izpostavlja, da je potrebna direktiva na tem področju, ki bo zagotovila usklajen pristop k regulaciji in enotne pogoje izvajanja storitev za institucije. Direktiva naj bi po mnenju Parlamenta posebej opredelila funkcije kliringa in poravnave ter določila enotna pravila glede izdaje dovoljenj in

⁵⁹ European Parliament Resolution on the Communication from the Commission to the Council and the European Parliament Entitled 'Clearing and Settlement in the European Union: Main Policy Issues and Future Challenges'.

nadzora institucij, pravila delovanja institucij ter zagotovila proste možnosti vzpostavitve in nudenja storitev. V tem okviru se zavzema tudi za odpravo različnega obravnavanja institucij, ki nudijo enake storitve, ter odpravo omejitev za konkurenco.

Parlament konkretnije predlaga uvedbo ločene ureditve za izvajanje osnovnih storitev kliringa in poravnave, ki niso stvar konkurence, pri čemer bi bile institucije, ki jih izvajajo, v lasti uporabnikov in bi delovale na neprofiten način. V okviru CDD se mora tako natančno ločiti osnovne storitve od komercialnih (bančnih oziroma skrbniških) ter preprečiti prelivanje tveganj med njimi, kakor tudi zagotoviti ustrezno ločitev stroškov, prihodkov in tarif za obe vrsti storitev. CDD naj bi bile tako izpostavljene samo operativnemu tveganju, ne pa tudi kreditnim in likvidnostnim tveganjem. Komercialne storitve, ki se izvajajo poleg osnovnih, morajo biti podvržene konkurenci in jasno ločene od osnovnih. Parlament poudarja tudi pomen zagotavljanja pogojev za konkurenco preko ustreznega nadzora in uveljavljanja konkurenčne zakonodaje, zagotovitve prostega dostopa in nediskriminatornih pogojev poslovanja ter ustreznih ureditev upravljanja.

Na osnovi navedenega je moč razbrati, da je Komisija pri pripravi svoje druge komunikacije s predlogi nadaljnjih aktivnosti zelo natančno sledila resoluciji Parlamenta. Kot se je izkazalo, pa je sicer še neuradni predlog odziva Parlamenta na drugo komunikacijo Komisije, ki ga je predlagal Odbor⁶⁰, povsem nasproten od prvega. Odbor tako ugotavlja, da je evropska infrastruktura za kliring in poravnavo uspešna, inovativna in se odziva na želje uporabnikov. Na splošno je na področju storitev kliringa in poravnave v EU prisotna konkurenca, kjer lokalni skrbniki s široko bazo uporabnikov lahko izvajajo interne poravnave med svojimi strankami v lastnih knjigah, s čimer predstavljajo konkurenco CDD in klirinškim hišam.

Neučinkovita kliring in poravnava čezmejnih transakcij sta po mnenju Odbora zgolj posledica ovir, identificiranih v poročilu Giovanninijeve skupine⁶¹. Odbor seveda podpira cilj Komisije, ki je vzpostavitev učinkovite, integrirane in varne infrastrukture za kliring in poravnavo v EU, vendar poudarja, da se je potrebno osredotočiti na znižanje stroškov čezmejnih transakcij in obvladovanje systemskega tveganja ter se izogniti regulativnim posegom, če niso absolutno potrebni.

Odbor tako ne vidi ustrezne utemeljitve potrebe po direktivi o kliringu in poravnavi, ker ne vidi dokaza o tem, da so ponudniki storitev kliringa in poravnave slabo regulirani oziroma da je systemsko tveganje, ki ga povzročajo, nezadostno kontrolirano. Hkrati poudarja, da bi že bolj dosledno uveljavljanje obstoječega pravnega reda skupaj z odpravo ovir, ki so

⁶⁰ Draft Report on Clearing and Settlement in the European Union, 2005.

⁶¹ Odbor vidi nekonsistentnosti v nacionalnih zakonodajah glede prenosa finančnih instrumentov kot enega od glavnih razlogov za visoke stroške čezmejnih transakcij, zato podpira napore za poenotenje, vendar pa se zaveda, da bo odprava teh ovir dolgotrajen (večletni) proces, ker globoko posega v nacionalne zakonodaje. Kar se tiče davčnih postopkov, tudi Odbor meni, da razlike v davčnih postopkih med državami otežujejo čezmejne transakcije, vendar pa se morajo s problemi davkov ukvarjati nacionalne oblasti, ker je to njihova pristojnost, in ne evropske institucije. Pri tem Odbor podpira idejo Komisije za ustanovitev delovnih skupin na teh področjih.

identificirane v poročilu Giovanninijeve skupine, prineslo zadostne rezultate⁶². Zato v tem okviru podpira namen Komisije, da opravi oceno koristi in stroškov (ne)priprave direktive. Morebitna direktiva se mora po mnenju Odbora usmeriti zgolj na pravice dostopa do sistemov in zagotovitev možnosti ponudnikom kliringa in poravnave, da nudijo svoje storitve v drugih državah, s čimer se bo povečala konkurenca.

Glede konkretnih predlogov Odbor izpostavlja, da ni potrebe, da se institucije, ki izvajajo enake storitve, vedno enako regulirajo, ker se mora upoštevati različne profile tveganja in konkurenčno okolje različnih institucij. Odbor tudi nasprotuje idejam Komisije glede ločitve osnovnih in komercialnih storitev, pri čemer poudarja, da tovrstni vnaprejšnji ukrepi niso potrebni, ker ima Komisija v okviru sedanje konkurenčne zakonodaje zadostne pristojnosti, da ukrepa proti kršitvam. Pri tem Odbor podpira idejo, da morajo ponudniki storitev kliringa in poravnave upoštevati interese uporabnikov ter zagotavljati transparentno zaračunavanje cen brez subvencioniranja med posameznimi storitvami, hkrati pa mora biti zagotovljeno, da uporabniki plačajo samo storitve, ki jih uporabljajo, in morajo imeti pri tem možnost izbire ponudnika komercialnih storitev. Kljub temu je mnenja, da so tržni pritiski v kombinaciji z uveljavljanjem obstoječe konkurenčne zakonodaje zadostni in zato ni potrebna nova direktiva⁶³. Po mnenju Odbora so torej dodatni ukrepi na področju zagotavljanja konkurence korak v napačno smer.

Na osnovi obravnave odzivov je mogoče razbrati, da so pogledi vseh, ki so prispevali svoje pripombe, do določene mere raznoliki, kar logično izhaja neposredno iz vloge posamezne institucije v institucionalnem okviru kliringa in poravnave⁶⁴. Raznoliki odzivi s strani različnih institucij so posledica dejstva, da te institucije parcialno (s svojega stališča) gledajo na problematiko in se odzivajo predvsem na predloge, ki jih neposredno zadevajo, pri čemer bo seveda Komisija presodila, kako jih bo upoštevala. Njihov vpliv bo torej predvsem prisoten pri podrobnostih oziroma pri tehnični izpeljavi zastavljenih osnovnih usmeritev, predvidenih v predlogu vsebine direktive. Hkrati pa je po pregledu posameznih odzivov jasno, da sta Parlament in njegov Odbor črpala svoje pripombe tudi iz teh odzivov. Na osnovi pregleda odzivov je tudi jasno, da bo imela Komisija še veliko dela že pri sami odločitvi glede

⁶² Delo na novi direktivi po mnenju Odbora celo upočasnjuje delo na odpravi ovir, ker odvrča pozornost, hkrati pa ustvarja negotovost in s tem upočasnjuje nadaljnjo integracijo in konsolidacijo.

⁶³ V tem okviru velja omeniti pritiske skrbnikov, da se bančne funkcije izloči iz CDD, ker predstavljajo nepravilno konkurenco, saj lahko CDD izkorišča svoj prednostni položaj pri poravnavi z zahtevami, da stranke uporabijo tudi njene bančne storitve. Odbor ne vidi razloga za tovrstno ločitev, če se zagotovi, da CDD ne izkorišča svojega položaja na opisani način in omogoča poravnavo tudi preko denarnih računov pri drugi instituciji. Za dosego tega pa je po mnenju Odbora zadosten pritisk trga, po potrebi okrepljen z aktivnostjo pooblaščenih varuhov konkurence, ni pa potrebno funkcij ločiti že vnaprej. Enako velja za transakcije, ki jih skrbniki poravnajo preko svojih knjig in jih sploh ne posredujejo v poravnavo v CDD, s čimer neposredno konkurirajo CDD. Zaradi omenjenega prepletanja funkcij so se namreč pojavile zahteve, da se tudi skrbnike regulira na enak način kot CDD. Odbor tako razmišljanje zavrača, ker tveganja niso odvisna samo od vrste aktivnosti, ampak tudi od vrste in položaja institucije ter njenega profila tveganj, zato se institucije, ki izvajajo enake funkcije, ne morejo vedno enako regulirati.

⁶⁴ Pri tem je potrebno izpostaviti pripombe oziroma odziv Parlamenta, ki ima tudi formalno vlogo pri sprejemanju direktive (mora jo potrditi), medtem ko so odzivi ostalih zainteresiranih strani pomembni z vidika podrobnejšega poznavanja področja in različnih interesov, ki v njem prevladujejo.

potrebe po posebni direktivi na področju kliringa in poravnave, kakor tudi pri oblikovanju besedila le-te, če bo do tega sploh prišlo.

V nadaljevanju sledi pregled teoretičnih razprav, ki temeljijo na analizi ekonomskih značilnosti kliringa in poravnave in se ukvarjajo predvsem z vprašanjem konkurence in zagotavljanjem le-te. To pa je tematika, ki je, kot je mogoče razbrati na osnovi odzivov na komunikaciji Komisije, trenutno najbolj pereča.

5.2.3. Teoretični vidiki regulacije kliringa in poravnave

Kot je bilo že omenjeno, so za infrastrukturo kliringa in poravnave značilne mrežne eksternalije pri uporabnikih storitev ter ekonomije obsega in razpona pri ponudnikih storitev. Take značilnosti pa vodijo v monopol pri izvajanju teh storitev, ki ima lahko dve tipični posledici, znani iz ostalih mrežnih panog. Prva je v tem, da monopolni ponudnik storitev kliringa in poravnave začne izkoriščati svoj položaj nasproti svojim uporabnikom ter zagotavlja nižji obseg storitev po višjih cenah (splošen problem monopola). Pri tem je lahko zmanjšana tudi kakovost storitev in nagnjenost k inovacijam in razvoju. Druga posledica je razvidna na področju povezanih komercialnih storitev (skrbniške in bančne storitve), v kolikor monopolni ponudnik storitev kliringa in poravnave sodeluje tudi na tem segmentu storitev. V tem primeru lahko zlorablja svoj položaj pri storitvah kliringa in poravnave in si ustvarja neupravičeno prednost pri povezanih storitvah.

Kot izhaja iz komunikacije Komisije, se le-ta sicer ukvarja z obema vprašanjema, vendar je glede na trenutni obstoj velikega števila sistemov kliringa in poravnave v EU prvo vprašanje (izkoriščanje monopolnega položaja nasproti uporabnikom) manj izpostavljeno. V tem okviru si Komisija, glede na trenutno razdrobljenost infrastrukture, prizadeva za njeno integracijo, pri čemer ne nasprotuje konsolidaciji in ne namerava določati optimalne tržne strukture. Kot regulacijo predvideva zagotovitev pravičnih pogojev dostopa, razbitje ekskluzivnih (vertikalnih) povezav in odpravo omejitev glede lokacije in poravnave vrednostnih papirjev za investitorje in izdajatelje, s čimer bo povečala konkurenco, ki bo nujno vodila v konsolidacijo. Proti izkoriščanju morebitnega nastalega monopolnega položaja predvideva tudi določene varnostne mehanizme, ki se kažejo v predlogih določil glede upravljanja sistemov in v zavezi Komisije, da bo dosledno uveljavljala obstoječo konkurenčno zakonodajo. Glede na sedanje stanje, ko prihaja do zameglitve med funkcijami posameznih institucij in so izraziti tudi konkurenčni boji med skrbniki in CDD pri zagotavljanju kliringa in poravnave čezmejnih transakcij, pa je aktualnejše drugo vprašanje.

V skladu z navedenim je tudi v tem delu v nadaljevanju prikazana teoretična obravnava obeh vprašanj, vendar ločeno. Glede na to, da je vidik konkurence na področju skrbniških storitev izredno izpostavljen tudi v komunikacijah Komisije in odzivih nanju, je v nadaljevanju najprej obdelan ta vidik. Vidik strukture infrastrukture, za katerega Komisija (in tudi Parlament) meni, da ni stvar regulacije, pa je prikazan v naslednjem poglavju, ki obravnava vprašanje optimalne strukture infrastrukture za kliring in poravnavo v EU na dolgi rok.

Mnenja avtorjev o tem, kako naj se regulirajo storitve CDD z vidika vpliva na njihovo konkurenco s skrbniki, se precej razlikujejo. Na eni strani so avtorji, ki zagovarjajo regulacijo CDD, na drugi strani pa avtorji, ki tej regulaciji iz različnih razlogov nasprotujejo. Razlike izvirajo iz mnenja o tem, ali so osnovne (ključne) storitve (vodenje centralnega registra vrednostnih papirjev, izvajanje poravnav preko računov) CDD podvržene konkurenci in ali lahko CDD svoj (monopolni) položaj pri zagotavljanju osnovnih storitev izkoriščajo tudi pri zagotavljanju ostalih (komercialnih – bančnih in skrbniških) storitev.

Milne (2002, str. 10-15) tako poudarja, da dejansko obstaja naravni monopol pri funkciji vodenja registra vrednostnih papirjev (t.j. beleženje lastništva in prenosov lastništva vrednostnih papirjev) in s tem povezani funkciji posredovanja informacij o korporativnih akcijah na strani CDD. Na eni strani namreč ni smiselno in ekonomično, da bi bil določen vrednostni papir izdan v dveh različnih registrih, saj bi to pomenilo podvojitve postopkov in komunikacij v zvezi z določenim vrednostnim papirjem, na drugi strani pa je sicer potencialno možna konkurenca med centralnimi registri za posamezne izdajatelje, vendar pa se izdajatelji zaradi praktičnih ovir (na primer jezikovne razlike) vseeno odločajo za izdajo vrednostnih papirjev v lokalnem registru. Na ta način ne obstaja učinkovita konkurenca na ravni osnovnih (ključnih) storitev. Na drugi strani pa ne obstajajo ovire za konkurenco na področju drugih (komercialnih) storitev, vendar pa obstaja nevarnost, da CDD svoj monopolni položaj pri osnovnih storitvah izkoristi pri nudenju ostalih storitev, ki prinašajo precejšen dodaten zaslužek. Ta problem je še posebej izpostavljen glede na dejstvo, da je vedno več CDD profitno usmerjenih⁶⁵.

Regulacija je možna tako, da se CDD kot monopolistu prepove sodelovati na trgu komercialnih storitev, oziroma da se od nje zahteva, da vodi ločeni bilanci za obe vrsti storitev. Možen ukrep je tudi regulacija cen na monopolnem trgu in regulacija dostopa do osnovnih storitev. Regulacija mora tako zagotoviti računovodsko razmejitve med osnovnimi (monopolnimi) storitvami in komercialnimi storitvami, pri čemer so osnova za določitev enotne cene osnovnih storitev stroški, ki jih te storitve povzročajo, ter zagotovitev dostopa do osnovnih storitev širokemu krogu uporabnikov po enaki ceni. Iz tega sledi, da se morajo ukrepi regulatorjev, namenjeni zmanjšanju stroškov čezmejnega kliringa in poravnave v EU, usmeriti samo na harmonizacijo in regulacijo osnovnih funkcij, medtem ko se odpravo vseh ostalih ovir in znižanje stroškov prepusti tržnim silam oziroma konkurenci. Na ta način se je možno izogniti mučni harmonizaciji različnih nacionalnih praks. Prav tako ni potrebno določati strukture sistemov kliringa in poravnave in ni potrebno preprečevati oziroma

⁶⁵ Milne v tem okviru vzpostavi povezavo z ostalimi mrežnimi panogami, kjer obstajajo naravni monopoli, kot na primer pri distribuciji elektrike in plina. Tudi na teh trgih so namreč prisotne oboje storitve, torej konkurenčne (nizki fiksni stroški, ki omogočajo obstoj več ponudnikov) in monopolne (visoki fiksni stroški, ki preprečujejo obstoj več ponudnikov). Proizvodnja dobrin na konkurenčnem trgu (na primer dostava elektrike gospodinjstvom) tako zahteva dostop do storitev oziroma virov na višjem nivoju (na primer električno omrežje), pri čemer pa je dobavitelj teh storitev oziroma virov prisoten tudi na konkurenčnem trgu. Iz tega izhaja možnost, da bo dobavitelj zlorabil svoj dominanten položaj in povečal svojo moč na konkurenčnem trgu.

razstaviti vertikalnih povezav (Milne, 2002, str. 22). Trg bo namreč sam določil končno strukturo infrastrukture, ki bo bodisi centralizirana ali pa decentralizirana.

Tudi Van Cauwenberge (2003, str. 95) se ukvarja z vprašanjem, kako omejiti monopolno moč oziroma zlorabo te moči s strani monopolnega oziroma dominantnega ponudnika osnovnih storitev kliringa in poravnave. Pri tem v podobnem slogu kot Milne predlaga dva ukrepa, in sicer pravilno strukturo infrastrukture in njeno ustrezno upravljanje.

Glede strukture obravnava vprašanje osnovnih oziroma ključnih storitev, ki se izvajajo v okviru naravnega monopola in do katerih je potrebno zagotoviti pravičen dostop, ter storitev, ki jih je potrebno izpostaviti konkurenci. Osnovna storitev je tista, za katero ni optimalno, da obstaja več ponudnikov, pri čemer pa omejitev dostopa do te storitve omeji konkurenco pri zagotavljanju ostalih storitev, ki izhajajo iz te osnovne. Glede na to, da obstaja samo en register s končnim zapisom vrednostnih papirjev, s katerim komunicira izdajatelj, je nesmiselno podvojiti to storitev za tega izdajatelja. To storitev bi morala CDD v funkciji registra obračunavati posebej, pri čemer mora biti do te storitve zagotovljen pravičen in nediskriminatoren dostop tudi ostalim institucijam, ki se ukvarjajo s skrbništvom, kliringom in poravnavo. S tako razdelitvijo storitev je omogočena tudi odprava subvencij, ki jih osnovne storitve omogočajo za ostale storitve, ki jih še izvaja CDD, hkrati pa bi prišlo do konkurence med vsemi institucijami, ki se ukvarjajo s skrbništvom, kliringom in poravnavo, vključno s CDD. Glede upravljanja Van Cauwenberge poudarja načelo, da morajo imeti uporabniki infrastrukture vpliv na sprejemanje odločitev v sistemu, predvsem glede obvladovanja tveganja in preprečevanja pretiranih cen. Oboje je posebej pomembno pri spremembah upravljanja, ko infrastrukturo vedno bolj upravljajo delniške družbe po profitnem motivu, pri čemer delničarji niso vedno tudi udeleženci teh sistemov.

Van Cayseele v svoji analizi najprej na splošno opredeli ključne značilnosti osnovnih (ključnih) storitev oziroma infrastruktur (*»essential facilities«*), ki so ključne pri proizvodnji drugih dobrin in za katere je pomembno, da je do njih zagotovljen pravičen dostop. Pri tem navaja, da se pojem pogosto preveč široko in neupravičeno uporablja, in opozarja, da je potrebno biti pazljiv pri identifikaciji tovrstnih storitev oziroma infrastruktur, ker morajo biti hkrati izpolnjeni naslednji kriteriji (Van Cayseele, 2004, str. 17):

- ključno infrastrukturo obvladuje monopol;
- podjetje, ki obvladuje ključno infrastrukturo, tekmuje na povezanem komplementarnem trgu z ostalimi podjetji;
- konkurenčna podjetja ne morejo sama vzpostaviti te infrastrukture;
- konkurenčna podjetja nimajo dostopa do infrastrukture ali pa imajo dostop po diskriminatornih pogojih, pri čemer pa je možno zagotoviti pravičen dostop;
- dostop do infrastrukture je nujen za zmožnost konkuriranja na povezanem trgu, pri čemer prost dostop do te infrastrukture močno poveča konkurenco na povezanem trgu;
- zahteva za prost dostop ne zmanjšuje nagnjenosti k investiranju oziroma vzdrževanju infrastrukture.

Van Cayseele ugotavlja, da se glede na navedene značilnosti storitve oziroma infrastruktura CDD ne morejo označiti kot ključne. To izhaja že iz dejstva, da v EU obstaja veliko število CDD, celo več v eni državi, tako da nimajo monopolne pozicije, hkrati pa, gledano širše, imajo potencialni izdajatelji poleg izdaje vrednostnih papirjev tudi druge možnosti za financiranje svojih projektov. Tudi zelo ozko usmerjen pogled, torej samo na trge vrednostnih papirjev in infrastrukturo, povezano z njimi, omogoča identifikacijo potencialnih konkurentov, in sicer lokalnih ter globalnih skrbnikov, ki lahko v svojih knjigah poravnajo določene transakcije (kjer sta kupec in prodajalec stranki istega skrbnika) in s tem zmanjšujejo odvisnost od CDD (ta možnost seveda odpade, če so v centralnem registru vrednostni papirji vodeni na ravni posameznih imetnikov in ne na skupnem računu skrbnika).

Pri tem Van Cayseele (2004, str. 19) tudi opozarja na napačno uporabo pojma ključne infrastrukture oziroma napačno uporabo tega pojma v zvezi z dobrinami, ki so sicer izredno pomembne oziroma ključne pri proizvodnji drugih dobrin, vendar pa se jih lahko kljub temu tudi nadomesti z alternativnimi dobrinami⁶⁶. Glede na navedeno je za definicijo pojma ključne infrastrukture pomembno, da ima monopolist moč, da neodvisno poviša cene, ker se ne sooča s konkurenco in uporabniki njegovih storitev dejansko nimajo alternative. Kot pravi Van Cayseele pa to ne velja v primeru kliringa in poravnave.

Nadalje Van Cayseele obravnava tudi nekatere druge kriterije, ki niso nujno izpolnjeni v primeru kliringa in poravnave. Glede kriterija o tekmovanju podjetja, ki obvladuje ključno infrastrukturo, na povezanem komplementarnem trgu z ostalimi podjetji tako ugotavlja, da CDD v primerjavi s skrbniki ponujajo zelo omejene bančne storitve, ki so vezane na kliring in poravnavo. Glede preprečevanja dostopa do registra ugotavlja, da ni utemeljeno zaradi naravne težnje CDD k čim večjemu obsegu transakcij in tudi zaradi dejstva, da CDD dejansko ne more ločiti transakcij, ki jih skrbnik kot stranka CDD izvaja v svojem imenu, od tistih, ki jih izvaja kot konkurent CDD v imenu tretjih. Glede nepravičnega zaračunavanja cen in neutemeljenega grupiranja storitev (ključnih in ostalih) ugotavlja, da je dejansko možno, da imajo grupirane storitve nižjo ceno glede na možne prihranke, ki izvirajo iz grupiranja (na primer višja možna stopnja avtomatizacije), kot je cena posameznih storitev, ki niso grupirane. Iz tega sledi, da omenjeno obnašanje in zaračunavanje cen ni nujno diskriminatorno in je glede na dejanske stroške lahko celo upravičeno.

Van Cayseele (2004, str. 22) na koncu ugotavlja, da se po pregledu naštetih argumentov kliring in poravnavo zelo težko opredeli kot ključno infrastrukturo, zaradi česar tudi ni ekonomsko utemeljeno reguliranje kliringa in poravnave kot ključne infrastrukture. Avtor

⁶⁶ Pri tem navaja primer pri transportu blaga, kjer je pomembna storitev, ki jo ponujajo pristanišča. Tako mora izvoznik pri izvozu blaga po določeni transportni poti uporabiti tudi določeno pristanišče, ki mu zagotavlja zelo pomembno storitev, ključno za transport blaga po tej poti. Tudi če ima pristanišče v lasti določen subjekt, pa ni mogoče govoriti, da ima monopolno moč, saj lahko izvoznik ob previsokih cenah pristanišča vedno uporabi tudi alternativno pot. Na ta način je upravljavec pristanišča soočen s konkurenco in kljub temu, da ponuja ključno storitev v okviru določene transportne poti, ni mogoče govoriti o ključni infrastrukturi.

svoje ugotovitve povzame v zaključku, da je potrebno sisteme kliringa in poravnave v EU prepustiti lastnemu razvoju, ki gre v smer konsolidacije in povečevanja učinkovitosti ter zniževanja cen. Omenjeni procesi so precej ovirani, predvsem zaradi različnih pravnih podlag, zato je harmonizacija le-teh mnogo večja prioriteta kot sama regulacija sistemov (Van Cayseele, 2004, str. 27).

Tudi Knieps v svojem delu izhaja iz analize ekonomike omrežij ter preučuje potrebo po posebnih, vnaprejšnjih ukrepih za zagotavljanje konkurence v tej panogi. Pri tem skuša ugotoviti, ali obstaja v okviru kliringa in poravnave stabilna in specifična tržna moč oziroma monopolni položaj, kajti šele utemeljen dokaz o obstoju tovrstne tržne moči oziroma monopola je lahko podlaga za regulacijo panoge⁶⁷. Avtor se tako ukvarja z značilnostmi infrastrukture za kliring in poravnavo ter analizira potrebo po reguliranju stabilne specifične tržne moči, povezane z mrežno naravo panoge.

Taka stabilna tržna moč in s tem potreba po regulaciji nastopata samo v primeru monopolističnih ozkih grl. Pri tem poudarja, da se tipičnih pojavov v mrežnih industrijah (ekonomija obsega in razpona ter pozitivne mrežne eksternalije) ne sme avtomatično enačiti z monopolno močjo. Stabilna tržna oziroma monopolna moč se namreč pojavlja samo v primeru kombinacije naravnega monopola in nepovratnih stroškov. Naravni monopol obstaja, če lahko eno podjetje pokriva trg z večjo stroškovno učinkovitostjo, kot če bi trg pokrivalo več podjetij. Glede nepovratnih stroškov velja, da ne vplivajo več na odločitve že obstoječega podjetja, medtem ko morajo potencialni konkurenti pri odločanju o vstopu na trg upoštevati tudi te stroške. Nepovratni stroški v kombinaciji z naravnim monopolom torej predstavljajo kredibilno grožnjo za potencialne konkurente, ki jih odvrača od vstopa na trg, ker lahko monopolist svojo ceno začasno zniža na raven variabilnih stroškov (Knieps, 2004, str. 9-10). V kolikor sta izpolnjena oba pogoja, ima torej monopolist stabilen tržni položaj, tudi če so vsi udeleženci popolnoma obveščeni o tem in celo pripravljeni zamenjati ponudnika že na podlagi majhne razlike v ceni. V kolikor pa ne obstajajo nepovratni stroški, pa sami faktorji (ekonomija obsega in razpona ter mrežni učinki), ki lahko pripeljejo do naravnega monopola, niso zadostni za zagotovitev stabilne tržne moči, ker obstaja stalen pritisk v obliki vstopa novih ponudnikov. To velja ne glede na tržni delež določenega podjetja, zato v tem primeru ni potrebna regulacija, saj trg sam poskrbi za zamenjavo neučinkovitih ponudnikov.

Knieps (2004, str. 13) poudarja, da je potrebno v določenem mrežnem sektorju ločeno analizirati njegove posamezne dele z vidika možnega obstoja monopolističnega ozkega grla. Na primer v letalskem sektorju je kombinacija naravnega monopola in nepovratnih stroškov prisotna na področju letališke infrastrukture, ne pa na primer pri letalih. Tako na primer

⁶⁷ Knieps (2004, str. 3) ugotavlja, da veliko razprav o infrastrukturi za kliring in poravnavo le-to primerja s tradicionalnimi mrežnimi industrijami, pri čemer se storitve kliringa in poravnave obravnavajo kot ključna infrastruktura za trgovanje z vrednostnimi papirji in ostale storitve, povezane s tem (skrbništvo). S tega vidika postavljajo precejšnje zahteve, ki so ustrezne oziroma so uporabljene pri regulaciji tradicionalnih mrežnih industrij (telekomunikacije, energijsko omrežje, železnice), kot so zagotavljanje prostega dostopa po reguliranih tarifah, razgradnja vertikalnih povezav in ločitev osnovnih od komercialnih storitev.

investicije v letališke zgradbe in steze ne morejo več biti pretvorjene za uporabo drugje oziroma niso prenosljive, kot to velja za letala. Če je letališče edino v določeni regiji in ga morajo uporabljati letalske družbe brez ustrezne zamenjave, ima tako letališče značilnosti monopolističnega ozkega grla. Enako velja tudi za železniško infrastrukturo. Na drugi strani pa obstajajo telekomunikacijske storitve, ki niso homogena dobrina v ekonomskem smislu. Te storitve so namreč sestavljene iz različnih osnovnih storitev (kot na primer telefonski klici, faksi, prenos podatkov) in storitev z dodano vrednostjo. Storitve z dodano vrednostjo so sestavljene iz posameznih osnovnih storitev in ustrezne računalniške opreme, pri čemer se medsebojno razlikujejo glede na delež storitev prenosa podatkov in delež storitev procesiranja podatkov. Primer storitev z dodano vrednostjo, ki so sestavljene predvsem iz storitev prenosa podatkov, so informacijske storitve, elektronska pošta ali pa elektronska izmenjava podatkov. Primer storitev z dodano vrednostjo, ki so sestavljene predvsem iz storitev obdelave oziroma procesiranja podatkov, pa so na primer medbančni kliringi in internetne storitve (Knieps, 2004, str. 14).

Trg telekomunikacijskih storitev zaznamujejo ekonomije obsega in razpona, kljub temu pa je konkurenca pomembna sestavina mreže telekomunikacijskih storitev. Prost vstop na trg pomeni, da so neučinkoviti ponudniki storitev, tudi če imajo pomemben delež na trgu, izrinjeni s trga s strani učinkovitejših. To je posledica dejstva, da uporabniki niso vezani na določenega ponudnika in lahko hitro reagirajo na spremembe cen na trgu. S tega vidika niso izpolnjeni pogoji za obstoj monopolističnega ozkega grla, saj se lahko novi konkurenti zoperstavijo obstoječim ponudnikom s pomočjo tehnologije in diferenciacije proizvodov. To pomeni, da je v primeru telekomunikacijskih storitev aktivna konkurenca povezana z raznolikostjo omrežja (Knieps, 2004, str. 14).

V nadaljevanju Knieps utemeljuje, da imata kliring in poravnava enake značilnosti kot sektor telekomunikacijskih storitev z dodano vrednostjo. Glede na to trdi, da ne gre za ključno infrastrukturo in zato ni potrebna vnaprejšnja regulacija teh sistemov. Knieps (2004, str. 16) tako navaja, da sta kliring in poravnava le posebna vrsta telekomunikacijskih storitev z dodano vrednostjo, ker temeljita na določeni kombinaciji storitev prenosa in obdelave podatkov. Pri tem so v odvisnosti od tega, ali gre za transakcije znotraj enega skrbnika, med skrbniki ali preko klirinških in poravnalnih sistemov, uporabljena različna omrežja za kliring in poravnavo transakcij. Omenjena omrežja pa so določena z različnimi kombinacijami strojne in programske opreme ter usposobljenih zaposlenih, kar omogoča različne načine in standarde komunikacije in dostopa do posameznih sistemov. Pomembna značilnost v tem sektorju je naraščajoča standardizacija in avtomatizacija posameznih faz obdelave transakcij, kar pa seveda vpliva tudi na institucionalno organiziranost trga.

Glede na značilnosti infrastrukture za kliring in poravnavo torej ne gre za monopolistično ozko grlo, zato regulacija ni potrebna, kljub temu, da ekonomske zakonitosti teh procesov vodijo v koncentracijo trga. V tem sektorju namreč obstaja aktivna in potencialna konkurenca ter raznolikost storitev. Regulacija bi tako stanje pokvarila in bi lahko zmanjšala inovativnost

trga. Nadalje avtor tudi ugotavlja, da tudi funkcija registra ne predstavlja monopolističnega ozkega grla, saj ne obstajajo pomembni nepovratni stroški, hkrati pa je možno izvajanje te funkcije s strani več ponudnikov (na primer evroobveznice), je pa seveda potrebno zagotoviti prost dostop do teh storitev (Knieps, 2004, str. 26)⁶⁸.

Holthausen in Tapking (2004) se v svojem teoretičnem modelu ukvarjata s konkurenco med CDD (v funkciji centralnega registra vrednostnih papirjev) in skrbniškimi bankami. Konkurenca obstaja na področju izvajanja poravnave poslov z vrednostnimi papirji, ki se lahko izvaja bodisi preko računov pri CDD bodisi preko računov pri skrbniku. Skrbniki torej svoje storitve nudijo investitorjem, ki niso neposredni udeleženci CDD⁶⁹. V modelu obravnavata konkurenco med enim skrbnikom in eno CDD, ki tekmujeta pri zagotavljanju nehomogenih storitev neomejenemu številu strank, pri čemer ugotavljata, ali tovrstna konkurenca prinaša želen rezultat z vidika družbene blaginje ali pa je delež katerega od konkurentov prevelik.

Na splošno obstajata dve možni situaciji, kjer je blaginja maksimizirana, in sicer bodisi skoraj vse stranke dobi CDD, bodisi skrbnik. Omenjeni rezultat je posledica mrežnih učinkov na strani uporabnikov. Zaradi različnosti preferenc posameznih strank pa ni optimalno, da bi bili vsi investitorji stranke istega ponudnika. Kot ugotavljata avtorja, je v ravnotežju v prednostnem položaju vedno CDD, saj so skrbniške banke v podrejenem položaju nasproti CDD, ker so odvisne od določenih storitev CDD, medtem ko z njimi tekmujejo pri zagotavljanju drugih storitev. CDD namreč lahko skrbniškim bankam z zaostritvijo pogojev pri zagotavljanju osnovnih storitev, od katerih so le-te odvisne in so potrebne pri zagotavljanju ostalih storitev, poveča stroške in si s tem zagotovi prednost pri zagotavljanju storitev, pri katerih obe vrsti institucij tekmujeta med seboj. CDD tako na primer lahko poveča stroške opravljanja transakcij in zaračunava nižje fiksne stroške sodelovanja v sistemu. S tem se relativno bolj povečajo stroški skrbnikov kot ostalih strank, saj le-ti izvajajo večji obseg poravnave preko CDD. Na ta način skrbniki ne morejo ponuditi enakih pogojev kot CDD, s čimer CDD pridobi večji tržni delež (storitve skrbnikov uporabljajo samo tiste stranke, ki imajo močne preference za te storitve).

V celoti gledano avtorja torej ugotavljata, da lahko CDD izkoristi svoj monopolni položaj pri zagotavljanju storitev na osnovi registra vrednostnih papirjev in si pridobi več strank s tem, ko poveča stroške skrbnikov, pri čemer pa tržni delež CDD v ravnotežju ni nujno večji, kot je njen družbeno optimalen tržni delež. Pri tem poudarjata, da je z družbenega vidika delež prevelik samo v primeru, ko so mrežne eksternalije relativno majhne v primerjavi s

⁶⁸ Pri tem poudarja, da je potrebno strogo ločiti funkciji kliringa in poravnave od funkcije registra, saj za prenos vrednostnih papirjev med prodajalcem in kupcem (poravnava) ni potrebna udeležba registra (CDD). To pomeni, da v kolikor so vrednostni papirji strank na skupnem računu skrbnika pri CDD, potem v primeru posla med strankama istega skrbnika ni potrebna preknjižba v centralnem registru (Knieps, 2004, str. 7).

⁶⁹ Pri tem sta pomembna dva vidika. Prvič, skrbniki morajo poravnati vse transakcije, pri katerih ena izmed strani v poslu ni njihova stranka, preko CDD, tako da hkrati nastopajo kot konkurent CDD in kot njena stranka.

preferencami investitorjev (v tem primeru se namreč stroški investitorjev, ki bolj preferirajo storitve skrbnika, povečujejo kot posledica ukrepov CDD, kar pa je slabo z družbenega vidika). Rezultat omenjene analize je zelo pomemben pri odločanju o načinu regulacije aktivnosti CDD, saj avtorja trdita, da ni potrebe po uvajanju regulacije, ki bi zmanjšala delež CDD, seveda pa je ob tem potrebno preprečiti, da bi CDD zaračunavala različne cene za enake storitve skrbnikom in njihovim strankam (Holthausen in Tapking, 2004, str. 6).

Tudi Rochet se v svojem teoretičnem modelu ukvarja z vprašanjem povezav med CDD in skrbniškimi bankami oziroma, kot izhaja iz teh povezav, posledicami izvajanja skrbniških storitev s strani CDD. CDD namreč na tem segmentu tekmuje s skrbniškimi bankami, pri čemer pa je v prednosti, saj so skrbniške banke hkrati tudi njene stranke. Pri tem kritizira usmeritev Komisije, ki vprašanje strukture infrastrukture kliringa in poravnave prepušča trgu. Po njegovem namreč tržne sile ne morejo pripeljati do strukture, ki bi bila družbeno učinkovita (Rochet, 2005, str. 1).

V svojem modelu primerja učinke na družbeno blaginjo dveh struktur trga, in sicer strukture, kjer ena CDD nudi storitve skrbnikom, ki tekmujejo med sabo, in drugo, v kateri CDD poleg osnovnih nudi tudi skrbniške storitve (kot je to primer mednarodnih CDD). Tipične storitve CDD so vodenje registra in izvajanje poravnav, skrbniške pa skrbništvo in dajanje posojil (tako denarnih kot v obliki vrednostnih papirjev). V analizi želi pokazati, da ima izbira strukture infrastrukture pomembne učinke z vidika družbene blaginje.

Kot pomembno posledico tekmovanja CDD s skrbniki izpostavlja zmanjšanje konkurence pri izvajanju skrbniških storitev. CDD namreč lahko konkurenčnim skrbnikom prepreči dostop do sistema oziroma jim zaračunava visoke tarife. Pri tem kot možno rešitev izpostavlja regulacijo pogojev dostopa ter zahtev za računovodsko in upravljavsko ločitev med funkcijami CDD in skrbniškimi funkcijami, ki načeloma lahko odpravlja neželene posledice in vzpostavi konkurenco na področju skrbniških storitev. Pri tem morajo cene, ki jih CDD zaračunava skrbniškim bankam, temeljiti na dejanskih stroških.

Seveda pa se sama regulacija sooča s težavami (Rochet, 2005, str. 4). Težave se pojavljajo že pri določanju ustreznih cen za konkurenčne skrbnike. CDD namreč nima vzpodbude, da bi razkrila dejanske stroške regulatorju, zato lahko ostalim skrbnikom zaračunava precej višje tarife uporabe sistema, kot znašajo dejanski stroški, in s tem subvencionira svojo skrbniško dejavnost. S tem, ko ne razkrije pravih stroškov, seveda zaščiti svoj dobiček. Prav tako bi regulator sam tudi težko ločil med stroški, ki izvirajo iz osnovne funkcije CDD, in stroški, ki izvirajo iz izvajanja ostalih dejavnosti. Tudi zahteve glede računovodske in upravljavske ločitve med funkcijami CDD in skrbniškimi funkcijami je težko uveljaviti zaradi pomanjkljivih informacij (Rochet, 2005, str. 14).

Drugič, večanje števila strank enega ponudnika (skrbnika ali pa CDD) tem strankam prinaša dodatne koristi, ki izvirajo iz mrežnih eksternalij.

Mnenja glede konkurence med CDD in skrbniki in koristnosti zagotavljanja le-te preko regulacije so torej precej deljena. Določeni avtorji se zavzemajo za regulacijo, drugi jo zavračajo. Iz tega sledi, da bo potrebno razviti še dodatne modele, ki bodo prilagojeni samim značilnostim kliringa in poravnave in bodo bodisi potrdili zahtevo po regulaciji, bodisi jo zavrnili. Posebej to velja glede na specifičnost kliringa in poravnave, zaradi katere, kot opozarjajo nekateri avtorji, ni mogoče samo prenesti že obstoječe regulacije drugih področij na področje kliringa in poravnave⁷⁰. Bistveni poudarki za regulatorje in snovalce politike na tem področju, ki niso sporni, so zaenkrat tako predvsem zagotoviti možnost pravičnega dostopa brez diskriminacije med uporabniki, ki izpolnjujejo zahtevane standarde, ne glede na državo izvora ali pa funkcije, ki jih opravlja uporabnik, ter zagotoviti zadostne pravne in tehnične mehanizme obvladovanja tveganj, ki omogočajo delovanje tudi v kriznih razmerah.

6. Konsolidacija infrastrukture za kliring in poravnavo v EU

Prejšnja poglavja obravnavajo trenutno stanje kliringa in poravnave v EU, ovire za učinkovito izvajanje čezmejnih transakcij in potrebo po odstranitvi teh ovir, kar predstavlja kratko- in srednjeročni cilj. Odstranitev ovir naj bi omogočila integracijo (in konsolidacijo) sedanje infrastrukture. To poglavje pa se ukvarja z dolgoročnejšim oziroma (z vidika sedanjega stanja) celo teoretičnim vidikom optimalne strukture infrastrukture za kliring in poravnavo v EU. Pri tem je najprej poudarjena razlika med integracijo in konsolidacijo ter prednosti slednje, v nadaljevanju pa so predstavljeni različni vidiki in poudarki v zvezi s konsolidacijo, ki zajemajo učinkovitost in varnost kot cilja ter konkurenco in upravljanje infrastrukture kot faktorja doseganja učinkovitosti in varnosti. Na tej osnovi se skuša opredeliti optimalno dolgoročno strukturo, do katere bo glede na sedanje stanje vodila zgolj konsolidacija trenutne infrastrukture.

6.1. Pomen konsolidacije v primerjavi z integracijo in prednosti konsolidacije

Schmiedel in Schonenberger (2005, str. 6) po drugih avtorjih povzemata definicijo finančne integracije, in sicer je trg finančnih instrumentov oziroma storitev popolnoma integriran, če za vse potencialne tržne udeležence z enakimi relevantnimi značilnostmi veljajo:

- enaka pravila poslovanja s finančnimi instrumenti oziroma storitvami;
- enakopraven dostop do finančnih instrumentov oziroma storitev;
- enaka obravnava na trgu.

V kontekstu trgovanja, kliringa in poravnave je prvi pogoj izpolnjen, če ponudniki teh storitev poslujejo na osnovi enakih tehničnih procedur, enake pravne podlage in enakih poslovnih

⁷⁰ Enako ugotavlja tudi Economides, ki se ukvarja z značilnostmi mrežnih panog in možnostmi njihove regulacije. Pri tem svari pred prehitrim sprejemanjem dodatne zakonodaje, ker je trenutno poznavanje značilnosti omrežij še premajhno oziroma je teorija omrežij še precej nedodelana in nestabilna. To še posebno velja z vidika vpliva regulacije omrežij, ki pa mora biti v vsakem primeru prilagojena specifikam posameznega omrežja (Economides, 2004, str. 26).

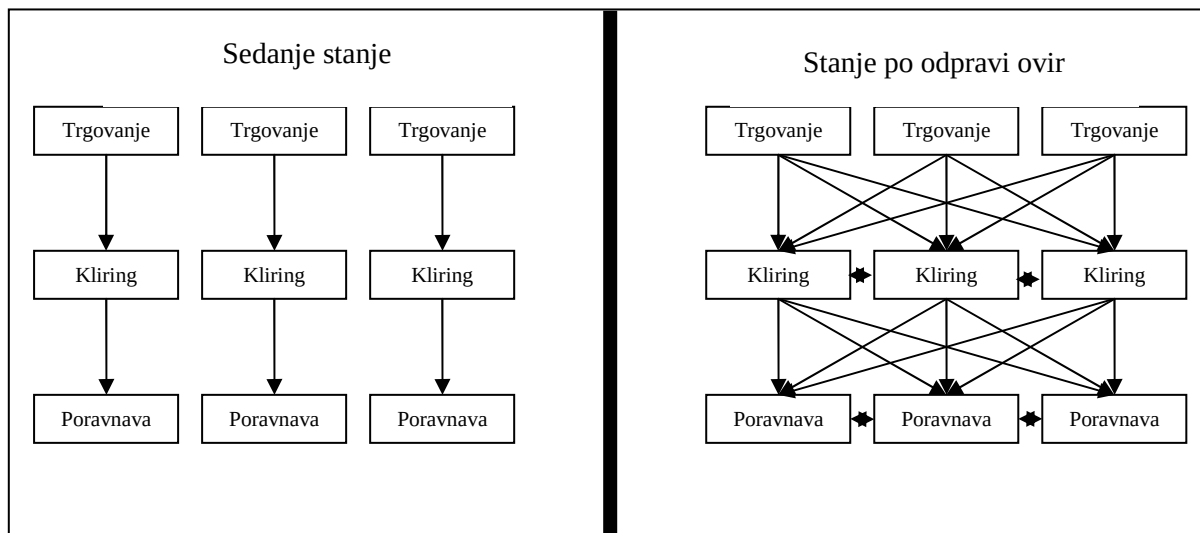
praks. Drugi pogoj zahteva dostop vseh uporabnikov do enakih instrumentov oziroma storitev po enakih pogojih, ne glede na lokacijo uporabnika. V povezavi s tem tretji pogoj zahteva, da se uporabnike enako obravnava ne glede na to, od kod prihajajo (Schmiedel in Schonenberger, 2005, str. 7)⁷¹.

Z odpravo ovir, opredeljenih v 4. poglavju, bo torej omogočena integracija kliringa in poravnave na evropski ravni, ki pomeni, da bodo vsem uporabnikom na voljo enake storitve po enakih pogojih oziroma ceni, ne glede na lokacijo uporabnika in ponudnika. Z drugimi besedami to pomeni, da bo investitor z vidika stroškov in tveganja kliringa in poravnave posla indiferenten med nakupom vrednostnega papirja doma in preko meje.

Odprava ovir pomeni torej precejšen zagon nadaljnji integraciji kliringa in poravnave, pri čemer pa je potrebno ločiti kratek in dolgi rok v tem procesu. Na kratek rok kompleksne medsebojne povezave med sistemi trgovanja, kliringa in poravnave onemogočajo radikalno spremembo in takojšen preskok v bolj idealno stanje, in sicer tudi zaradi dejstva, da se tovrstna infrastruktura znotraj posameznih držav obravnava kot nacionalno pomembna oziroma kot strateški interes. Tako bo vmesna rešitev nedvomno zajemala obstoječe nacionalne strukture za izvajanje domačih transakcij in povezovanje (v lastniškem in tehničnem smislu) teh struktur za izvajanje čezmejnih transakcij. Na dolgi rok pa se preko konsolidacije pričakuje vzpostavitev bolj učinkovite in obstojne vseevropske infrastrukture za kliring in poravnavo (Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements, 2003, str. 30). Trenutno stanje in pričakovano stanje takoj po odpravi ovir je mogoče povzeti v naslednji sliki.

⁷¹ Kot izhaja iz analize ovir za učinkovito izvajanje kliringa in poravnave, za sedanje stanje v EU velja, da je stopnja integracije še precej nizka. Kot namreč ugotavljata Schmiedel in Schonenberger (2005, str. 20-22), ni izpolnjen nobeden izmed treh pogojev. To dejansko pomeni, da sedanja situacija povzroča dodatne stroške in tveganja, ki vplivajo na odločitve o investiranju ter zmanjšujejo obseg čezmejnih transakcij.

Slika 8: Kratkoročni vpliv odprave ovir, identificiranih v poročilu Giovanninijeve skupine⁷²



Vir: Consolidation of Central Counterparty Clearing in the Euro Area, 2001, str. 74

Integracija bo torej preko povečane konkurence s seboj zagotovo prinesla tudi konsolidacijo sistemov kliringa in poravnave, ki pomeni koncentracijo ponudnikov storitev kliringa in poravnave, in sicer preko združitve, prevzemov, povezav, ustanovitve skupnih družb in reorganizacije obstoječih. Konsolidacija pospešuje integracijo in zmanjšuje stroške preko ekonomij obsega in razpona. Do sedaj je bila konsolidacija omejena, saj so nacionalne razlike oziroma identificirane ovire povzročale preveč negotovosti glede regulativnega in pravnega okolja ter s tem povezanih stroškov (Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements, 2003, str. 22).

Kljub temu je težko verjeti, da bo trg sam pripeljal do enovite strukture, torej do popolnoma konsolidiranega modela, ker imajo glavni ponudniki storitev zelo različne ideje o tem, kateri od njih bo postal klirinška hiša oziroma CDD za celotno Evropo. Pri tem si Van Cauwenberge (2003, str. 92) zastavlja tudi vprašanje, ali so sistemi kliringa in poravnave pripravljeni razširiti svojo medsebojno mrežo s povečevanjem medsebojne kompatibilnosti. Lahko se namreč odločijo tudi za strategijo, ki uporabnikom omejuje oziroma podraži prehod med sistemi s tem, da povečajo stroške tega prehoda. Na stroške prehoda vplivajo različni dejavniki, in sicer od pogodbeno določenih stroškov, stroškov privajanja na sistem, stroškov prilagajanja formatov podatkov ter stroškov prilagajanja informacijske podpore. Tako priklenjenim uporabnikom se lahko zaračunavajo višje cene, medtem ko se s popusti privablja nove uporabnike.

⁷² Sedanje stanje ponazarjajo vertikalne povezave med borzami, klirinškimi hišami in CDD, pri čemer gre za medsebojno slabo kompatibilne sisteme z omejeno možnostjo izvajanja kliringa in poravnave med njimi zaradi naštetih ovir. Z odpravo ovir teoretično lahko nastane popolnoma integriran model na desni, ki pa ima precejšnje pomanjkljivosti, saj obstoj mnogih sistemov pomeni slabši izkoristek ekonomij obsega in razpona ter dodatne

Hkrati Werner (2003, str. 2) ugotavlja, da je glede na dejstvo, da so v bližnji preteklosti obstoječi upravljavci in udeleženci sistemov vložili veliko napora in sredstev v razvoj in nadgradnjo svojih sistemov, težko doseči podporo takojšnji konsolidaciji med upravljavci omenjenih sistemov in opustitev posameznih rešitev. Konsolidacija bo tako postopna, preko več faz prevzemov in združevanja v okviru obstoječe infrastrukture.

Konsolidacija prinaša prednosti tako ponudnikom kot uporabnikom storitev kliringa in poravnave, in sicer (Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements, 2003, str. 23):

a) Prednosti za ponudnike:

- zmanjšanje števila sistemov za ponudnike pomeni zmanjšanje potreb po vzpostavitvi in vzdrževanju povezav do velikega števila sistemov, ki imajo različne značilnosti;
- povečanje števila in vrst transakcij v okviru preostalih sistemov preko učinkov ekonomij obsega in razpona zmanjša povprečne stroške izvedenih transakcij;
- z zmanjšanjem števila sistemov se zmanjšajo tudi tveganja neuspešnih poravnav, ki izvirajo iz povezav med sistemi;

b) Prednosti za uporabnike:

- za uporabnike, ki so hkrati lastniki sistema kliringa in poravnave, se lahko poveča donosnost investicije v ta sistem;
- preko ekonomij obsega in razpona pri ponudnikih se zmanjšajo cene storitev (neposredni stroški), prav tako pa se zaradi zmanjšanja števila sistemov, s katerimi so uporabniki povezani, zmanjšajo zaledni stroški in stroški uporabe posrednikov (posredni stroški);
- s konsolidacijo in zmanjšanjem števila sistemov se povečujejo pozitivni mrežni učinki (eksternalije), ki izvirajo iz povečane uporabe določenega sistema; prav tako se povečajo koristi zaradi dejstva, da se preko istega sistema izvaja več vrst transakcij, ki so se prej izvajale preko različnih sistemov;
- s centralizacijo aktivnosti se zmanjša likvidnostno tveganje in izboljša obvladovanje tveganj, prav tako pa se omogoči centralizirano vzdrževanje likvidnosti in premoženja za finančno zavarovanje (potrebno za pridobitev posojil) in poravnavo, kar prinaša učinkovitejše upravljanje premoženja ter zmanjšanje potreb po premoženju za finančno zavarovanje in poravnavo (znižanje oportunitetnih stroškov); zaradi poenostavitve postopkov in zmanjšanja tveganja ter stroškov se zmanjšajo tudi oportunitetni stroški iz naslova neizkoriščenih priložnosti trgovanja na tujih trgih.

6.2. Pomembni poudarki glede konsolidacije

stroške zaradi potrebnih povezav med sistemi. Kot tak model ni stabilen in gravitira k večji konsolidaciji. Različne možnosti te konsolidacije so prikazane v nadaljevanju.

Splošno prepričanje je, da je končna oblika evropske infrastrukture za kliring in poravnavo v domeni trga oziroma njegovih udeležencev. Kljub temu so tudi regulatorji oziroma nosilci javne politike zelo zainteresirani za razvoj dogodkov na tem področju. Kot izhaja iz komunikacije Komisije, so regulatorji zainteresirani za učinkovitost delovanja infrastrukture in njeno varnost (zmanjšanje sistemskega tveganja). Kot pomembne dejavnike vpliva na omenjene kategorije izpostavljajo tržno strukturo, upravljanje sistemov in ustrezno regulacijo (Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements, 2003, str. 25). Tudi ostali avtorji na tem področju izpostavljajo enake poudarke glede konsolidacije, zato so ti poudarki podrobneje predstavljeni v nadaljevanju.

6.2.1. Učinkovitost

Konsolidacija glede na značilnosti infrastrukture za kliring in poravnavo (ekonomije obsega in razpona) ter preko zmanjšanja števila potrebnih povezav med sistemi povečuje stroškovno (produkcijsko oziroma tehnično) učinkovitost delovanja te infrastrukture. To zmanjšanje stroškov pa se mora odražati pri končnih uporabnikih (alokativna učinkovitost), saj le to povečuje obseg čezmejnega trgovanja ter preko tega likvidnost in globino finančnih trgov. Z nastankom monopola ter morebitno zlorabo monopolnega položaja je alokativna učinkovitost lahko ogrožena. Ta je zagotovljena v pogojih konkurence med več sistemi, pri čemer je taka struktura seveda tehnično manj učinkovita.

Konsolidacija pa poraja tudi vprašanja glede pritiska na konsolidirano infrastrukturo za ohranjanje njene inovativnosti ter razvoja storitev (dinamična učinkovitost), ker obstaja nevarnost monopolnega obnašanja edinega ponudnika na škodo uporabnikov storitev. Konkurenca med več ponudniki navadno zagotavlja zadostno spodbudo za inovativnost in razvoj storitev.

6.2.2. Varnost

Zelo pomemben vidik delovanja sistemov kliringa in poravnave za regulatorje je vpliv teh sistemov na finančno stabilnost z vidika sistemskega tveganja, ki ga ti sistemi lahko povzročijo. Pri tem konsolidacija povzroča mešane učinke na sistemsko tveganje.

Prvič, v primeru nekonsolidirane infrastrukture obstoj konkurence med sistemi lahko povzroči, da z namenom zmanjševanja stroškov in s tem cen storitev upravljavci sistemov zmanjšajo oziroma oslabijo obvladovanje tveganj. Nasproten možen vpliv je, da konkurenca med sistemi le-te sili tudi v konkurenco pri zagotavljanju varnosti, kar pa seveda povečuje njihovo varnost. Večje število sistemov je tudi težje konsistentno nadzorovati, hkrati pa je manjša odvisnost finančnih trgov od teh sistemov, saj posamezni sistemi pokrivajo manjši del trgov in se lahko medsebojno nadomestijo.

Drugič, konsolidacija pripelje v centraliziranost infrastrukture in povečano odvisnost od te infrastrukture. Če se realizirajo tveganja, to pomeni širšo težavo za finančno stabilnost kot v

primeru razdrobljene infrastrukture⁷³. Na drugi strani pa je manjše število ponudnikov lažje učinkovito nadzirati, hkrati pa ekonomije obsega zagotavljajo prihranke, zaradi katerih ni potrebno zmanjševati ukrepov na področju obvladovanja tveganj. Prihranki zaradi centralizacije obstajajo tudi pri samih mehanizmi obvladovanja tveganj, pri čemer centralizirano obvladovanje tveganj pomeni tudi možnost nadzora nad celotno pozicijo posameznih uporabnikov sistema. Iz tega izhaja, da je centralizirano upravljanje tveganj bolj stroškovno učinkovito in sofisticirano.

6.2.3. Mehanizmi zagotavljanja učinkovitosti in varnosti ob konsolidaciji

Konsolidacija sistemov kliringa in poravnave torej pomeni zmanjšanje konkurence oziroma nastanek monopola. S tega vidika se poraja vprašanje, kakšni varnostni mehanizmi bodo preprečili zlorabo tržnega položaja s strani glavnih ponudnikov storitev, ki bi lahko poslabšali nivo in razvoj storitev za uporabnike in povišali cene teh storitev (zmanjšanje alokativne in dinamične učinkovitosti) oziroma bi povečali tveganja⁷⁴.

Prvi mehanizem pomeni možnost pojava oziroma vstopa novih ponudnikov oziroma prevzem trga s strani obstoječih. Ta mehanizem med drugim seveda zahteva pravičen in prost dostop in prosto izbiro med sistemi kliringa in poravnave. V praksi to pomeni možnost dostopa vseh trgov, ponudnikov storitev (skrbnikov in samih CNS in CDD) in udeležencev do sistemov kliringa in poravnave po enakih pogojih, kar je bistven pogoj za konkurenco med sistemi kliringa in poravnave, in sicer tako aktivno kot potencialno (Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements, 2003, str. 26-28).

Drugi mehanizem pomeni obstoj ustreznih mehanizmov upravljanja, ki zagotavljajo, da se upoštevajo potrebe uporabnikov sistema. V preteklosti so bili sistemi kliringa in poravnave navadno v lasti njihovih uporabnikov, pri čemer je bila poudarjena enakopravnost dostopa obstoječih uporabnikov do teh sistemov, varnost in jasna ter demokratična pravila odločanja. Uporabniki sistemov so v vlogi lastnikov seveda tudi preprečevali možnosti zlorabe monopolnega položaja s strani upravljavca sistema. Na drugi strani pa so lahko obstoječi uporabniki kot lastniki zavirali vstop novih uporabnikov (omejevanje konkurence), hkrati pa so se težko dogovarjali o prihodnjem razvoju zaradi različnih interesov, kar je oviralo inovacije in napredek. To je posebej veljalo v primeru heterogenosti uporabnikov z enako močjo odločanja, kar se je odražalo v nasprotjih med majhnimi in velikimi uporabniki in posledičnem zaviranju razvoja. Slabost tako upravljanjih institucij pa je bila tudi v njihovi počasnosti pri uvajanju sprememb.

⁷³ Integracija trgov in povezovanje ter združevanje infrastrukture za trgovanje, kliring in poravnavo torej prinaša tudi nevarnosti, ker se na tako povezanih trgih lahko zelo hitro prenašajo finančne težave (Russo et al, 2004, str. 4).

⁷⁴ Drugi vidik zlorabe dominantnega položaja in s tem omejevanja konkurence, ki ga predvsem izpostavljajo skrbniki, pa je seveda ta, ki izhaja iz delitve osnovnih in komercialnih storitev. Omenjeno vprašanje je podrobneje analizirano v prejšnjem poglavju in je tu omenjeno zgolj zaradi celovitosti prikaza.

Potreba po spremembi oziroma konsolidaciji borz vrednostnih papirjev ter infrastrukture za kliring in poravnavo je tako pripeljala tudi do sprememb v upravljanju tovrstne infrastrukture, in sicer se članstvo ločuje od lastništva, pri čemer institucije delujejo kot delniške družbe, ki imajo potencial, da postanejo dinamične in učinkovite. To je omogočeno tudi zato, ker kot delniške družbe preko prodaje delnic lažje zberejo kapital, ki je potreben za posodobitve, prevzeme in združitve. Prav tako je upravljanje lahko učinkovitejše, ker pri njem ne sodelujejo vsi člani po demokratičnih načelih in s tem ne onemogočajo razvoja, ki jim ni po godu⁷⁵.

Na drugi strani pa spreminjanje v strukturi upravljanja sproža tudi pomisleke. Lahko se na primer zmanjša poudarek pri obvladovanju tveganj (če so lastniki uporabniki sistema, je ta poudarek večji, saj lastniki kot uporabniki neposredno občutijo posledice realizacije tveganj). Prav tako lahko konsolidacija in profitni motiv povzročita monopolistično obnašanje, ki povečuje cene in znižuje nivo storitev (Goldberg et al, 2002, str 5). Werner (2003, str. 7) zato poudarja, da je ob spreminjanju upravljanja potrebno zadržati zadosten vpliv uporabnikov pri upravljanju sistema, kar bo zagotovilo, da pri nadaljnji konsolidaciji ne bo prevladoval zgolj profitni motiv lastnikov, ampak bodo upoštevani tudi interesi uporabnikov. To bo tudi zagotovilo, da se bodo prednosti konsolidacije v zadostni meri prenesle na uporabnike sistemov.

Tretji mehanizem vključuje učinkovito regulacijo, ki na pravičen način regulira cenovno politiko in maksimiranje dobička ter zagotavlja ustrezno obvladovanje tveganj (vprašanje regulacije je obravnavano v 5. poglavju).

6.3. Možni modeli konsolidacije

Kot ugotavljata Lannoo in Levin (2003, str. 2), poenostavljeno gledano obstajata dva različna pogleda na to, kako morata biti v prihodnje organizirana kliring in poravnava v EU. Prvi pogled pravi, da sta kliring in poravnava storitvi, pri zagotavljanju oziroma uporabi katerih obstajajo ekonomije obsega in razpona ter pozitivni mrežni učinki, zato bi morala biti dejavnost kliringa in poravnave skoncentrirana v enotnem sistemu, ki bi svoje storitve ponujal vsem trgom (organiziranim in neorganiziranim) v EU. Drugi pogled se bolj zavzema za konkurenco med več sistemi kliringa in poravnave, ki v kombinaciji s tehnološkim napredkom (na podlagi katerega je mogoče te sisteme med seboj učinkovito povezati) zagotavlja boljše rezultate kot en sam sistem. Za dosego tega pa je potrebno sprostiti omejitve za dostop posameznih sistemov do lokalnih trgov, kar bo omogočilo konkurenco med razdrobljeno infrastrukturo in sprožilo njeno integracijo in konsolidacijo, pri čemer bodo preživeli le sistemi, ki najbolje služijo uporabnikom.

⁷⁵ Kot opozarjata Schmiedel in Schonenberger (2005, str. 9), lahko namreč določeni uporabniki v funkciji lastnikov in upravljavcev sistemov zavirajo integracijo in konsolidacijo. Razdrobljena in neučinkovita infrastruktura, ki zahteva uporabo posrednikov (skrbnikov), jim namreč omogoča večji obseg posredovanja in s tem večji zaslužek.

V nadaljevanju je prikazana analiza možnih modelov infrastrukture za trgovanje, kliring in poravnavo, ki sta jo pripravila Serifsoy in Weiss in ki najbolj celovito povzema ekonomske značilnosti ter pomembne poudarke pri analizi možnih struktur⁷⁶. Serifsoy in Weiss se v svoji analizi situacije v zvezi s trgovanjem, kliringom in poravnavo v EU osredotočata na ekonomske vidike in faktorje, ki vplivajo na to infrastrukturo. Pri tem najprej postavita merila za ocenjevanje prednosti in slabosti posameznih rešitev za trgovanje, kliring in poravnavo v EU, in sicer (Serifsoy in Weiss, 2003, str. 3-4):

- Statična učinkovitost, ki pomeni stroškovno učinkovitost. V skladu s konceptom statične učinkovitosti se določena aktivnost izvaja statično učinkovito, če ne obstaja rešitev, po kateri bi se ta aktivnost lahko izvajala z nižjimi stroški.
- Dinamična učinkovitost, ki pomeni inovacije in razvoj. Aktivnosti se izvajajo dinamično učinkovito, če današnja struktura industrije in investicije ne vplivajo škodljivo na izvajanje teh aktivnosti v prihodnje. S tega vidika struktura, ki ne omogoča inovacij in izboljšanja kvalitete v prihodnosti, ni učinkovita v smislu dinamične učinkovitosti. Konkurenca navadno spodbuja inovativnost in kvaliteto storitev, medtem ko jo monopolni položaj lahko zavira.
- Sistemska učinkovitost se nanaša na robustnost infrastrukture glede na sistemsko tveganje, ki določa stabilnost infrastrukture v primeru težav. Za obvladovanje sistemskega tveganja so potrebni tako preventivni kot kurativni ukrepi, ki preprečujejo razvoj in zmanjšujejo posledice prenosa tveganj med posameznimi udeleženci oziroma sistemi (domino efekt).

Vsi trije koncepti učinkovitosti so medsebojno povezani. Statično najbolj učinkovita rešitev za kliring in poravnavo je monopol, ki pa zaradi pomanjkanja konkurence pomeni manjše vzpodbude za inovacije in razvoj, kar pomeni manjšo dinamično učinkovitost⁷⁷. Statična učinkovitost se na drugi strani zmanjšuje kot posledica povečevanja sistemske učinkovitosti. Uvedba zavarovanj oziroma varnostnih mehanizmov v sistemu namreč na eni strani zmanjšuje tveganja in povečuje stabilnost sistemov, na drugi strani pa predstavlja oportunitetne stroške in znižanje statične učinkovitosti. Hkrati obstoj monopolnega dobička omogoča tudi oblikovanje rezervacij, kar poveča stabilnost institucij v primeru finančnih šokov. Popolna konkurenca povečuje dinamično učinkovitost, hkrati pa se lahko zmanjša sistemska učinkovitost zaradi razdrobljenosti infrastrukture in posledično oteženega nadzora na eni strani in zaradi varčevalnih ukrepov posameznih sistemov, ki omejujejo sredstva za obvladovanje tveganj, na drugi strani.

Večja statična učinkovitost je torej dosežena pri bolj centralizirani strukturi, na drugi strani pa taka struktura poslabšuje položaj glede dinamične učinkovitosti, ki je največja v primeru

⁷⁶ Infrastruktura za trgovanje je vključena zaradi popolnosti prikaza. Pri posameznih modelih so predstavljeni tudi pogledi drugih tovrstnih analiz.

⁷⁷ Enako trdi tudi Van Cayseele (2004, str. 4), ki navaja, da je v industrijah, ki jih zaznamujejo močne ekonomije obsega in razpona, težko hkrati dosegati konkurenčno okolje in s tem vzpodbude za dinamično učinkovitost ter stroškovno učinkovitost, zato se v takih industrijah pojavi konsolidacija z zelo koncentrirano strukturo. Navedene značilnosti veljajo tudi za kliring in poravnavo.

popolne konkurence. Zato je pomembno vprašanje, kakšne so možnosti vstopa novih konkurentov. Glede na značilnosti kliringa in poravnave je vstop novih konkurentov in prevzem tržnega položaja možen samo z boljšimi storitvami v smislu hitrejši izvedbe transakcij, nižjih transakcijskih stroškov in nižjih zahtev glede zavarovanja in potrebne likvidnosti za poravnavo. V tem primeru pa se lahko pojavijo tudi problemi glede sistemske učinkovitosti, ker se za pridobitev večjega obsega trga varčuje pri ukrepih za obvladovanje tveganj (Serifsoy in Weiss, 2003, str. 10).

V nadaljevanju avtorja obravnavata tri pomembne parametre za oblikovanje infrastrukture za trgovanje, kliring in poravnavo (Serifsoy in Weiss, 2003, str.16-21):

- a) Kakšna naj bo konsolidacija sistemov? Problem ima dve dimenziji, in sicer horizontalno in vertikalno. Horizontalna dimenzija zahteva tudi odločitev o tem, ali se v okviru določenega sistema izvaja kliring oziroma poravnava različnih vrst vrednostnih papirjev (obveznice, delnice) in izvedenih finančnih instrumentov. Povezava več vrst vrednostnih papirjev omogoča izkoriščanje ekonomij razpona. Vertikalna dimenzija zahteva odločitev o tem, ali naj se aktivnosti trgovanja, kliringa in poravnave povežejo v okviru ene institucije ali ne.
- b) Kakšen naj bo komunikacijski standard in kako odprt naj bo sistem v odnosu do konkurentov? V kolikor se v sistemu uporablja lasten komunikacijski standard, potem se morajo uporabniki in konkurenti prilagoditi temu standardu in nasprotno, v kolikor se uporablja splošno priznan standard, to omogoča lažji dostop konkurentov do sistema in tudi lažji prehod za uporabnike med sistemi, ker niso potrebne specifične investicije. Lasten standard v okviru vertikalno povezane verige trgovanja, kliringa in poravnave konkurentom na določeni ravni (na primer klirinškimi hišami) povzroča dodatne stroške pri zagotavljanju konkurenčnih storitev na določenem trgu, ki ga obvladuje vertikalno povezan sistem, hkrati pa uporabnikom povzroča stroške zamenjave ponudnika.
- c) Kakšno naj bo lastništvo in upravljanje sistema? Pri tem obstajajo tri možnosti, in sicer privatno podjetje, ki deluje s profitnim motivom, neprofitno vzajemno podjetje v lasti uporabnikov, ki deluje s ciljem zagotavljanja maksimalne koristnosti za njegove uporabnike, ter javno podjetje, ki zagotavlja javno dobrino⁷⁸.

⁷⁸ Zadnja možnost, kjer storitve zagotavlja javno podjetje, se je v preteklosti na drugih področjih izkazala za neučinkovito, zato so na mnogih področjih nastala privatna, profitno usmerjena podjetja. Javno dobro na omenjenih področjih (zadostna količina po ustrezni ceni) zagotavlja država z regulacijo, ki je primernejši način od upravljanja, saj regulacija ne zahteva sprejemanja poslovnih odločitev, za kar je boljše usposobljen privatni sektor, ki ga vodi profitni motiv. Upravljanje s strani uporabnikov ima svoje prednosti, ki se kažejo v vplivu uporabnikov na zagotavljanje zadostne količine storitev po ceni, ki je nižja od monopolne. S tega vidika je odpravljen monopolni dobiček v primerjavi s profitno usmerjenim podjetjem, hkrati pa so zmanjšane neučinkovitosti, ki so prisotne pri javnih podjetjih. Na drugi strani pa lahko obstoječi uporabniki kot lastniki zavirajo vstop novih, hkrati pa se težko dogovarjajo o prihodnjem razvoju zaradi različnih interesov, kar ovira inovacije in napredek.

Serifsoy in Weiss (2003, str. 21-26) nato preučujeta tri različne modele trgovanja, kliringa in poravnave, kjer upoštevata omenjene tri parametre za oblikovanje infrastrukture in jih ocenjujeta v skladu z opredeljenimi merili učinkovitosti.

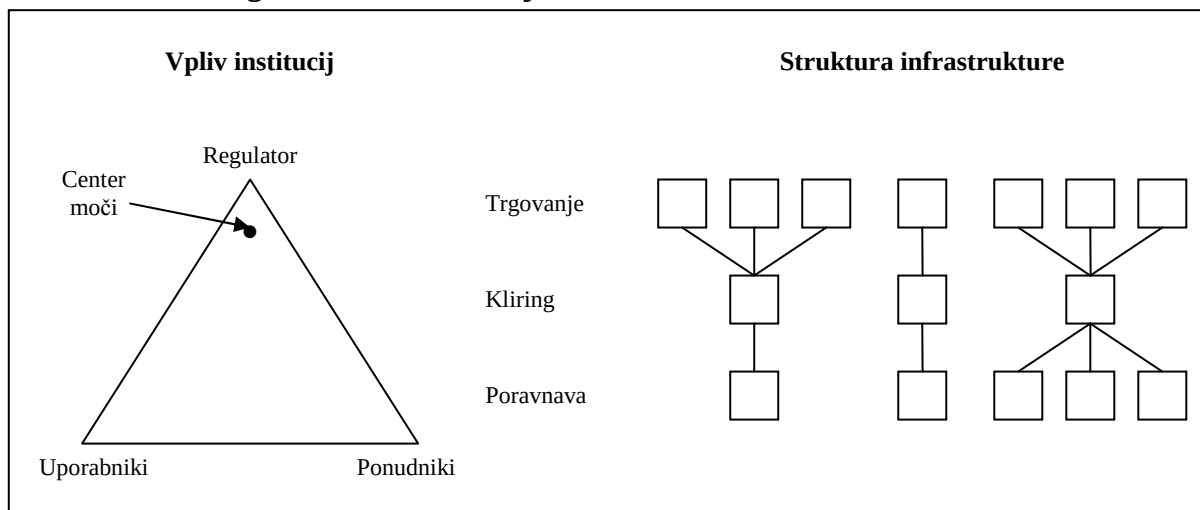
6.3.1. Sistem regulirane konsolidacije

Prvi model imenujeta sistem regulirane konsolidacije in ima dve pomembni značilnosti. Prvič, konsolidacija posameznih storitev v verigi trgovanja, kliringa in poravnave pomeni, da ne obstaja konkurenca. Drugič, obstaja močna regulacija aktivnosti, ki lahko pomeni celo, da je infrastruktura v javni lasti. Avtorja v tem okviru obravnavata tri možne oblike infrastrukture, in sicer:

- Prva oblika pomeni razdrobljeno infrastrukturo za trgovanje ter konsolidirana kliring in poravnavo (na primer struktura, ki je prisotna v ZDA).
- Druga oblika pomeni monopol na vseh treh ravneh (trgovanje, kliring in poravnava), pri čemer je možna tudi vertikalna konsolidacija med vsemi tremi ravnmi (na primer lokalna infrastruktura v posameznih državah EU).
- Tretja oblika pomeni konsolidacijo na ravni kliringa (enotna klirinška hiša v funkciji CNS), medtem ko trgovanje in poravnava ostajata razdrobljena (gre za primer enega izmed predlaganih modelov prihodnje, bolj konsolidirane infrastrukture v EU).

Posamezne opcije sistema regulirane konsolidacije so prikazane v naslednji sliki, v nadaljevanju pa je analiziran primer konsolidacije na vseh treh ravneh kot ekstrem v okviru sistema regulirane konsolidacije.

Slika 9: Sistem regulirane konsolidacije



Vir: Serifsoy in Weiss, 2003, str. 23

Konsolidacija na ravni posamezne aktivnosti omogoča izkoristek ekonomij obsega in razpona v okviru te aktivnosti. Glede na odsotnost konkurence in javno last infrastrukture obstaja nizka raven inovativnosti, prav tako pa je posledica omenjene strukture preprečen vstop novih

ponudnikov. Vertikalna integracija omenjene ovire še okrepi, pri čemer pa omogoča tudi določeno dodatno učinkovitost preko avtomatizacije aktivnosti znotraj vertikalne povezave. Nizka stopnja inovativnosti je tudi skladna z nizko nagnjenostjo k investiranju posameznih udeležencev. Standardizacijo komunikacije oziroma tehnične opreme zagotavlja regulator s svojim formalnim vplivom.

Statična učinkovitost v teh primerih je visoka zaradi ekonomij obsega in razpona, hkrati pa so izkoriščene mrežne eksternalije. Glede na moč, ki jo imajo regulatorji, so minimizirane možnosti za izkoriščanje monopolnega položaja. Na drugi strani pa je lahko zaradi neučinkovitega sistema vzpodbud v okviru javnega podjetja (ni profitnega motiva) statična učinkovitost zmanjšana. Neto učinek je odvisen od tega, ali prevladajo prednosti ali slabosti take strukture.

Dinamična učinkovitost je zaradi neobstoja konkurence na škodo uporabnikov nizka, ker ni pritiska konkurence na ponudnika storitev, prav tako pa so možnosti vstopa konkurentov minimalne oziroma ne obstajajo.

Z vidika sistemske učinkovitosti konsolidacija omogoča centralizacijo tveganja in obvladovanja tveganja, hkrati pa se pojavlja problem moralnega hazarda in velike odvisnosti finančnega sistema od enega ponudnika storitev (posledice pomanjkljivega obvladovanja tveganj so zelo velike).

Glede na to, da imajo regulatorji veliko moč v tem modelu, lahko uvedejo striktno politiko obvladovanja tveganj, prav tako pa se lahko zagotovi prost dostop do sistema in pravične cene za uporabnike, na katere se prenesejo pozitivni učinki statične učinkovitosti. Na drugi strani pa je regulacija lahko draga in znižuje dinamično učinkovitost. Omenjeni sistem je zanimiva alternativa v primeru, ko koristi statične učinkovitosti prevladajo nad pomanjkljivostmi dinamične neučinkovitosti, kar je predvsem možno v primeru, ko so inovacije redke in je dejavnost stabilna ter utečena.

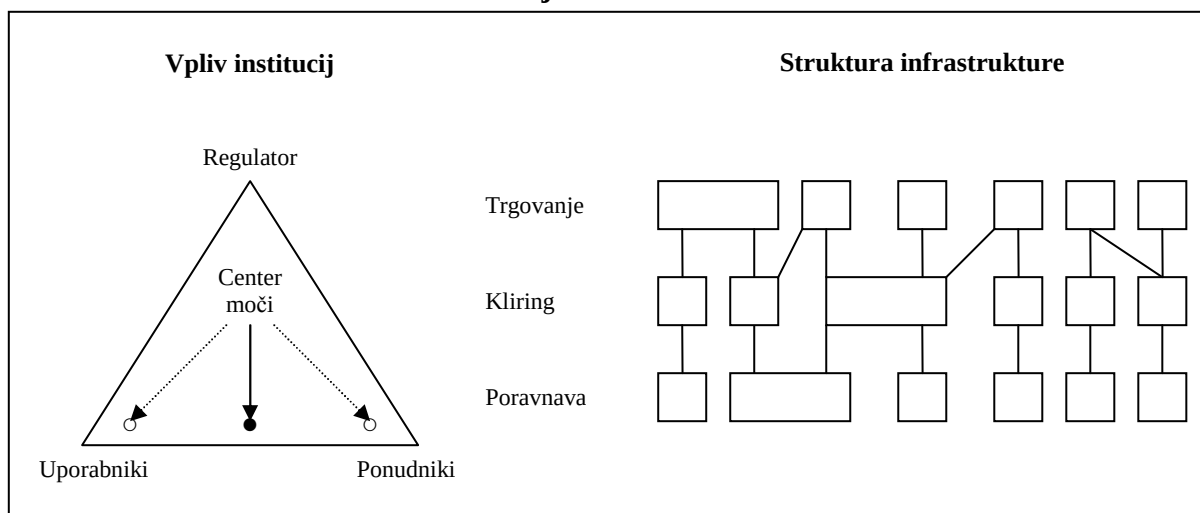
Tudi Giovanninijeva skupina je v svojem poročilu obravnavala dve izmed omenjenih možnosti, to sta model popolne konsolidacije samo na ravni kliringa in model popolne konsolidacije na ravni kliringa in poravnave. Ugotovitve so skladne z ugotovitvami Serifsoya in Weissa, in sicer skupina izpostavlja prednosti konsolidacije z vidika stroškovne učinkovitosti, na drugi strani pa pomanjkljivosti zaradi nastalega monopolnega položaja (manjša dinamična učinkovitost, ogrožena alokativna učinkovitost zaradi potencialne zlorabe monopolnega položaja). S tega vidika sta v tem modelu potrebna ustrezno večja regulacija in nadzor, ki se nanašata na cenovno politiko in pogoje dostopa do sistema, kakor tudi ustrezno upravljanje, ki mora zagotoviti, da se upoštevajo interesi udeležencev pri zagotavljanju in razvoju storitev. Skupina tudi ugotavlja, da se s konsolidacijo pojavi mešan vpliv z vidika tveganj, ki na eni strani pomeni lažji in učinkovitejši nadzor nad institucijo in lažje obvladovanje tveganj z njene strani (enoten sistem ima tudi večjo finančno moč, ki jo lahko

nameni obvladovanju tveganj), na drugi strani pa koncentracija pomeni velik potencial za sistemsko tveganje ter prenos težav med različnimi trgi in državami (Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements, 2003, str. 30 - 37).

6.3.2. Sistem konkurenčne razdrobljenosti

Drugi model Serifsoy in Weiss imenujeta sistem konkurenčne razdrobljenosti. V tem modelu obstajajo mnogi ponudniki storitev trgovanja, kliringa in poravnave, med katerimi obstaja visoka stopnja konkurence, ki vodi v tehnološke inovacije. V okviru panoge prevladujejo enotni tehnični standardi in proste možnosti dostopa posameznih ponudnikov do drugih ponudnikov, kar omogoča lahek vstop za nove ponudnike storitev. Nivo investiranja posameznih ponudnikov je visok, ker želijo na račun inovacij doseči dodatne dobičke, medtem ko je skupni nivo investiranja lahko celo previsok, kar je posledica nekoordiniranih aktivnosti posameznih ponudnikov. Ponudniki so privatna podjetja, pri katerih prevladuje visoka stopnja samoregulacije kot podlaga za diferenciacijo od ostalih ponudnikov, medtem ko je vloga regulatorjev majhna, saj skrbijo samo za medsebojno zagotavljanje prostega dostopa med ponudniki. Upravljanje in s tem odločanje je v rokah privatnih podjetij, ponudnikov storitev, in/ali v rokah uporabnikov. V modelu tudi ne obstajajo vertikalne povezave, ker glede na zagotovljen prost dostop med ponudniki na posameznih nivojih storitev in konkurenco med njimi niso možne subvencije med povezanimi ravni, kar je bistvena prednost vertikalnih povezav. Model je prikazan v naslednji sliki.

Slika 10: Sistem konkurenčne razdrobljenosti



Vir: Serifsoy in Weiss, 2003, str. 24

Statična učinkovitost v tem primeru je nizka, ker relativna majhnost ponudnikov preprečuje izkoriščanje ekonomij obsega in razpona. Prav tako niso v celoti izkoriščene mrežne eksternalije, ker ne obstajajo učinkovite povezave med vsemi sistemi. Obstoječe povezave med sistemi seveda povzročajo dodatne stroške. Do konsolidacije posameznih ponudnikov

sicer lahko prihaja, vendar pa stalni novi vstopi novih ponudnikov z novo tehnologijo in storitvami preprečujejo nastanek dominantnega ponudnika.

Dinamična učinkovitost je zaradi obstoja konkurence in lahkega vstopa novih ponudnikov visoka. Kljub majhni vlogi regulatorjev je visoka tudi sistemska učinkovitost, ker vlada med ponudniki konkurenca v zagotavljanju stabilnega in varnega sistema za izvajanje transakcij. Prav tako je zaradi majhne koncentracije ponudnikov majhna tudi koncentracija sistema tveganja oziroma odvisnost finančnega trga od določenega ponudnika, hkrati pa je zaradi enotnih standardov možen hiter prehod od enega ponudnika na drugega. Vse to pomembno vpliva na nizko raven sistema tveganja.

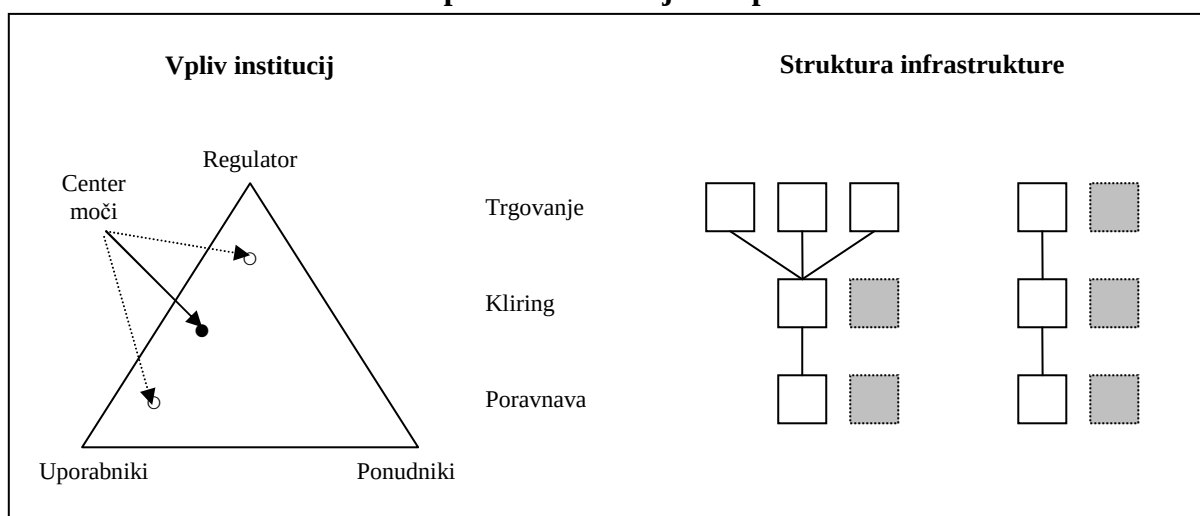
Tak sistem je posebej zanimiv v primeru, ko je okolje hitro spremenljivo in zahteva stalne prilagoditve in s tem koristi dinamične učinkovitosti presegajo slabosti statične neučinkovitosti.

Tudi Giovanninijeva skupina je v svojem poročilu obravnavala model, ki predpostavlja omejeno konsolidacijo kliringa in poravnave, kar pomeni, da bo še vedno obstajalo manjše število klirinških hiš in CDD. Tudi v tem primeru so ugotovitve skladne z ugotovitvami Serifsoya in Weissa, in sicer skupina glede stroškovne učinkovitosti ugotavlja, da je manjša kot v primeru popolne konsolidacije, ker niso izkoriščeni učinki ekonomij obsega in razpona. Stroške glede na popolnoma konsolidiran model povečuje tudi dejstvo, da so potrebne povezave med obstoječimi sistemi, ki omogočajo transakcije med njimi. Glede na obstoj konkurence (ta mora biti zagotovljena s prosto izbiro ponudnikov storitev za uporabnike) v tem modelu niso potrebni ukrepi z vidika upravljanja teh sistemov, ki bi preprečevali zlorabo monopolnega položaja, hkrati pa obstajajo spodbude za nadaljnji razvoj storitev. Konkurenca na drugi strani povzroča nestabilnost z vidika števila ponudnikov storitev, saj bodo lahko določeni ponudniki, ki bodo uspeli doseči večji tržni delež, na račun drugih prevzemali vedno večji del trga z zniževanjem cene storitev, ki bo mogoča zaradi učinkov ekonomij obsega in razpona. S tem bodo določeni ponudniki izrinjeni s trga. Glede na to, da je koncentracija tveganja po posameznih ponudnikih manjša kot v primeru popolne konsolidacije, to pomeni tudi manjše sistemsko tveganje. Če namreč zaradi težav izpade en ponudnik, je s tem prizadet manjši segment trga kot v primeru modela z večjo stopnjo konsolidacije. Vendar pa se s povezavami med sistemi in veliko aktivnostjo preko teh povezav v tem modelu poveča tudi možnost prenosa težav med sistemi, pri čemer so tudi same povezave lahko vir pravnih, predvsem pa operativnih tveganj. Konkurenca lahko v želji po zniževanju stroškov pripelje tudi do omejevanja ukrepov za zmanjševanje tveganj, kar prav tako povečuje tveganja v tem modelu (nasprotno kot trdita Serifsoy in Weiss). Prav tako je otežen konsistenten nadzor zaradi večjega števila ponudnikov storitev (Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements, 2003, str. 30 - 37).

6.3.3. Sistem naravnih monopolov z možnostjo vstopa tekmecev

Tretji model predstavljajo monopoli na posameznih ravneh, ki pa so pod stalnim pritiskom potencialnega vstopa novih ponudnikov. V tem primeru gre torej za popolnoma konsolidirano infrastrukturo kliringa in poravnave, pri čemer se uporabljajo enotni komunikacijski standardi. Prav tako je zagotovljen prost dostop novih ponudnikov do sistemov obstoječih ponudnikov. Učinkovita velikost ponudnikov z vidika ekonomij obsega in razpona omejuje število ponudnikov na posamezni ravni, zato prevladujejo naravni monopoli. Glede na škodljivost vertikalnih povezav v takem sistemu, preko katerih bi monopolni ponudniki še okrepili svoj položaj v odnosu do uporabnikov, so le-te onemogočene, bodisi preko zahtev regulatorjev, bodisi preko vpliva uporabnikov. Center moči tako leži med regulatorji in uporabniki.

Slika 11: Sistem naravnih monopolov z možnostjo vstopa tekmecev



Vir: Serifsoy in Weiss, 2003, str. 26

Statična učinkovitost v tem modelu je visoka zaradi visoke koncentracije ponudnikov (posebej v primeru popolne konsolidacije posameznih storitev) in s tem izkoriščanja ekonomij obsega in razpona. Glede na omejene možnosti za izkoriščanje monopolnega položaja zaradi nevarnosti vstopa novih konkurentov, se koristi statične učinkovitosti prenašajo tudi na uporabnike (alokativna učinkovitost), zaradi prisotne samoregulacije pa se lahko omejujejo stroški regulacije. Centralizirani sistemi omogočajo tudi izkoriščanje mrežnih eksternalij.

Tudi dinamična učinkovitost je visoka, kar se dosega preko potencialnega vstopa novih konkurentov, ki sili obstoječe ponudnike v izboljšavo storitev in inovacije. Kljub temu nekaj monopolnega dobička obstoječim ponudnikom še ostaja, zato imajo še večji interes za obrambo svojega položaja.

Sistemska učinkovitost v modelu je visoka, kar izhaja iz obeh pglavitnih značilnosti modela, in sicer visoke stopnje konsolidacije in lahkega vstopa novih ponudnikov. Konsolidiranost omogoča koncentracijo obvladovanja tveganj, medtem ko nevarnost vstopa novih konkurentov obstoječe ponudnike sili v zagotavljanje varnega in zanesljivega sistema za

izvajanje storitev, kar zahteva tudi kvalitetno obvladovanje tveganj. Na drugi strani seveda obstaja nevarnost, da skuša monopolni ponudnik morebitne konkurente izriniti z zniževanjem svojih cen na račun znižanja stroškov obvladovanja tveganj.

V nadaljevanju avtorja skušata odgovoriti na vprašanje, kakšna je stabilnost omenjenih sistemov (Serifsoy in Weiss, 2003, str. 27-29).

Sistem regulirane konsolidacije je najbolj stabilen in zanj ne obstaja nevarnost, da razpade oziroma zamenja strukturo. Vstop novih ponudnikov je otežen, obstoječi monopolistični ponudniki pa nimajo interesa za inovacije, kar pomeni, da se struktura ne spreminja. Stabilnost sistema omogoča tudi nižje stroške regulacije. Sistem torej ni nagnjen k temu, da bi nazadoval v manj učinkovit sistem in ostaja statično in sistemsko precej učinkovit.

Sistem konkurenčne razdrobljenosti je precej nestabilen in lahko postane manj učinkovit, kot je bil v izhodišču. Na primer, v kolikor se pojavi preveč nekoordiniranih (presežnih) investicij, nastane problem presežnega investiranja. Če pride zaradi tega do izgub pri ponudnikih, lahko postanejo nesolventni in se umaknejo s trga. Na ta način pride do konsolidacije strukture, in sicer tako v horizontalni kot vertikalni smeri. Konsolidacijo pa seveda terjata tudi stroškovna učinkovitost in izkoriščanje mrežnih eksternalij. Če v tem primeru ne pride do povečanja regulacije oziroma do povečanega vpliva uporabnikov, sistem postane zelo neučinkovit, ker nastajajoči monopol lahko izkorišča svoj pridobljeni položaj.

Sistem monopolnih ponudnikov posameznih storitev, ki so pod stalnim pritiskom potencialnega vstopa novih ponudnikov, je prav tako lahko nestabilen. V tem primeru lahko nestabilnost povzročijo želje in možnosti monopolistov na določeni ravni storitev (trgovanje, kliring, poravnava), da se vertikalno povežejo. Kljub obstoju prostega dostopa ostalih ponudnikov do obstoječe infrastrukture, lahko take povezave dveh monopolistov, ki okrepijo njun položaj na trgu, in otežene praktične možnosti za prost dostop do njunih sistemov odvrnejo nove konkurente od vstopa. S tem se tudi zmanjša pritisk na povezano monopolno institucijo za nadaljnje inovacije in spodbuja izkoriščanje monopolnega položaja, v kolikor v nastali položaj močnejše ne poseže regulator.

6.4. Optimalna struktura infrastrukture za kliring in poravnavo v EU

Pri preučevanju optimalne strukture infrastrukture za kliring in poravnavo v EU je torej potrebno izhajati iz samih značilnosti te infrastrukture (obstoje mrežnih učinkov in ekonomij obsega ter razpona), ki odločilno vplivajo na njeno optimalno strukturo. Pri tem se zdi glede na obstoječe empirične in teoretične analize najbolj primeren koncept zelo majhnega števila sistemov (s povezavami med njimi) ali pa koncept monopola. V obeh primerih je seveda učinkovitost odvisna od obstoja konkurence za trg teh storitev, in sicer tako med aktivnimi sistemi kakor tudi preko možnosti vstopa novih sistemov. V nadaljevanju so predstavljeni argumenti posameznih avtorjev oziroma institucije v prid omenjenima možnima strukturama infrastrukture.

Economides (2004, str. 10-17) se ukvarja s splošnimi značilnostmi panog, v katerih so poleg ekonomij obsega prisotne tudi mrežne eksternalije. Nekatere od teh značilnosti, ki so prisotne tudi v primeru infrastrukture za kliring in poravnavo ter tako odločilno vplivajo na optimalno strukturo le-te, so naslednje:

- V panogah, kjer so prisotni mrežni učinki, obstajajo velike oziroma celo ekstremne razlike med tržnimi deleži in dobički podjetij na teh trgih, če imajo podjetja možnost izbire svojih tehničnih standardov. V primeru kliringa in poravnave to pomeni, da so za uporabnike koristi od sodelovanja mnogo večje v večjem sistemu kliringa in poravnave, saj imajo s tem dostop do več nasprotnih strank, s katerimi lahko poslujejo.
- V panogah z močnimi mrežnimi učinki in ob obstoju nekompatibilnosti med konkurenčnimi podjetji tudi velja, da bi uvedba monopola povečala skupno družbeno korist, kljub dejstvu, da se zmanjša presežek potrošnikov. V takih primerih torej pozitivne mrežne eksternalije presežejo mrtvo izgubo, ki se pojavi na strani potrošnikov zaradi nastanka monopola, zato z uvedbo monopola skupna blaginja naraste.

Posledica omenjenih značilnosti je, da tudi povsem prost vstop novih ponudnikov ne vodi do popolne konkurence oziroma ne spreminja položaja prevladujočih podjetij na trgu. Tako vstop novih podjetij v panogah, kjer prevladujejo močni mrežni učinki, ne more spremeniti tržne strukture. To pomeni, da so tudi ukrepi za povečanje konkurence na določenem trgu preko zagotovitve prostega vstopa neuspešni, pri čemer tak položaj ni nujno posledica omejevanja konkurence s strani obstoječih podjetij. Iz tega izhaja da je vsiljevanje konkurence v takih panogah neproduktivno. Pomembna pa je konkurenca **za** trg. Torej kljub dejstvu, da v primeru močnih mrežnih eksternalij ne obstaja konkurenca **na** trgu, obstaja nevarnost pojava novih podjetij, ki bodo ponudila višji nivo storitev in s tem postala dominantna na tem trgu.

Po prepričanju Serifsoya in Weissa ne obstaja zanesljiv odgovor na vprašanje optimalne strukture infrastrukture za kliring in poravnavo, ki bi temeljil na jasnih dokazih z vidika družbene blaginje. Kljub temu na podlagi primerjave različnih modelov (modeli so obravnavani v prejšnji točki) skušata izpostaviti svoje preference (2003, str. 27-29):

- Model, v katerem je infrastruktura konsolidirana in podvržena regulaciji, je statično sicer učinkovit, vendar pa je dinamično neučinkovit, hkrati pa njegovo učinkovitost dodatno znižuje strošek regulacije oziroma javnega lastništva infrastrukture, ki je manj učinkovito od privatnega.
- Model, kjer obstaja konkurenca med več sistemi, je lahko precej uspešen glede dinamične učinkovitosti, vendar pa zaradi vseh naštetih značilnosti kliringa in poravnave odpove pri statični učinkovitosti. Prav tako je podvržen nekoordiniranim aktivnostim ponudnikov, ki vodijo v presežne investicije. Model je nestabilen in izpostavljen konsolidaciji.
- Model, kjer obstaja konsolidirana infrastruktura in možnost vstopa novih konkurentov (konkurenca za trg) nima omenjenih pomanjkljivosti prejšnjih dveh sistemov, saj je

tako statično kot dinamično učinkovit. Zato po njunem mnenju predstavlja najboljšo možno rešitev, ki pa ima pomembno pomanjkljivost. Ta pomanjkljivost je nestabilnost, ki omenjeni model ob odsotnosti ustrezne regulacije lahko pripelje v neučinkovit sistem nereguliranega monopola.

Tudi Van Cayseele ocenjuje argumente za in proti centralizirani strukturi kliringa in poravnave (2004, str. 9-15). Glede argumentov za centralizacijo (obstoje ekonomij obsega in razpona ter mrežnih eksternalij) Van Cayseele poudarja, da so empirične raziskave (Schmiedel et al, 2002; Van Cayseele in Wuyts, 2005) dejansko potrdile obstoj ekonomij obsega in razpona, vendar s pomembnim pridržkom. Pri določenem obsegu transakcij se namreč prednosti, ki izhajajo iz ekonomij obsega, izčrpajo, pri čemer je ta obseg transakcij manjši od celotnega obsega transakcij v EU. Iz tega se seveda poraja vprašanje, kako daleč naj bi šla optimalna konsolidacija in ali je mogoče polno koristnost iz naslova ekonomij obsega doseči že pri takšnem številu transakcij, da bo mogoče zadržati določeno manjše število sistemov in s tem konkurenco med njimi⁷⁹.

Van Cayseele (2004, str. 13) kot najbolj primerno izpostavlja strukturo, v kateri bi obstajalo manjše število sistemov, ki bi sicer pokrivali svoj regionalni trg. Kljub dejstvu, da sistemi ne bi tekmovali na posameznih regionalnih trgih, bi že obstoj možnosti za vstop konkurenta na določen regionalni trg vzpodbujal ekonomsko učinkovito obnašanje prevladujočega oziroma edinega ponudnika na tem trgu. Tudi on torej poudarja pomen konkurence **za** določen trg, ki kljub odsotnosti konkurence **na** tem trgu še vedno omogoča želene rezultate. Seveda pa je potrebno preprečiti ukrepe za omejevanje konkurence s strani obstoječih sistemov. To pomeni predvsem prost dostop do sistemov in nizke stroške prehoda med sistemi, kar na drugi strani omogoča uporabnikom (izdajateljem in investitorjem) tudi več izbire. Ta model torej zagotavlja visok nivo statične učinkovitosti, ohranja dinamično učinkovitost, hkrati pa odpravlja potrebo po močni regulaciji⁸⁰. Regulacija po njegovem namreč ne zagotavlja ustrezne rešitve in odprave tržnih pomanjkljivosti. To izvira iz pomanjkanja informacij in ustreznih vzpodbud na strani regulatorja, ki zato lahko sprejema škodljive in politično obarvane odločitve. Glede na navedeno avtor meni, da se je, v kolikor je mogoče, potrebno izogniti posredovanju regulatorjev in izkoristiti možnosti, ki jih zagotavlja trg. V primeru koncepta strukture, kot ga predlaga Van Cayseele, bi bil s strani regulatorjev potreben samo nadzor nad izpolnjevanjem pravil prostega dostopa in preprečevanje dogovorov med sistemi, ki bi vodili v omejevanje konkurence.

⁷⁹ Če se torej povprečni stroški na transakcijo s povečevanjem števila transakcij stalno zmanjšujejo na celotnem obsegu transakcij, potem je popolna konsolidacija z vidika stroškov smiselna. Če pa povprečni stroški najprej hitro padejo, nato pa ostanejo kljub nadaljnjemu povečevanju števila transakcij konstantni, pa nadaljnja konsolidacija ne prinaša več koristi v tem pogledu. Iz rezultatov raziskave, ki so jo opravili Schmiedel in soavtorji (2002), izhaja, da so potencialno močne ekonomije obsega prisotne predvsem pri manjših in srednje velikih sistemih, medtem ko pri zelo velikih niso izrazite.

⁸⁰ Tak model zahteva tudi vzpostavitev povezav med obstoječimi sistemi kliringa in poravnave, s čimer se omogoči izkoristek mrežnih eksternalij (če seveda cene transakcij med sistemi niso previsoke), hkrati pa tudi te povezave povzročajo določene stroške, ki jih je potrebno upoštevati pri analizi optimalne strukture.

Londonska borza na podlagi analize ekonomskih značilnosti različnih nivojev v verigi storitev trgovanja, kliringa in poravnave zagovarja stališče, da srednjeročno in dolgoročno na področju infrastrukture za kliring in poravnavo ni možna učinkovita konkurenca med sistemi, kljub ukrepom, ki bi jo pospeševali (povezljivost sistemov, harmonizacija in odprt dostop), obstaja pa resna nevarnost za nastanek nereguliranega monopola⁸¹. Na tej osnovi Londonska borza poudarja dva zaključka, in sicer da obstoj več medsebojno povezanih sistemov ne pomeni najbolj učinkovite infrastrukture (zagotavlja jo samo enoten sistem), medtem ko zanašanje na sam trg ne zagotavlja dejanskega povečanja koristi za končne uporabnike. Zato ni smiselna politika, ki temelji na dolgoročni konkurenci med temi sistemi, ampak mora politika spodbujati konsolidacijo in ustrezno regulirati nastajajoče konsolidirane sisteme, da se zagotovi maksimalne koristi za uporabnike. Pri tem izpostavljajo ameriški sistem, ki je stroškovno učinkovit, inovativen in sposoben obvladovati sistemska tveganja (London Stock Exchange, 2002, str. 5)⁸².

Kljub temu Londonska borza podpira ukrepe za povečanje konkurence med trenutnimi sistemi kliringa in poravnave, ki naj bi povzročila nastanek enotne infrastrukture. Ti ukrepi morajo preprečiti povezovanje med storitvami, ki se jih lahko nudi na konkurenčni osnovi, in storitvami, za katere ne obstaja učinkovita konkurenca. Ukrepi (prost dostop, transparentne in pravične cene, ločitev vertikalnih povezav ter prosta izbira za izdajatelje in investitorje glede lokacije izdaje in poravnave vrednostnih papirjev) morajo biti torej usmerjeni v spodbujanje nastanka enotne infrastrukture, ki je v lasti in upravljanju uporabnikov in zagotavlja prost in pravičen dostop (London Stock Exchange, 2002, str. 6)⁸³.

⁸¹ Na nivoju kliringa obstoj več klirinških hiš oziroma CNS ni optimalna rešitev, saj je za en trg zaradi ekonomij obsega in razpona ter učinkov omrežja primernejše imeti eno CNS. Več transakcij, kot se opravi preko CNS, večja je učinkovitost pobota, prav tako pa širši nabor vrednostnih papirjev omogoča večji medsebojni pobot denarnih pozicij, manjše zahteve glede zavarovanja izpostavljenosti in nenazadnje manjše investicijske in obratovalne stroške CNS. Zaradi obstoja ekonomij obsega in razpona ter učinkov omrežja prav tako ni smiselni obstoj več CDD. Obstoj več CDD po mnenju Londonske borze celo ovira konkurenco pri zagotavljanju ostalih povezanih storitev, saj se kot posledica razdrobljenosti infrastrukture za kliring in poravnavo drobi tudi trg za ostale storitve, kar pa preprečuje nastanek enotnega evropskega kapitalskega trga.

⁸² Enoten sistem v ZDA je učinkovit, kar dokazujejo analize in primerjave. Dodatno učinkovitost povečuje visok nivo pobota. Prav tako pa je odziven na potrebe uporabnikov, kar dokazujejo precejšnji prihodki iz naslova novo vpeljanih funkcionalnosti sistema (enotni sistem zagotavlja širši nabor storitev kot mnoge evropske CDD). To dokazuje, da je enoten sistem kliringa in poravnave, ki je v lasti in upravljanju uporabnikov, lahko tudi učinkovit in inovativen (London Stock Exchange, 2002, str. 19). Tak sistem pa je ob zagotovitvi ustreznega nadzora in mehanizmov obvladovanja tveganj lahko tudi varen, tako z vidika operativnega tveganja kot z vidika finančnih tveganj, saj omogoča koncentracijo obvladovanja tveganj, ki je učinkovita in omogoča lažji nadzor.

⁸³ Enoten sistem kliringa in poravnave je pomembna osnova za učinkovito vseevropsko konkurenco na ostalih področjih verige storitev, povezanih z vrednostnimi papirji, kot so trgovanje, upravljanje premoženja, skrbniške in posredniške storitve. S tem bo investitorjem omogočeno znižanje stroškov transakcij in lažja razpršitev tveganja, izdajateljem pa nižji stroški kapitala in dostop do širše množice investitorjev. Pri tem Londonska borza ocenjuje, da bi bili prihranki končnih uporabnikov samo pri direktnih stroških (stroški storitev sistemov kliringa in poravnave) 1,6 milijard evrov letno, ker bi se odpravili glavni vzroki teh stroškov, kot so neučinkovita čezmejna poravnava, neizkoriščanje ekonomij obsega in škodljivi učinki subvencioniranja aktivnosti v vertikalnih povezavah (ocena prihrankov je postavljena na predpostavki, da bi enotni evropski sistem obdelal skupno število transakcij sistemov EU iz leta 2000 s povprečnim prihodkom iz poslovanja na transakcijo, ki velja za ameriški sistem) (London Stock Exchange, 2002, str. 18).

7. Sklep

Kliring in poravnava sta temeljna procesa v okviru trgovanja z vrednostnimi papirji, sistemi, ki izvajajo kliring in poravnavo, pa predstavljajo temeljno infrastrukturo trgov vrednostnih papirjev in je zato varnost, zanesljivost in učinkovitost njihovega delovanja velikega pomena za delovanje samih trgov vrednostnih papirjev. Pomen varnega, zanesljivega in učinkovitega delovanja teh sistemov v zadnjih letih še narašča, saj se močno povečuje obseg prometa z vrednostnimi papirji, kar še posebej velja na mednarodni ravni, kjer se svetovni trgi kapitala vedno bolj integrirajo.

V okviru EU so se v preteklosti ločeno po posameznih državah razvili sistemi kliringa in poravnave, ki so predstavljali domačo infrastrukturo. Pri tem je šlo v mnogih primerih za monopolne ponudnike storitev, ki so imeli tovrsten položaj celo zakonsko utemeljen. V takih razmerah so bile pogoste tudi vertikalne povezave celotne verige storitev (t.j. trgovanja, kliringa in poravnave). Tak monopol je glede na značilnosti sistemov kliringa in poravnave (obstoj ekonomij obsega in razpona ter mrežnih učinkov) dosegal zadovoljivo stopnjo učinkovitosti v okviru ene države in je omogočil ustrezno delovanje lokalnih trgov vrednostnih papirjev.

Deregulacija (odprava omejitev na pretok kapitala ter omejitev glede nudenja finančnih storitev), tehnološki napredek in globalizacija, kasneje pa še uvedba enotne valute ter spodbujanje finančne integracije pa so vplivali na povezovanje evropskih finančnih trgov in povečevanje števila in vrednosti čezmejnih transakcij med državami EU. Omenjene silnice pa so razkrile pomanjkljivosti lokalno omejene infrastrukture za kliring in poravnavo v EU, kar je še posebej velik problem v okviru enotnega valutnega območja. Infrastruktura je kot posledica preteklega razvoja namreč razdrobljena, nepovezana ter povzroča visoke stroške (neposredne, posredne in oportunitetne) in tveganja (finančna, pravna, operativna) pri izvajanju čezmejnih transakcij. Trenutno tako obstaja veliko število ponudnikov storitev kliringa in poravnave, ki niso medsebojno povezani in delujejo predvsem v nacionalnih okvirih. Takemu stanju botrujejo številne ovire, ki se nanašajo na razlike med državami v uporabljenih v tehničnih standardih, tržnih praksah ter pravnih osnovah in davčnih postopkih, ki preprečujejo višjo stopnjo integracije in preko omejevanja konkurence tudi večjo stopnjo konsolidacije. V ta okvir je seveda potrebno uvrstiti tudi nasprotujoče si interese vpletenih strani, kot so uporabniki, lastniki in upravljavci infrastrukture. Omenjeni interesi prav tako predstavljajo ovire za integracijo in konkurenco, s tem pa tudi za razvoj bolj učinkovite infrastrukture.

V zadnjih letih je na področju infrastrukture za kliring in poravnavo v EU, posebej še v okviru evro območja, sicer prišlo do precejšnjih premikov v smeri integracije in konsolidacije ponudnikov, pri čemer pa so z vidika zelenega stanja omenjeni premiki šele začetek. Pri tem so v pogojih povečane konkurence pri zagotavljanju storitev v zvezi s čezmejnimi

transakcijami prisotni izraziti trendi mešanja funkcij posameznih institucij (CDD prevzemajo funkcije skrbnikov, skrbniki prevzemajo funkcije CDD) ter težnja posameznih institucij, da postanejo dominantne na trgu. Relativna počasnost omenjenih procesov ter neenotnost pogojev poslovanja po posameznih državah na eni strani ter želja po spodbujanju konkurence na drugi strani pa povečujeta tudi interes regulatorjev za ureditev tega področja. Kot izhaja iz analize v tem magistrskem delu regulatorji izpostavljajo predvsem vprašanja upravljanja sistemov kliringa in poravnave, vprašanja povezovanja skrbniških storitev s storitvami poravnalnih sistemov, vprašanja vpliva konsolidacije na konkurenco, vprašanja obvladovanja tveganj ter vprašanje regulacije in nadzora.

Glede upravljanja sistemov kliringa in poravnave se pojavlja vprašanje učinkovitosti, ki izvira iz sedanjih procesov integracije in konsolidacije sistemov v različne oblike (vertikalno, horizontalno) in z različnimi lastniškimi strukturami. V teh okvirih seveda nastajajo konflikti med interesi udeleženih strani (t.j. lastniki, uporabniki, upravljavci), ko ena stran uresničuje svoje interese na račun druge. Cilj regulatorjev je doseči, da se ob integraciji in konsolidaciji koristi teh procesov v zadostni meri prenesejo na uporabnike storitev, kar edino zagotavlja ustrezno podlago za osnovni cilj, to je povečanje uporabe in integracijo trgov vrednostnih papirjev. Hkrati mora seveda struktura upravljanja sistemov omogočati osnovo za zagotavljanje njihovega varnega in zanesljivega delovanja.

V procesu konsolidacije trenutno prihaja do iniciativ, v katerih se funkcije poravnalnih sistemov združujejo s funkcijami skrbnikov, in sicer na področju bančnih in skrbniških storitev, kot so dajanje posojil v obliki vrednostnih papirjev in denarnih sredstev ter skrbništvo vrednostnih papirjev pri mednarodnih transakcijah. Pri tem se pojavlja vprašanje, ali je taka institucija, ki opravlja obe funkciji (na primer mednarodna CDD), v položaju, ko lahko svoje osnovne storitve iz naslova opravljanja kliringa in poravnave pogojuje oziroma veže na svoje bančne in skrbniške storitve in s tem neupravičeno omejuje konkurenco na področju bančnih in skrbniških storitev. Pomembno je tudi vprašanje vpliva konsolidacije na konkurenco. S konsolidacijo se namreč zmanjšuje število sistemov, ki postajajo vse večji. V takih razmerah lahko omenjeni veliki sistemi začnejo zlorabljati svoj dominanten položaj na trgu, in sicer na škodo strank in ostalih konkurentov.

Pomen vprašanj glede konkurence med skrbniki in CDD ter glede možnosti zlorab monopolnega položaja s strani slednjih v nadaljnjih procesih konsolidacije potrjujejo tudi teoretične raziskave tega področja, ki predstavljajo osnovo za regulatorje pri določitvi ustrezne regulacije tega področja. Kot izhaja iz analize v tem magistrskem delu pa je glede na relativno nedorečenost teh raziskav še prezgodaj, da bi bilo možno določiti pravo oziroma končno politiko na tem področju in optimalno obliko konsolidacije ter urejanje položaja med skrbniki in CDD. Končni cilj regulatorjev je preprečiti stanje premalo reguliranih dominantnih ponudnikov storitev ter zagotoviti enake pogoje poslovanja za vse institucije na enotnem trgu ter tako preprečiti ravnanje, ki ni v skladu s konkurenčno zakonodajo.

Z integracijo in konsolidacijo pa se pojavlja tudi večja povezanost posameznih nacionalnih trgov in večja odvisnost teh trgov od manjšega števila institucij, kar seveda predstavlja pomembno koncentracijo tveganj (finančnih, pravnih in operativnih), hkrati pa take mednarodne infrastrukture pomenijo tudi kanal za prenos morebitnih težav med državami. To sledi že na podlagi dejstva, da so čezmejne transakcije mnogo bolj kompleksne ter se odvijajo v različnih pravnih in tehničnih okoljih. Regulatorji želijo v tem okviru v prvi vrsti zagotoviti, da ponudniki storitev izpolnjujejo določene standarde varnosti in zanesljivosti, hkrati pa morajo biti ti standardi čimbolj enakomerno uveljavljeni v vseh državah. S tem se zagotovi izenačenje pogojev poslovanja in konkurenčnih izhodišč za delujoče sisteme ter zagotovi medsebojno priznavanje ustreznosti sistemov med državami, kar je posebej pomembno pri zagotavljanju storitev preko meja.

Temeljno izhodišče regulatorjev, ki želijo spodbuditi proces integracije in konsolidacije, je zagotoviti prost dostop in izbiro za uporabnike storitev ter tudi za same ponudnike storitev in zagotoviti zadostne pravne in tehnične mehanizme obvladovanja tveganj, ki omogočajo delovanje tudi v kriznih razmerah. Glede na vrsto in pomen odprtih vprašanj pa je razvidno, da bo regulacija infrastrukture za kliring in poravnavo zahtevala še veliko dodatnih analiz in usklajevanj med zainteresiranimi stranmi, pri čemer prevladujejo v skladu z raznolikostjo ponudnikov storitev tudi zelo nasprotna mnenja o načinu in vsebini regulacije.

Razprava o dolgoročnejšem vidiku optimalne strukture infrastrukture kliringa in poravnave v EU zahteva upoštevanje značilnosti te infrastrukture (obstoje mrežnih učinkov in ekonomij obsega ter razpona), ki nanjo odločilno vplivajo, hkrati pa je potrebno opredeliti kriterije za presojanje optimalnosti infrastrukture. Ti so učinkovitost (tehnična, alokacijska in dinamična), varnost in zanesljivost. Seveda se kot pomembni dejavniki, ki vplivajo na učinkovitost, varnost in zanesljivost infrastrukture, izpostavljajo ravno tisti, ki so v ospredju razmišljanja regulatorjev, in sicer tržna struktura, upravljanje sistemov in regulacija ter nadzor. Pri tem je glede na obstoječe empirične in teoretične analize najbolj primeren koncept zelo majhnega števila sistemov kliringa in poravnave (s povezavami med njimi) ali pa koncept monopola. V obeh primerih je seveda učinkovitost odvisna od obstoja konkurence za trg teh storitev, in sicer tako med aktivnimi sistemi kakor tudi preko možnosti vstopa novih konkurentov. Prav tako pa morajo upravljanje sistemov ter regulacija in nadzor zagotoviti ustrezne mehanizme, ki bodo zagotavljali varnost in zanesljivost delovanja sistemov ter ustrezne nivoje cen in kvalitete storitev za uporabnike.

8. Literatura in viri

8.1. Literatura

1. Central Bank Oversight of Payment and Settlement Systems. Committee on Payment and Settlement Systems. Basel: Bank for International Settlements, 2005. 55 pril.

2. Chanel-Reynaud Gisèle, Chabert Dominique: The Organisation of Securities Clearing and Settlement Infrastructures in Europe. Lyon: University Lyon 2, 2005. 18 str.
3. Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union. The Giovannini Group. Brussels: Commission of the European Communities, 2001. 88 pril.
4. Cross-Border Securities Settlements. Committee on Payment and Settlement Systems. Basel: Bank for International Settlements, 1995. 80 pril.
5. De Carvalho Cynthia Hirata: Cross-border Securities Clearing and Settlement Infrastructure in the European Union as a Prerequisite for Financial Markets Integration. Hamburg Institute of International Economics Discussion Paper. Hamburg: Hamburg Institute of International Economics, 2004. 54 pril.
6. Delivery versus Payment in Securities Settlement Systems. Committee on Payment and Settlement Systems. Basel: Bank for International Settlements, 1992. 76 pril.
7. Economides Nicholas: The Economics of Networks. International Journal of Industrial Organization, B.k., 16 (1996), 4, str. 675-699.
8. Economides Nicholas: Competition Policy in Network Industries – an Introduction. New York: Stern School of Business, 2004. 28 str.
9. Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets. Brussels: Committee of Wise Men, 2001. 115 pril.
10. Goldberg Linda, Kambghu John, Mahoney James, Radecki Lawrence, Sarkar Asani: Securities Trading and Settlement in Europe – Issues and Outlook. Current Issues in Economics and Finance. New York: Federal Reserve Bank of New York, 8 (2002), 4, str. 1-6.
11. Guadamillas Mario, Keppler Robert: Securities Clearance and Settlement Systems. Washington D.C.: World Bank, 2001. 34 pril.
12. Hills Bob, Rule David, Parkinson Sarah, Young Chris: Central Counterparty Clearing Houses and Financial Stability. Bank of England Financial Stability Review. London: Bank of England, June 1999, str. 122-134.
13. Holthausen Cornelia, Tapking Jens: Raising Rival's Costs in the Securities Settlement Industry. ECB Working Paper Series. Frankfurt: European Central Bank, 2004. 28 str.
14. Kauko Karlo: Interlinking Securities Settlement Systems (A Strategic Commitment?). ECB Working Paper Series. Frankfurt: European Central Bank, 2005. 38 str.
15. Kerry Will: Securities Settlement Systems - Assessing their Relative Riskiness. Bank of England Financial Stability Review. London: Bank of England, December 2004, str. 93-98.
16. Knieps Gunter: Competition in the Post-trade Markets – A Network Economic Analysis of the Securities Business. Discussion paper. Freiburg: Universitat Freiburg, 2004. 30 str.
17. Koepl V. Thorsten, Monnet Cyril: Gues What - It's the Settlements. ECB Working Paper Series. Frankfurt: European Central Bank, 2004. 31 str.
18. Korhonen Kari: Securities Markets ATs – Concepts, their Roles and Related Policy Issues. Bank of Finland Discussion papers. Helsinki: Bank of Finland, 2001. 73 pril.
19. Lannoo Karel, Levin Mattias: Clearing and Settlement in EU – Structures and Policy Options. Frankfurt: Deutsche Bank Research, 2003. 16 str.

20. Linton Essie, Bagci Pinar, Starks Mary: The Direct Costs of Clearing and Settlement. London: Corporation of London, 2004. 105 pril.
21. Milne Alistair: Competition and Rationalisation of European Securities Clearing and Settlement. London: Faculty of Finance (City University Business School), 2002. 47 str.
22. Muhlberger Marion: Alternative Trading Systems – A Catalyst of Change in Securities Trading. Frankfurt: Deutsche Bank Research, 2005. 12 str.
23. Padoa-Schioppa Tommaso: Clearing and Settlement of Securities – a European Perspective. Symposium of the Deutsche Bundesbank (Payment and Securities Settlement Systems in Germany against the Background of European and International Developments). Frankfurt: Deutsche Bundesbank, 2001. 7 str.
24. Plavšak Nina: Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih z razlago. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1999. 307 str.
25. Recommendations for Securities Settlement Systems. Committee on Payment and Settlement Systems. Basel: Bank for International Settlements, 2001. 49 pril.
26. Recommendations for Central Counterparties. Committee on Payment and Settlement Systems. Basel: Bank for International Settlements, 2004. 69 pril.
27. Ripatti Kirsi: Central Counterparty Clearing - Constructing Framework for Evaluation of Risks and Benefits. Bank of Finland Working papers. Helsinki: Bank of Finland, 2004. 43 str.
28. Ripatti Kirsi: Integration of Exchange Operations and Clearing and Settlement Systems. Koskenkyla Heikki, ed., Financial Integration. Helsinki: Bank of Finland, 2004a, str. 117-142.
29. Rochet Jean-Charles: The Welfare Effects of Vertical Integration in the Securities Clearing and Settlement Industry. Toulouse: Toulouse University, 2005. 19 str.
30. Russo Daniela, Hart Terry, Schonenberger Andreas: The Evolution of Clearing and Central Counterparty Services for Exchange Traded Derivatives in the United States and Europe. ECB Occasional Paper Series. Frankfurt: European Central Bank, 2002. 64 pril.
31. Russo Daniela, Hart Terry, Malaguti Maria Chiara, Papathanassiou Chryssa: Governance of Securities Clearing and Settlement Systems. ECB Occasional Paper Series. Frankfurt: European Central Bank, 2004. 41 str.
32. Schmiedel Heiko, Malkamaki Markku, Tarkka Juha: Economies of Scale and Technological Development in Securities Depository and Settlement Systems. Bank of Finland Discussion papers. Helsinki: Bank of Finland, 2002. 32 str.
33. Schmiedel Heiko, Schonenberger Andreas: Integration of Securities Market Infrastructures in the Euro Area. ECB Occasional Paper Series. Frankfurt: European Central Bank, 2005. 48 str.
34. Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements. The Giovannini Group. Brussels: Commission of the European Communities, 2003. 56 pril.
35. Serifsoy Baris, Weiss Marco: Efficient Systems for Securities Transaction Industry – A Framework for the European Union. Working Paper Series. Frankfurt: Johann Wolfgang Goethe Universitat, 2003. 31 str.

36. Tapking Jens, Yang Jing: Horizontal and Vertical Integration in Securities Trading and Settlement. ECB Working Paper Series. Frankfurt: European Central Bank, 2004. 41 str.
37. Terol Ignacio, Russo Daniela: The Euro Area Securities Clearing and Settlement Infrastructure – Recent Changes and Issues for Debate. Frankfurt: European Central Bank, 2000. 20 str.
38. Tomaras Konstantinos, Nava Mario: Detailed Summary of the Responses to the Communication of 28/4/2004. Presentation for CESAME Group Meeting. Brussels: Commission of the European Communities, 2005. 18 str.
39. Van Cauwenberge Steven: New Structure for Clearing and Settlement Systems in the EU. Belgium National Bank Financial Stability Review. Brussels: Belgium National Bank, 2003, str. 83-103.
40. Van Cayseele Patrick: Competition and the Organisation of the Clearing and Settlement Industry. Leuven: K.U. Leuven, 2004. 29 str.
41. Van Cayseele Patrick, Wuyts Christophe: Cost Efficiency in the European Securities Settlement and Safekeeping Industry. Leuven: K.U. Leuven, 2005. 35 pril.
42. Werner Swen: Interoperability and Interlinking – the Way Forward for the C&S Industry. Frankfurt: Deutsche Bank Research, 2003. 10 str.

8.2. Viri

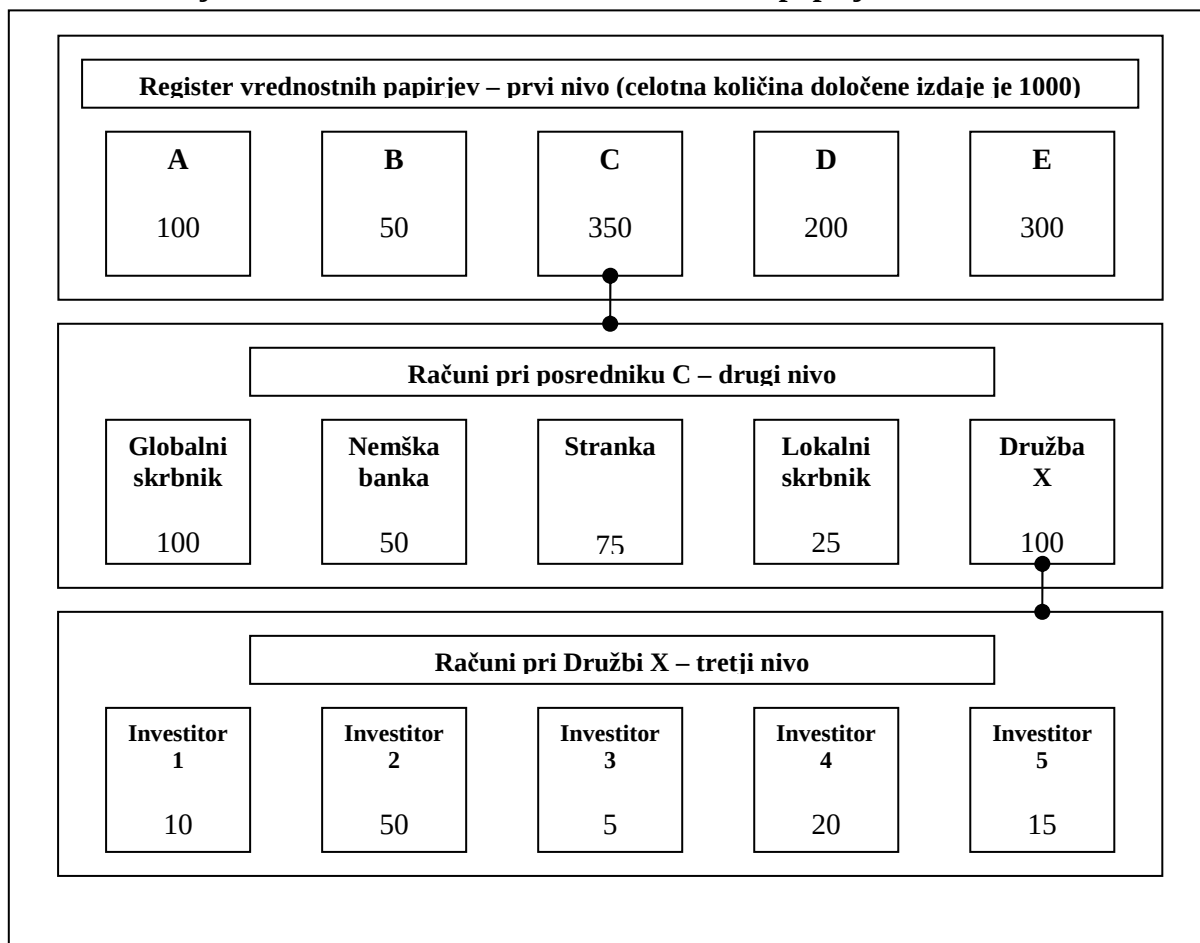
1. BNP Paribas: Clearing and Settlement in the European Union - The Way Forward (Contribution to the European Commission Communication to the Council and the European Parliament). B.k., BNP Paribas, 2004. 67 pril.
2. Citigroup: Creating a Safe and Level Playing Field – White Paper on Issues Relating to Settlement of Securities in Europe. B.k., Citigroup, 2004. 73 pril.
3. Citigroup: The optimal Market Structure for Clearing and Settlement in the EU (Citigroup Response to the Communication on Clearing and Settlement from the European Commission). B.k., Citigroup, 2004a. 73 pril.
4. Communication from the Commission to the Council and the European Parliament: Clearing and Settlement in the European Union (Main Policy Issues and Future Challenges). Brussels: Commission of the European Communities, 2002. 20 pril.
5. Communication from the Commission to the Council and the European Parliament: Clearing and Settlement in the European Union (The Way Forward). Brussels: Commission of the European Communities, 2004. 31 pril.
6. Communication on Clearing and Settlement in the European Union – The Way Forward (Summary of the Responses). Brussels: Commission of the European Communities, 2005. 28 str.
7. Consolidation in Central Counterparty Clearing in the Euro Area. ECB Monthly Bulletin. Frankfurt: European Central Bank, 2001 (August), 9, str. 69-78.
8. Draft Report on Clearing and Settlement in the European Union. B.k., European Parliament - Committee on Economic and Monetary Affairs, 2005. 11 str.
9. ECSDA: Comments of the European Central Securities Depository Association regarding the Communication from the Commission to the Council and the European Parliament -

- Clearing and Settlement in the European Union: Main Policy Issues and Future Challenges. B.k., ECSDA, 2002. 20 str.
10. ECSDA: Response of the European Central Securities Depository Association to the Commission Consultation on Clearing and Settlement in the European Union. B.k., ECSDA, 2004. 20 str.
 11. Euroclear: Consultation Paper - The Single Settlement Engine (2005) and Subsequent Business Model Deliverables. B.k., Euroclear, 2003. 44 pril.
 12. Euroclear: Clearing and Settlement in the European Union – the Way Forward (Euroclear's Response to the European Commission's Communication). B.k., Euroclear, 2004. 28 pril.
 13. European Parliament Resolution on the Communication from the Commission to the Council and the European Parliament Entitled 'Clearing and Settlement in the European Union: Main Policy Issues and Future Challenges' (Official Journal C38/12.02.2004).
 14. Group of Thirty: Global Clearing and Settlement - A plan of Action (Executive Summary). Washington D.C.: Group of Thirty, 2003. 15 str.
 15. Integration of Clearing and Settlement in the EU - Regulatory Impact Assessment. Brussels: Commission of the European Communities, 2005. 39 str.
 16. Interna gradiva Banke Slovenije.
 17. London Stock Exchange: Response to the European Commission Communication Dated 28 May 2002 on Clearing and Settlement. London: London Stock Exchange, 2002. 29 str.
 18. Payment Systems in the United States. Payment and Settlement Systems in Selected Countries. Basel: Bank for International Settlements, 2003, str. 429-449.
 19. Standards for the Use of EU Securities Settlement Systems in ESCB Credit Operations. Frankfurt: European Monetary Institute, 1998. 36 str.
 20. Standards for Securities Clearing and Settlement in the European Union. European Central Bank and Committee of European Securities Regulators. Frankfurt: European Central Bank, 2004. 91 str.
 21. SWIFT: Consultation Paper "The Proposal for the Removal of Barrier 1 of the Giovannini Report". B.k., SWIFT, 2005. 26 str.

Priloga 1: Prikaz možne strukture vodenja računov vrednostnih papirjev⁸⁴

Slika poenostavljeno prikazuje nivoje oziroma strukturo računov vrednostnih papirjev, ki so v nematerializirani oziroma imobilizirani obliki. To pomeni, da se vodijo v elektronski obliki na računih, in sicer na več nivojih posrednikov med centralnim registrom vrednostnih papirjev in investitorji.

Slika 12: Nivoji oziroma struktura računov vrednostnih papirjev



Vir: Euroclear, 2004, str. 24

Prvi nivo računov vrednostnih papirjev pomeni celotno količino izdanih vrednostnih papirjev določene izdaje oziroma izdajatelja. Ta nivo predstavlja centralni register kot edini in končni seznam izdanih vrednostnih papirjev te izdaje. Register lahko vodi centralna depotna družba (z dematerializacijo vrednostnih papirjev ta oblika prevladuje), specializirana institucija, ki upravlja register vrednostnih papirjev, oziroma določene druge depotne banke (v primeru evroobveznic), lahko pa tudi izdajatelj sam, odvisno od države, vrste in oblike vrednostnih papirjev. V centralnem registru se lahko vodijo računi vseh imetnikov vrednostnih papirjev neposredno (primer je Centralna klirinško depotna družba v Sloveniji), lahko pa gre za posredni model, kjer se vrednostni papirji strank vodijo na skupnem izločenem računu

⁸⁴ Povzeto po Euroclear (2004, str. 24-27).

posrednika (tako imenovani omnibus račun) v registru (primer v sliki predpostavlja posredni model).

Na drugi ravni so prikazani računi pri posredniku C, ki ima omnibus račun za stranke v centralnem registru, na katerem je vsota vrednostnih papirjev njegovih strank. V centralnem registru torej niso zabeležene stranke posrednika C, ki imajo preko njega v lasti vrednostne papirje, temveč je evidenca teh strank prisotna le v knjigah posrednika C.

Tretjo raven predstavljajo računi pri Družbi X, ki ima odprt omnibus račun pri posredniku C. To pomeni, da imetniki vrednostnih papirjev, ki so stranke Družbe X, niso vidni ne v centralnem registru ne v knjigah posrednika C, temveč samo v knjigah Družbe X. V vlogi Družbe X so lahko centralne depotne družbe, skrbniki ter ostali posredniki.

Prenosi lastništva vrednostnih papirjev med imetniki na različnih ravneh se izvajajo različno. Tako se prenosi med investitorji pri Družbi X oziroma med strankami posrednika C izvajajo kar v knjigah teh dveh družb, prenosi med investitorji pri Družbi X in strankami posrednika C se izvajajo v knjigah posrednika C, ki obremeni/odobri račun Družbe X in odobri/obremeni račun druge stranke (na primer nemške banke). V kolikor pa pride do prenosov lastništva vrednostnih papirjev med posredniki A, B, C, D in E, se ti prenosi opravijo v centralnem registru (na primer, ko želi investitor 1, ki ima račun pri Družbi X, prenesti vrednostne papirje na posrednika D oziroma njegovo stranko).

Priloga 2: Analiza povezav med centralnimi depotnimi družbami z vidika vpliva na cene njihovih storitev

Kauko (2005, str. 5) se ukvarja z vprašanjem povezav med CDD iz različnih držav, preko katerih lahko investitorji v eni državi pridobijo tuje vrednostne papirje na račun pri domači CDD. Na ta način se lahko poravnave s tujimi vrednostnimi papirji med domačimi udeleženci trga prenesejo v domačo CDD, s čimer se zmanjšajo stroški čezmejnih poravnav med temi udeleženci. Druga posledica je, da se vrednostni papirji za namene izvajanja poravnav prenesejo v tisto CDD, ki zagotavlja storitve po najnižji ceni. Kot ugotavlja Kauko na podlagi razpoložljivih podatkov, pa se omenjene povezave dokaj redko uporabljajo, zato se v svoji analizi osredotoča na možne razloge za tako stanje oziroma se ukvarja z vprašanjem, zakaj so te nedelujoče povezave sploh bile vzpostavljene.

Kauko v svojem modelu obravnava CDD na nivoju posamezne države kot profitno usmerjene monopole, ki ponujajo dve vrsti storitev, in sicer storitve izdaje ter storitve poravnave vrednostnih papirjev. Izdajatelji se odločajo o tem, ali bodo izdali vrednostne papirje, pri čemer sta pomembni odločitveni spremenljivki cena primarne izdaje in cena izvajanja poravnav iz naslova trgovanja na sekundarnem trgu, ki vpliva na likvidnost vrednostnega papirja, s tem pa tudi na stroške tega papirja. Pri tem Kauko predpostavlja, da izdajatelji izdajajo vrednostne papirje samo doma, ker so postopki za izdajo v tujini preveč kompleksni in dragi. Glede na monopolni položaj CDD le-ta ne more kredibilno zagotoviti izdajatelju nizke cene poravnav iz naslova trgovanja na sekundarnem trgu, zato je pomemben element odločitve za izdajo predvsem cena izdaje vrednostnih papirjev na primarnem trgu. Če bi namreč bila cena izdaje visoka (monopolna), potem ne bi noben izdajatelj izdal vrednostnih papirjev pri tej CDD, tako da le-ta ne bi mogla pridobiti posla tudi na področju poravnav.

Kot ugotavlja Kauko, pa vzpostavitev povezave med dvema CDD iz različnih držav omogoči, da se CDD znebi slovesa monopolne institucije, ker navidezno obstaja možnost, da se preko povezave vrednostni papirji in s tem poravnava transakcij z njimi na sekundarnem trgu prenese v CDD v drugi državi. S tem oblikovanje cene za poravnave na sekundarnem trgu omogoča vtis izpostavljenosti konkurenci, zato lahko CDD poviša ceno za izdajo vrednostnih papirjev. Vendar pa lahko domača CDD močno vpliva na cene konkurenčne tuje CDD in s tem na konkurenčnost le-te zaradi same narave povezave, saj je tuja CDD dejansko stranka domače. Domača CDD lahko tuji postavi ustrezno visoko ceno, s čimer ji prepreči možnost za konkuriranje. S tem postane le-ta idealni konkurent, t.j. na eni strani omogoča vtis, da preprečuje monopolne cene za poravnave na sekundarnem trgu, ker v določeni meri dejansko pomeni konkurenco in s tem ustvarja kredibilnost domače CDD, hkrati pa ne more prevzeti trga domači CDD. Na ta način je domači CDD omogočeno, da postavi višje cene za izdajanje vrednostnih papirjev na primarnem trgu. Domača CDD si torej lahko izbere konkurenta (odloča o tem, s katero tujo CDD se bo povezala) ter močno vpliva na njegovo stroškovno učinkovitost.

Pri tem Kauko poudarja (2005, str. 33), da nedelujoča povezava zagotavlja kredibilno zagotovilo za preprečevanje monopolnega položaja pri poravnavi transakcij samo v primeru, ko je tovrstna povezava na voljo dovolj širokemu krogu uporabnikov. Ker so uporabniki tuji investitorji, člani tuje CDD, to pomeni, da mora biti delež poravnave tujih investorjev z določenim vrednostnim papirjem dovolj visok. Če je ta delež nizek, potem ni mogoče ustvariti vtisa, da bo konkurenca tuje CDD učinkovita. Na tej osnovi zaključimo, da je povezava bolj kredibilna, če imajo čezmejne poravnave pomemben delež pri poravnava domačih vrednostnih papirjev.

Priloga 3: Tveganja pri izvajanju kliringa in poravnave ter njihovo obvladovanje

Tveganja pri izvajanju kliringa in poravnave

Sistemi kliringa in poravnave omogočajo prenos lastništva vrednostnih papirjev in plačilo med strankama, ki sta sklenili posel v okviru trgovanja z vrednostnimi papirji. Pri poravnavi posla pa se pojavljajo tveganja, ki izvirajo bodisi iz nesposobnosti nasprotne stranke za poravnavo njenih obveznosti (dostavo vrednostnih papirjev oziroma plačilo) bodisi iz pravne ureditve poslovanja ali celo povsem operativnih razlogov, kot je na primer nedelovanje sistemov, preko katerih se kliring in poravnava izvajata.

V okviru procesa kliringa in poravnave znotraj države so tako prisotna naslednja tveganja (Delivery versus Payment in Securities Settlement Systems, 1992, str. 12-14)⁸⁵:

- a) Kreditno tveganje je tveganje, da nasprotna stranka v poslu ne bo nikoli izpolnila svoje obveznosti v poravnavi, pri čemer se pojavlja v dveh oblikah:
 - tveganje nadomestitvenih stroškov, ki obstaja pred izvršitvijo poravnave, pomeni pa tveganje dodatnih stroškov, ki jih stranka v poslu utrpi, ko mora zaradi odpovedi poravnave s strani nasprotne stranke na trgu skleniti nov posel po slabših pogojih⁸⁶;
 - tveganje izgube glavnice, ki pomeni tveganje izgube že plačanih denarnih sredstev (s strani kupca) oziroma dostavljenih vrednostnih papirjev (s strani prodajalca), v kolikor nasprotna stranka ne dostavi vrednostnih papirjev oziroma denarnih sredstev.
- b) Likvidnostno tveganje je tveganje, da nasprotna stranka v poslu ne bo izpolnila svoje obveznosti v poravnavi pravočasno oziroma v zahtevanem roku, ampak kasneje. V tem primeru torej ne obstaja kreditno tveganje, vendar pa nepravočasna izpolnitev obveznosti s strani nasprotne stranke za kupca pomeni primanjkljaj vrednostnih papirjev, za prodajalca pa primanjkljaj denarnih sredstev, ki jih oba morebiti potrebujeta za poravnavo svojih obveznosti v okviru drugih sklenjenih poslov. Manjkajoče vrednostne papirje oziroma denarna sredstva morata kupec oziroma prodajalec ustrezno nadomestiti (na primer z najetjem posojila) oziroma nadomestitve v ustreznem roku sploh ni mogoče izvesti, v obeh primerih pa utrpita dodatne stroške.
- c) Tveganje izgube glavnice in likvidnostno tveganje se pojavljata tudi pri posojilodajalcu (tako pri posojilih denarnih sredstev kot vrednostnih papirjev), ki omogoča posojila strankam v poslu za izvedbo poravnave.

⁸⁵ Našteta tveganja so predstavljena v osnovni obliki, in se lahko pojavljajo tako v odnosu končni investitor – skrbnik, kot tudi v odnosih med samimi institucijami, ki nudijo storitve kliringa in poravnave.

⁸⁶ To za kupca pomeni sklenitev novega posla po višji ceni, za prodajalca pa sklenitev novega posla po nižji ceni. Kot navajata Hills in Rule (1999, str. 99), se tveganje nadomestitvenih stroškov veča s povečevanjem volatilnosti cene vrednostnega papirja ter s podaljševanjem časa med sklenitvijo posla in poravnavo.

- d) Tveganje denarja, ki se uporablja za izvedbo poravnave, pomeni tveganje izgube, ki je povezano s solventnostjo agenta, ki vodi poravnalne račune za poravnavo denarnega dela transakcij (plačilo). V kolikor se poravnava denarnih sredstev izvaja preko računov pri poslovni banki, težave s solventnostjo take banke ogrozijo denarna sredstva udeležencev poravnave pri tej banki. V nasprotju s poslovno banko so denarna sredstva na računih pri centralni banki povsem varna.
- e) Tveganje skrbnika oziroma skrbniško tveganje predstavlja tveganje v zvezi s skrbnikom, pri katerem imajo investitorji vknjižene vrednostne papirje. V tem primeru gre za možnost izgube vrednostnih papirjev zaradi neuspešnih poravnav, pomanjkljivih računovodskih metod, stečaja skrbnika ali pa celo namernih prevar skrbnika. V primeru uporabe skrbnikov v drugih državah je za investitorje pomembna tudi pravna varnost, ki jo omogoča pravni red v drugih državah, pod katerega zapadejo skrbniki.
- f) Pravno tveganje pomeni tveganje izgube zaradi pomanjkljive pravne ureditve, ki ne zagotavlja ustrezne opredelitve pravic in obveznosti udeležencev poravnave, oziroma ne omogoča zadostne zaščite udeležencev (na primer preklic pravic ostalih udeležencev v odnosu do udeleženca v stečaju, neizterljivost v zavarovanje predloženega premoženja).
- g) Operativno tveganje je tveganje, da bodo pomanjkljivosti v informacijskem sistemu, notranjih kontrolah, človeške napake in zlorabe oziroma napake pri upravljanju sistema povzročile nepričakovane težave pri poravnavi obveznosti med udeleženci poravnave. Operativno tveganje je torej lahko razlog za kreditno in likvidnostno tveganje.
- h) Sistemsko tveganje je tveganje, da bodo težave enega udeleženca pri poravnavi obveznosti povzročile težave tudi pri drugih udeležencih, in sicer do te mere, da tudi drugi udeleženci ne bodo zmožni poravnati svojih obveznosti v odnosu do tretjih strank.

Poleg omenjenih so pri kliringu in poravnavi med državami prisotna še naslednja tveganja (Cross-Border Securities Settlements, 1995, str. 19):

- i) Pravno tveganje, ki obstaja zaradi dejstva, da pri procesu kliringa in poravnave vrednostnih papirjev med državami sodelujejo udeleženci iz različnih držav in s tem različnih pravnih sistemov. Konflikt med pravnimi ureditvami različnih držav vpliva na to, da ima določena transakcija z vidika dveh pravnih ureditev različen pravni učinek. To lahko pomeni, da so pravice in obveznosti posameznega udeleženca v odnosu do drugih pod vplivom domače zakonodaje, ki pa preko tega udeleženca vpliva tudi na pravice in obveznosti udeležencev iz drugih držav (posebej pomembno v primeru stečaja člana).
- j) Tveganja, ki izhajajo iz povezav med CDD, kjer je prodajalec član ene CDD, kupec pa član druge. V tem primeru tveganje izhaja iz dejstva, da so prenosi vrednostnih papirjev v enem sistemu v določenem trenutku še preklicni zaradi načina poravnave transakcij v tem

sistemu, medtem ko jih povezana CDD prenese v dobro kupca teh vrednostnih papirjev. Če poravnava v prvem sistemu ne uspe in so transakcije razveljavljene, obstajata negotovost in tveganje glede dokončnosti transakcij tudi v drugem sistemu.

Obvladovanje tveganj pri kliringu in poravnavi

Kot poudarja Kerry (2004, str. 93), je pri obvladovanju tveganj iz naslova kliringa in poravnave potrebno izvajati oziroma uveljavljati tako ukrepe, ki vnaprej zmanjšujejo oziroma odpravljajo tveganja, kakor tudi izvajati oziroma uveljavljati ukrepe za reševanje posledic realiziranih tveganj. Elementi obvladovanja tveganj v sistemih kliringa in poravnave so naslednji⁸⁷:

- a) Tveganje izgube glavnice je učinkovito odpravljeno z uvedbo mehanizma dostave proti plačilu, ki pomeni, da se prenos lastništva vrednostnih papirjev s prodajalca na kupca izvede samo ob sočasnem prenosu denarnih sredstev s kupca na prodajalca. Gre torej za neposredno povezavo dostave in plačila, ki se medsebojno pogojujeta. Mehanizem dostave proti plačilu pa sam po sebi ne zmanjšuje tveganja nadomestitvenih stroškov in likvidnostnega tveganja.
- b) Tveganje nadomestitvenih stroškov je mogoče zmanjšati s skrajšanjem odloga med sklenitvijo posla in njegovo poravnavo, s čimer se skrajša čas, v katerem lahko pride do spremembe cen na trgu⁸⁸.
- c) Likvidnostno tveganje (in tudi tveganje nadomestitvenih stroškov) je mogoče zmanjševati z uporabo mehanizmov, kot so posojila denarnih sredstev in vrednostnih papirjev⁸⁹ za čez dan na eni strani, ter z uporabo pobota, ki zmanjšuje vrednost denarnih sredstev oziroma število vrednostnih papirjev, ki jih je treba plačati oziroma dostaviti ob poravnavi. Z uporabo teh mehanizmov se namreč poveča gotovost glede izvedbe poravnave, kar zmanjšuje likvidnostno tveganje in tudi tveganje nadomestitvenih stroškov. Pomemben element zmanjševanja tovrstnih tveganj je tudi vpeljava dokončne poravnave transakcij že med dnem, s čimer se razporedi potrebe po likvidnosti za poravnavo obveznosti čez celoten dan in zmanjša likvidnostne pritiske, ki so prisotni ob poravnavi konec dneva, ko je potrebno naenkrat plačati oziroma dostaviti celotno obveznost iz naslova trgovanja z vrednostnimi papirji.
- d) Tveganja iz naslova posojil vrednostnih papirjev in denarnih sredstev je mogoče zmanjševati z zavarovanjem teh posojil, in sicer z uporabo premoženja posojilojemalca

⁸⁷ Povzeto po Recommendations for Securities Settlement Systems (2001, str. 8-23), Hills in Rule (1999, str. 103-111) in Kerry (2004, str. 93-94).

⁸⁸ Mednarodna priporočila postavljajo standard za časovni odlog med sklenitvijo posla in njegovo poravnavo, ki naj ne bi bil daljši od treh dni (Recommendations for Securities Settlement Systems, 2001, str. 10).

⁸⁹ Mednarodna priporočila spodbujajo posojanje vrednostnih papirjev kot metodo zagotavljanja večje likvidnosti in s tem učinkovitejšega delovanja trga vrednostnih papirjev na eni strani ter preprečevanja oziroma

(zavarovanje pred tveganjem izgube glavnice na osnovi danega posojila) ter z zadostnimi rezervnimi likvidnostnimi viri, ki so na voljo ob neizpolnitvi obveznosti s strani posojilojemalca (zavarovanje pred likvidnostnim tveganjem).

- e) Tveganje denarja, ki se uporablja za izvedbo poravnave, se lahko odpravi z uporabo računov pri centralni banki oziroma s pazljivo izbiro poravnalne banke. V ta namen je možno oziroma celo priporočljivo vzpostaviti specializirano banko, ki ima omejen namen ter obseg poslovanja (za denarno poravnavo med člani kliringa in poravnave vrednostnih papirjev), s tem pa so tudi omejena tveganja, ki jim je izpostavljena.
- f) Tveganje skrbnika oziroma skrbniško tveganje se najbolj učinkovito zmanjšuje s strogo ločitvijo vrednostnih papirjev skrbnika od vrednostnih papirjev njegovih strank, kar omogoča tudi enostaven prenos teh papirjev v skrbništvo k drugemu skrbniku, če se pojavijo težave (stečaj) pri prvem skrbniku. Skrbniki morajo imeti pooblastila za vsako upravljanje z vrednostnimi papirji svojih strank, prav tako pa morajo biti sredstva strank zaščitena pred terjatvami tretjih oseb do skrbnika.
- g) Pravno tveganje (tako v okviru države kot na mednarodnem nivoju) se zmanjšuje z jasno opredelitvijo pravic in obveznosti udeležencev kliringa in poravnave vrednostnih papirjev. Prav tako je pomembno, da so pravice in obveznosti udeležencev zaščitene v normalnih in izrednih razmerah. To posebej velja za:
 - jasno opredelitev lastništva vrednostnih papirjev in ločitev računov strank od računov skrbnikov (posebej pomembno v primeru stečaja skrbnika), hkrati pa tudi opredelitev procesov prenosa lastništva, zastave pravic in posojanja vrednostnih papirjev;
 - jasno opredelitev trenutka nepreklicnosti in dokončnosti transakcij;
 - pravno varnost pobota, ki ne sme biti razveljavljen s strani tretje osebe;
 - jasno opredelitev obveznosti udeležene strani v primeru izgub, napak ali goljufij;
 - pravno varnost predloženega zavarovanja za obveznosti in ostalih elementov obvladovanja tveganj.

Posebej je pomembno, da pravna osnova sistema kliringa in poravnave jasno določa pravo države, ki se uporablja za delovanje sistema, posebej še v primeru udeležencev iz drugih držav oziroma v primeru mednarodnih sistemov.

- h) Operativno tveganje je mogoče obvladovati z ustreznimi notranjimi kontrolami, nadomestnimi rešitvami za opremo in postopke, ustreznim kadrovanjem in usposabljanjem kadrov. Tudi v tem primeru obstajajo mednarodni standardi, ki jih je pri zagotavljanju operativne zanesljivosti in preprečevanju operativnega tveganja potrebno upoštevati.

- i) Obvladovanje sistemskega tveganja zahteva ustrezne ukrepe, ki preprečujejo širitev težav med udeleženci kliringa in poravnave preko preventivnega omejevanja in zavarovanja finančnih izpostavljenosti med udeleženci ter zagotavljanja operativno in pravno robustnih ureditev, kakor tudi ob realizaciji tveganj, kjer ukrepi zajemajo hitro in učinkovito ukrepanje po vnaprej pripravljenih scenarijih in ureditvah (na primer delitev izgube v primeru finančnih težav in rezervne procesne zmogljivosti v primeru operativnih težav).

Priloga 4: Empirična analiza učinkov ekonomij obsega v primeru centralnih depotnih družb

Schmiedel in soavtorji se v svoji empirični raziskavi posvečajo preučitvi obstoja ekonomij obsega v okviru poravnalnih in depotnih sistemov (CDD), in sicer z vidika možnega zmanjšanja stroškov ob konsolidaciji teh sistemov. S tega vidika jih zanima obstoj in pomembnost ekonomij obsega pri izvajanju storitev poravnave in depotnih storitev ter vpliv le-teh na bodočo strukturo teh sistemov v Evropi. Analiza ekonomij obsega zajema vse večje svetovne CDD (v EU, Aziji in severni Ameriki), in sicer se podatki nanašajo na obdobje 1993-2000.

V analizi je vsaka CDD obravnavana kot podjetje z več produkti, ki pri proizvodnji različnih produktov uporablja različne vložke, ki predstavljajo strošek. Definirali in analizirali so dve tipični storitvi CDD, in sicer poravnavo (prenos vrednostnih papirjev med prodajalcem in kupcem) in storitev deponiranja (skrb za vrednostne papirje in ravnanje z njimi). Za potrebe analize ekonomij obsega so morali določiti tudi približke za celotne stroške delovanja sistema, produkte sistemov in potrebne vložke. Celotne stroške delovanja sistema tako predstavljajo stroški iz poslovanja CDD (vključno z amortizacijo). Kot približka za produkte sistemov so definirali število poravnanih vrednostnih papirjev v sistemu in vrednost deponiranih vrednostnih papirjev v sistemu. Kot približke za stroške vložkov so definirali stroške informacijskega sistema, ki omogoča poravnavo (tehnologija in prostori), ter stroške zaposlenih kot najpomembnejših vložkov pri zagotavljanju storitev, pri čemer pa so glede na razpoložljive podatke upoštevali samo približek slednjih, in sicer v obliki BDP/prebivalca. Pri tem so upoštevali tudi različno (širšo) naravo storitev in s tem povezanih stroškov dveh mednarodnih CDD v primerjavi z lokalnimi (večji stroški, ki izvirajo iz vzpostavljenih povezav z lokalnimi CDD ter širšega nabora storitev, ki jih nudita svojim strankam), zato je bila v modelih upoštevana tudi slamnata spremenljivka (Schmiedel et al, 2002, str. 9-12).

Za oceno ekonomij obsega so uporabili enostavno dvojno logaritemsko linearno funkcijo (ne upošteva sprememb ekonomij obsega ob spreminjanju ravni proizvodnje) in kompleksnejšo translogaritemsko stroškovno funkcijo⁹⁰, ki upošteva tudi spremembe ekonomij obsega ob spreminjanju ravni proizvodnje. Obe funkciji so uporabili za regresijo celotnih stroškov glede na različne kombinacije pojasnjevalnih spremenljivk.

Dvojno logaritemska linearna funkcija ima naslednjo splošno obliko (Schmiedel et al, 2002, str. 13):

$$\ln TC(Q, P, D, T, YR) = \ln \alpha_0 + \alpha_1 \ln Q_1 + \alpha_2 \ln Q_2 + \sum_i \gamma_i \ln P_i + \lambda_1 D_1 + \tau_1 T + \sum_1 \delta_1 YR_1$$

Translogaritemska funkcija ima naslednjo splošno obliko (Schmiedel et al, 2002, str. 12):

⁹⁰ Omenjeni funkciji omogočata oceno elastičnosti celotnih stroškov glede na spremembe količine proizvodnje, kar je podlaga za ugotavljanje ekonomij obsega.

$$\ln TC(Q, P, D, T, YR) = \ln \alpha_0 + \alpha_1 \ln Q_1 + \alpha_2 \ln Q_2 + \beta_{11} (\ln Q_1)^2 + \beta_{22} (\ln Q_2)^2 + \sum_i \gamma_i \ln P_i + \\ + \sum_i \sum_j \gamma_{ij} \ln P_i \ln P_j + \beta_{12} \ln Q_1 \ln Q_2 + \sum_i \sum_k \delta_{ik} \ln P_i \ln Q_k + \lambda_1 D_1 + \tau_1 T + \sum_1 \delta_1 YR_1$$

Celotni stroški (TC) so torej odvisni od količine produktov (vektor Q) in cene vložkov (vektor P). V kolikor gre za mednarodno CDD, je vrednost slamnate spremenljivke (D) ena, sicer nič. Funkcija vključuje tudi vpliv časa (linearni časovni trend T) oziroma alternativno posameznega leta (slamnate spremenljivke za posamezna leta - YR) na stroške, in sicer z vidika vpliva sprememb tehnologije. V kolikor v času oziroma v posameznem letu prihaja do tehničnega napredka, morata biti regresijska koeficienta negativna, kar pomeni, da se zaradi tehničnega napredka stroški v času znižujejo.

Parcialna elastičnost stroškov glede na količino posameznega produkta je na osnovi translogaritemske stroškovne funkcije izračunana na naslednji način (Schmiedel et al, 2002, str. 13)⁹¹:

$$\varepsilon^c = \frac{\partial \ln TC}{\partial \ln Q_1} = \alpha_1 + 2\beta_{11} \ln Q_1 + \beta_{12} \ln Q_2 + \sum_i \delta_{1i} \ln P_i \\ \varepsilon^c = \frac{\partial \ln TC}{\partial \ln Q_2} = \alpha_2 + 2\beta_{22} \ln Q_2 + \beta_{21} \ln Q_1 + \sum_i \delta_{2i} \ln P_i$$

Merilo ekonomij obsega pri določeni izbrani ravni proizvodnje obeh produktov (količine obeh produktov in ocenjeni regresijski koeficienti za translogaritemsko stroškovno funkcijo se vstavijo v zgornjo enačbo) je definirano kot inverzna vrednost elastičnosti povprečnih stroškov glede na oba produkta, ki je naslednja (Schmiedel et al, 2002, str. 13):

$$\sum_i \frac{\partial \ln TC}{\partial \ln Q_i} = \varepsilon_1^c(Q_1, Q_2) + \varepsilon_2^c(Q_1, Q_2)$$

Na splošno se, v kolikor so prisotne ekonomije obsega, povprečni stroški oziroma stroški na enoto zmanjšujejo, če se proporcionalno povečuje proizvodnja vseh produktov. To pomeni, da mora biti pri določeni ravni proizvodnje obeh produktov vsota parcialnih elastičnosti stroškov glede na raven posameznega produkta manjša od ena, da lahko govorimo o ekonomijah obsega. V takem primeru podvojitev proizvodnje celotne stroške poveča za manj kot dvakrat.

Kljub vprašljivosti kvalitete in samo približne enotnosti uporabljenih podatkov so na osnovi analize možni določeni pomembni zaključki. Glavni rezultat analize je, da obstajajo pomembne ekonomije obsega v okviru poravnalnih in depotnih storitev. V povprečju je stroškovno najbolj učinkovit centraliziran sistem v ZDA in tako lahko predstavlja merilo oziroma izhodišče za primerjavo stroškovne učinkovitosti. V primeru ZDA podvojitev števila

⁹¹ Pri dvojno logaritemski linearni funkciji sta parcialna koeficienta elastičnosti kar regresijska koeficienta obeh neodvisnih spremenljivk.

poravnanih transakcij skoraj podvoji tudi celotne stroške, kar pomeni, da niso več možni prihranki iz naslova ekonomij obsega. Na drugi strani pa največji potencial za znižanje stroškov na enoto kažejo CDD v Evropi in Aziji, ki so precej manjše in imajo potencialno največje prihranke iz naslova ekonomij obsega. Tudi ta analiza potrjuje precejšnje stroške čezmejne poravnave transakcij v Evropi, ki so posledica številnih že omenjenih ovir. Pomemben pa je tudi vpliv razvoja tehnologije, saj se stroški skozi obdobje kontinuirano znižujejo tudi kot posledica investicij v nove sisteme in tehnologije.

Na podlagi rezultatov njihove analize Schmiedel in soavtorji poudarjajo prednosti povezovanja predvsem manjših in srednje velikih CDD (podvojitev obsega aktivnosti v povprečju poveča stroške samo za 2/3), pri katerih so potencialno največji pozitivni učinki ekonomij obsega, medtem ko so omenjeni učinki pri večjih institucijah manj izraziti (Schmiedel et al, 2002, str. 29).

Priloga 5: Teoretične analize posameznih možnih smeri konsolidacije sistemov trgovanja, kliringa in poravnave

Tapking in Yang (2004) se ukvarjata z vprašanjem, kakšna naj bo izbrana smer integracije oziroma konsolidacije med borzami in CDD v EU, pri čemer izhajata iz sedanjega razdrobljenega in neučinkovitega stanja. Omenjeno vprašanje analizirata na primeru teoretičnega modela dveh držav, v katerih obstaja borza in CDD. Investitorji lahko trgujejo na obeh borzah, pri čemer pa se transakcije, sklenjene na borzi ene države, poravnajo v CDD te države, kar v veliki meri odraža sedanjo prakso v EU. To pomeni, da se mora pred začetkom trgovanja na določeni borzi vrednostni papir prenesti v CDD, ki izvaja poravnave za to borzo, in sicer preko povezave med obema CDD. Pri prenosu vrednostnega papirja sodelujeta obe CDD, in sicer mora prva sprostiti vrednostne papirje, druga pa jih mora sprejeti v skrbništvo. Pri tem ključen eksogeno določen dejavnik v modelu predstavlja strošek povezave med CDD.

Avtorja analizirata štiri možne strukture, in sicer a) popolnoma ločene ponudnike storitev, ki samostojno določajo cene, b) vertikalno povezavo med borzama in CDD v okviru posamezne države, ki določa cene za obe storitvi, ter horizontalno povezavo med CDD v dveh oblikah. Prva oblika c) pomeni samo skupno lastništvo in koordinirano postavljanje cene storitev, medtem ko sta tehnično obe družbi ločeni (obstajajo stroški povezave med njima), druga oblika d) pa pomeni tudi tehnično konsolidacijo (povezava med njima ni več potrebna).

V primerih omenjenih struktur avtorja nato analizirata družbeno blaginjo. Pri tem ugotavljata, da je bodisi vertikalna bodisi horizontalna povezava, ki pomeni skupno lastništvo, nekoliko boljša od modela brez povezav. Če so pri tem stroški povezave med CDD visoki (presegajo določen prag), je boljša vertikalna povezava, če pa so nizki, je boljša horizontalna povezava s skupnim lastništvom. Po njunih ugotovitvah pa je vedno najboljša popolna konsolidacija (torej tudi tehnična) CDD.

Pri analizi modela avtorja kot razlago za dobljene rezultate izpostavljata naslednja dejstva (Tapking in Yang, 2004, str. 10):

- Storitve trgovanja in poravnave so komplementarne storitve, zato se blaginja poveča, če pride do vertikalne povezave med borzo in CDD v posamezni državi.
- Storitve prenosa vrednostnih papirjev, ki jih omogoča posamezna CDD preko povezave med obema CDD, tudi predstavljajo komplementarne storitve, saj so za izvedbo prenosa vrednostnih papirjev med njima potrebne storitve prenosa s strani obeh CDD. Prav tako sta komplementarni storitvi storitev prenosa vrednostnih papirjev, ki jo opravi ena CDD, in storitev poravnave, ki jo s temi vrednostnimi papirji izvaja druga CDD. To je namreč posledica dejstva, da se vrednostni papirji prenašajo z namenom, da se omogoči poravnava v drugi CDD. Zato brez dodatne predpostavke ni takoj jasno, kdaj se blaginja bolj poveča, ali v primeru vertikalne povezave ali v primeru horizontalne povezave, ki pomeni skupno lastništvo (brez tehnične konsolidacije). Dodatno predpostavko pomenijo stroški povezave med CDD. Če so

stroški povezave visoki, se povezava ne uporablja, zato se trgovanje z določenimi vrednostnimi papirji vedno odvija samo na določeni borzi. V tem primeru sploh ne obstaja konkurenca med CDD, zato model popolnoma ločenih ponudnikov storitev in model horizontalne povezave med CDD (brez tehnične konsolidacije) dajeta enak rezultat, ki je slabši od modela vertikalne povezave. Slednji omogoča znižanje cen in povečanje blaginje.

- Če so stroški povezave med obema CDD nizki in so zato prenosi vrednostnih papirjev stroškovno upravičeni oziroma če horizontalna integracija zadosti zniža te stroške, potem je model horizontalne povezave med CDD (brez tehnične konsolidacije) boljši od modela vertikalne konsolidacije.
- V kolikor ne obstaja povpraševanje po tujih vrednostnih papirjih, potem tudi ne obstaja potreba po obstoju povezave, ne glede na stroške le-te. Tudi v tem primeru ni smiselna horizontalna integracija CDD, ampak je spet bolj smiselna vertikalna integracija obeh borz z obema CDD v okviru posameznih držav.

Pomembna omejitev omenjene analize je predpostavka, da se morajo posli, sklenjeni na določeni borzi, poravnati v točno določeni CDD. Trenutno stanje v EU še omogoča sprejem take predpostavke, vendar pa so na tem področju predvidene spremembe, ki bodo zahtevale novo analizo.

Koepl in Monnet se ukvarjata z vprašanjem vertikalnih povezav med ponudniki trgovanja, kliringa in poravnave in dokazujeta, da vertikalne povezave med horizontalno povezanimi ponudniki omejujejo oziroma zmanjšujejo potencialno učinkovitost, ki izvira iz horizontalne konsolidacije. Tudi omenjena avtorja izhajata iz sedanjega stanja v EU, kjer prevladuje razdrobljena infrastruktura za kliring in poravnavo, ki zahteva konsolidacijo. Pri tem dokazujeta, da konsolidacija ne vodi nujno k učinkoviti strukturi infrastrukture. Prednosti horizontalne konsolidacije so zmanjšane v primeru, da se trgovanje, kliring in poravnava izvajajo v vertikalno povezanih strukturah in so informacije o stroških kliringa in poravnave privatne oziroma niso znane trgu. Šele v primeru razbitja teh vertikalnih povezav in z vpeljavo konkurence na področju kliringa in poravnave je možno s konsolidacijo maksimalno povečati učinkovitost.

Za dokaz omenjenih trditev sta analizirala model, v katerem svoje storitve trgovanja, kliringa in poravnave ponujata dva ločena sistema, ki sta oba vertikalno povezana. Sistema načrtujeta konsolidacijo storitev na področju trgovanja in poravnave, kar bi omogočilo združitev njunih tehnologij. Združitev prinaša sistemoma prednosti v obliki povečanja skupnega dobička zaradi dveh razlogov. Prvič, združitev poveča celotno trgovanje, kar poveča prihodke združenega sistema. Drugič, glede na obstoj razlik v stroških izvajanja poravnave v prej ločenih sistemih lahko združeni sistem uporabi cenejšo tehnologijo (tehnologijo, ki jo je uporabljal stroškovno bolj učinkovit sistem) in s tem zniža skupne stroške. Pri tem predpostavljata, da so stroški izvajanja poravnave privatna informacija obeh sistemov.

Razlog za neoptimalni izkoristek konsolidacije je ta, da se morata ob združitvi sistema dogovoriti o tem, kako se deli skupni prihodek in kateri izmed sistemov po združitvi izvaja storitve poravnave. Za učinkovitost povezave je potrebno, da poravnavo izvaja sistem z najnižjimi stroški, kar pa je mogoče doseči le, če so znani stroški poravnave obeh sistemov. Glede na to, da so informacije o stroških poravnave zaupne, razkritje informacij pa neposredno vpliva na delež skupnih prihodkov, ki pripadajo posameznemu sistemu, noben sistem nima interesa za razkritje resničnih stroškov.

Šele razbitje vertikalne povezave, ki pomeni, da se izloči storitve poravnave iz prej samostojnih sistemov ter se opravi samo združitev na nivoju storitev trgovanja, lahko omogoči učinkovito konsolidacijo. V tem primeru namreč poravnalna sistema tekmujeta med seboj, s čimer razkrijeta dejanske stroške za izvajanje poravnave. Sedaj lahko integrirani ponudnik storitev trgovanja uporablja za poravnavo cenejšega ponudnika storitev poravnave. S tem se doseže učinkovitost v sistemu, kjer je trgovanje obeh sistemov združeno, poravnava pa se izvaja po najnižjih stroških (Koepl in Monnet, 2004, str. 5-8).

Koepl in Monnet (2004, str. 10-13) analizirata dva primera združevanj v EU, kjer je lastniška struktura in smer povezovanja odigrala odločilno vlogo pri uspešnosti tega povezovanja. Gre za primer uspešnega nastanka borze Euronext, ki je nastala z združitvijo amsterdamske, bruseljske in pariške borze, ter za primer neuspešnega poskusa povezave med frankfurtsko in londonsko borzo.

Leta 1998 sta Londonska borza (London Stock Exchange – LSE) in najpomembnejša nemška borza (Deutsche Borse - DB) izrazili namero za povezavo njunih trgov. K temu projektu se je hitro pridružilo še šest ostalih borz (Amsterdam, Bruselj, Madrid, Milan, Paris in Zürich). Medtem je bil iniciiran tudi proces na področju izvajanja poravnave, in sicer se je Cedel združil z Deutsche Borse Clearing v Clearstream. Kmalu zatem je DB kupila kontrolni delež v novo nastali družbi, ki pomeni vertikalno povezavo za nemški trg. Temu koraku je nato sledila preusmeritev določenih borz, in sicer je ob prekinitvi združitvenih pogovorov nastal Euronext. Prav tako je propadla združitev LSE in DB, domnevno tudi zaradi nesporazumov glede ponudnika storitev poravnave za združeno borzo.

Glede na navedeno je potrebno opozoriti na razlike med obema projektoma. Projekt Euronext namreč ni zajemal vertikalne povezave, saj so se klirinški in poravnalni sistemi za trge, ki jih pokriva, konsolidirali v ločenih, samostojnih družbah (Clearnet in Euroclear), medtem ko je DB skušala izvesti povezavo svojega vertikalno povezanega sistema z drugo borzo, pri čemer pa borzi nista našli skupnega jezika glede ponudnikov kliringa in poravnave za njune trge⁹².

⁹² Strategija vertikalne povezave DB pomeni enega ključnih razlogov, zakaj ni uspela povezava z LSE. To potrjuje tudi odgovor LSE na komunikacijo Komisije, v katerem LSE trdi, da je optimalna rešitev za izvajanje kliringa in poravnave enoten sistem, ki je ločen in neodvisen od borz in drugih trgovalnih sistemov, ter vsem zagotavlja prost in pravičen dostop. Vertikalne povezave, posebej če jih upravljajo profitno usmerjene institucije, namreč ustvarjajo sprevržene motive, ki pomenijo omejevanje povezljivosti in nadaljnje konsolidacije kliringa in

Ključno za uspeh povezave Euronext je bilo torej dejstvo, da je bila dosežena rešitev, ki je pomenila tudi konsolidacijo kliringa in poravnave za trge, ki jih pokriva Euronext, vendar ne pod okriljem le-tega. Ta konsolidacija je bila zasnovana na horizontalnem povezovanju, pri čemer so lastniki in upravljavci sistema Euroclear ostali uporabniki njegovih storitev in ne borza.

Na tej osnovi avtorja sklepata, da se s horizontalnim povezovanjem infrastrukture dosegajo pomembni prihranki, pri čemer pa je lastništvo borz nad infrastrukturo kliringa in poravnave lahko ovira za razvoj in konsolidacijo. Iz tega sledi, da razbitje vertikalnih povezav lahko prinese povečane koristi horizontalnega povezovanja.

poravnave. Zato je za zagotovitev učinkovitega sistema kliringa in poravnave potrebno razbiti vertikalne povezave med borzami ter sistemi kliringa in poravnave.

Priloga 6: Predlogi aktivnosti Giovanninijeve skupine za odpravo identificiranih ovir na področju kliringa in poravnave v EU

Giovanninijeva skupina je kot najpomembnejše ovire izpostavila tiste, ki investorjem omejujejo možnosti glede lokacije vrednostnih papirjev in sistemov, kjer se lahko izvaja poravnava določenega vrednostnega papirja. V primeru, da teh omejitev ne bi bilo, bi imeli investitorji večjo možnost izbire in dostopa do sistemov kliringa in poravnave ter bi lahko sami izbirali lokacijo poravnave in hranjenja vrednostnih papirjev, kar bi že lahko pripeljalo do konkurence in integracije ter konsolidacije sistemov, hkrati pa bi pospešilo povečevanje obsega čezmejnega trgovanja. Vendar pa bi ostale ovire predstavljale resno operativno in pravno tveganje, zato je potrebno odstraniti vse ovire. Glede na to je v svojem drugem poročilu skupina opredelila strategijo za odpravo vseh identificiranih ovir, ki temelji na naslednjih predpostavkah (Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements, 2003, str. 5):

- glede na relativno večjo pomembnost določenih ovir v primerjavi z ostalimi je potrebno opredeliti prioritete naloge;
- glede na medsebojno povezanost ovir se morajo aktivnosti za njihovo odpravo razvrstiti v smiselni vrstni red;
- aktivnosti za odpravo posameznih ovir je treba jasno opredeliti in izpostaviti odgovorne za njihovo izvedbo, prav tako pa določiti koordinatorje aktivnosti;
- roki za izvedbo aktivnosti morajo biti zadosti kratki, da se ohrani ustrezen tempo.

Skupina je tako postavila naslednji vrstni red odprave ovir (Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements, 2003, str. 6 -22):

- harmonizacija urnikov poslovanja in poravnave med sistemi kliringa in poravnave ter usklajevanje teh urnikov z urnikom plačilnega sistema TARGET;
- harmonizacija tehnološke podpore in vmesnikov, ki jih uporabljajo ponudniki storitev kliringa in poravnave, preko vpeljave enotnih komunikacijskih standardov ter enotnih standardov sporočil;
- zagotovitev dokončnosti transakcij med dnem v okviru povezav med CDD, kar omogoča dokončno poravnavo transakcij med različnimi sistemi na isti dan, s tem pa povečanje učinkovitosti za udeležence trga in zmanjšanje tveganja neporavnanih transakcij (aktivnosti za odpravo te ovire se zaključijo po zaključku aktivnosti, navedenih v prvih dveh alinejah);
- harmonizacija rokov za poravnavo sklenjenih poslov z vrednostnimi papirji na vseh trgih v EU, s čimer se zmanjša kompleksnost poravnave za udeležence več sistemov, hkrati pa se omogoči lažje in učinkovitejše usklajevanje potreb glede dostave vrednostnih papirjev na enem trgu z njihovim prejemom na drugem trgu (aktivnosti za

odpravo te ovire se zaključijo po zaključku aktivnosti, navedenih v prvih dveh alinejah)⁹³;

- harmonizacija nacionalnih pravil glede izvajanja korporativnih akcij in glede določitve trenutka prenosa lastništva na osnovi opravljene transakcije za potrebe korporativnih akcij, s čimer se poveča transparentnost teh postopkov za investitorje (aktivnosti za odpravo te ovire se zaključijo po zaključku aktivnosti, navedenih v prvih dveh alinejah);
- harmonizacija tehničnega načina izdajanja novih vrednostnih papirjev in dodeljevanja številčnih oznak vrednostnim papirjem po posameznih državah, s čimer se omogoči hiter prenos informacij o novih vrednostnih papirjih (aktivnosti za odpravo te ovire se zaključijo po zaključku aktivnosti, navedenih v prvih dveh alinejah);
- vsem finančnim posrednikom s sedežem v EU je potrebno omogočiti izvajanje storitev agenta zbiranja davkov (*»withholding agent services«*) v vseh državah članicah, s čimer se zagotovi enotne pogoje oziroma možnosti za izvajanje storitev med domačimi in tujimi posredniki (aktivnosti za odpravo te ovire se zaključijo po zaključku aktivnosti, navedenih v prvih dveh alinejah);
- odprava zahteve, da se davki na transakcije z vrednostnimi papirji zbirajo v lokalnem sistemu za poravnavo vrednostnih papirjev, s čimer se investitorjem omogoči več izbire pri poravnavanju transakcij in izbiranju njihovega posrednika (aktivnosti za odpravo te ovire se zaključijo po zaključku aktivnosti, navedenih v prvih dveh alinejah);
- poenotenje pojmovanja lastništva vrednostnih papirjev v vseh državah, in sicer tako pri domačih kot čezmejnih transakcijah, dokončnih prodajah/nakupih vrednostnih papirjev in pri uporabi vrednostnih papirjev kot finančnega zavarovanja; pri tem mora veljati, da stanja na računih vrednostnih papirjev investitorjev pri posrednikih pravno že pomenijo tudi dejansko lastništvo teh vrednostnih papirjev.

Po zagotovitvi omenjenih pogojev pa je potrebno izvesti še naslednje:

- odpraviti zahteve glede uporabe sistema kliringa in poravnave, ki izvirajo iz lokacije trga, na katerem je bil posel sklenjen, in omejitve, ki se nanašajo na lokacijo vrednostnih papirjev; z odpravo tovrstnih pogojev se zmanjša potreba po vzdrževanju povezav do več klirinških hiš oziroma CDD ter po uporabi specializiranih ponudnikov storitev kliringa in poravnave, hkrati pa se poveča konkurenca med sistemi kliringa in poravnave in spodbudi njihova integracija ter konsolidacija;
- zagotoviti enakost kriterijev neposrednega dostopa do sistemov kliringa in poravnave, in sicer preko odprave praktičnih omejitev za udeležence iz drugih držav, s čimer se vsem omogoči enake pogoje in ustvarja pogoje za konkurenco;
- odpraviti omejitve, povezane z aktivnostjo posrednikov pri primarni prodaji in vzdrževalcev trga, za katere mnoge države zahtevajo, da tovrstne institucije

⁹³ V kolikor bi podrobnejša analiza pokazala, da harmonizacija rokov za izvedbo poravnave med državami ni možna oziroma ni učinkovita z vidika dodatnih stroškov in tveganj, ki bi jih povzročila, je potrebno poiskati alternativne mehanizme za zmanjšanje stroškov in tveganj, povezanih z neusklajenimi roki.

vzpostavijo lokalno družbo in izvajajo kliring in poravnavo poslov v lokalnem sistemu; s tem bodo lahko te institucije centralizirale svoje aktivnosti kliringa in poravnave ter znižale stroške svojega poslovanja, s tem pa tudi stroške za investitorje.

Priloga 7: Različna stališča institucij v zvezi s predlogi Evropske komisije

Stališča CDD

Evropska zveza centralnih depotnih družb (ECSDA, 2002, str. 16) v prvi vrsti nasprotuje zahtevi, v skladu s katero bi morali poravnalni sistemi izločiti dodatne komercialne storitve v obliki posojanja denarnih sredstev ali pa vrednostnih papirjev, saj so te del poravnalnega procesa in olajšujejo izvedbo poravnave, ker skrbijo za dodatno likvidnost in preprečujejo neuspele poravnave. Izločitev teh storitev bi tako zmanjšala učinkovitost poravnave ter povečala tveganja in stroške.

ECSDA je zaskrbljena tudi zaradi dejstva, da želi Komisija postaviti dodatne zahteve za CDD, ki opravljajo tudi skrbniške funkcije, medtem ko ne postavlja zahtev za skrbnike, ki izvajajo poravnave v lastnem sistemu (ECSDA, 2004, str. 10)⁹⁴. Z obema ukrepoma se spodbuja in neposredno omejuje konkurenčnost CDD pri čezmejnih poslih v odnosu do skrbnikov⁹⁵.

ECSDA tudi poudarja, da posebni dodatni ukrepi za varstvo konkurence niso potrebni, ker jo obstoječi pravni red zadostno varuje (ECSDA, 2004, str. 12). V tem okviru tudi Euroclear poudarja, naj Komisija svojo energijo usmeri v odpravo ovir, identificiranih v poročilu Giovanninijeve skupine (posebej v pravne in regulatorne razlike ter razlike v davčnih postopkih in tržnih praksah), kar bo omogočilo znižanje stroškov kot prvo prioriteto. Sem sodi tudi zagotovitev prostega dostopa do sistemov kliringa in poravnave za vse ponudnike storitev, kar zahteva tudi poenotenje regulativnega okvira, s čimer se prizna dovoljenje za opravljanje storitev kliringa in poravnave med državami, kot to velja za banke (Euroclear, 2004, str. 2).

Stališča skrbnikov

Na drugi strani se skrbniki, kot na primer BNP Paribas Securities Services (podružnica BNP Paribas), zavzemajo za jasno opredelitev osnovnih storitev in njihovo regulacijo, tako da se zagotovi ustrezno obvladovanje tveganj in varstvo konkurence na področju ostalih storitev. Po mnenju tega skrbnika pomeni nudenje skrbniških/bančnih storitev s strani CDD povečanje sistemskega tveganja in možnost za zlorabo svojega dominantnega položaja pri zagotavljanju osnovnih storitev ter s tem zmanjšanje konkurence na področju skrbniških/bančnih storitev⁹⁶. Pri tem se sklicuje tudi na poročilo Giovanninijeve skupine, ki zagovarja centralizacijo oziroma konsolidacijo osnovnih storitev, kot je vodenje registra, in storitev, kjer so prisotne

⁹⁴ ECSDA zahteva, da se mora pri bankah, ki poleg skrbniških poslov v velikem obsegu izvajajo tudi kliring in poravnave, jasno ločiti te posle in poskrbeti za ustrezno obvladovanje tveganj, s čimer se prepreči tveganje, da bi težave iz naslova bančnih storitev ogrozile tudi dejavnost poravnave oziroma skrbništva.

⁹⁵ Enako trdi na primer tudi Euroclear (2004, str. 9), ki poudarja pomen razširitve standardov obvladovanja tveganj, ki veljajo za CDD, tudi na tiste skrbniške banke, ki opravljajo velik obseg čezmejnega kliringa in poravnave in so zato pomembne s sistemskega vidika, kar je seveda razumljivo, saj tovrstne storitve predstavljajo neposredno konkurenco CDD.

⁹⁶ Enako tudi Citigroup (2004a, str. 17).

močne ekonomije obsega (kliring in poravnava), medtem ko je pri konsolidaciji bančnih oziroma skrbniških storitev prisotno povečano tveganje, ki izhaja iz koncentracije (zato je tveganje manjše, če obstaja več ponudnikov).

BNP Paribas se po pričakovanju strinja s predlagano zahtevo, da morajo CDD računovodsko ločiti prihodke in odhodke osnovnih in ostalih storitev, kakor tudi odpraviti povezavo med temi storitvami pri njihovi ponudbi. Prav tako se strinja z uvedbo dodatnih ukrepov za zagotovitev ustreznega upravljanja CDD, pri čemer pa zavrača dodatne tovrstne ukrepe za posrednike, t.j. banke in investicijske družbe (BNP Paribas, 2004, str. 2, 21-22 ter 32-33).

BNP Paribas Komisijo tudi poziva, naj ne regulira dodatno funkcij oziroma storitev, ki so že podvržene strogi regulativi (funkcije skrbništva in bančne storitve v primeru bank).

Citigroup (2004a, str. 22) opozarja tudi na sistemska tveganja in vprašanje zaščite investitorjev v primeru dominantnih ponudnikov storitev kliringa in poravnave ter vodenja registra, v kolikor ne obstajajo ustrezni varnostni standardi, oziroma pri nudenju bančnih in skrbniških storitev s strani institucij, ki niso podvržene ustrezni regulativi na tem področju. Pri tem poudarja, da so skrbniki že podvrženi strogemu režimu, ki izhaja iz bančne zakonodaje in standardov. Citigroup se zavzema tudi za vnaprejšnje ukrepe zagotavljanja konkurence, ki jih predvideva Komisija, in poudarja, da obstoječa regulativa na tem področju ni zadostna.

Taka stališča so z vidika skrbnikov seveda razumljiva, saj pomeni integriranje infrastrukture oziroma sistemov za kliring in poravnavo (t.j. CNS in CDD) neposredno znižanje njihovega dominantnega deleža pri poravnavi čezmejnih transakcij, ki na področju poslov z delnicami po nekaterih ocenah znaša kar 90%. Povezave med temi sistemi namreč odpravljajo potrebo po uporabi posrednikov za kliring in poravnavo na tujih trgih. Posebej pereč problem za skrbnike predstavljajo lastniške povezave med CDD, saj si na primer s prevzemom lokalne CDD druga (mednarodna) CDD lahko ustvari privilegiran položaj pri posredovanju storitev na trgu lokalne CDD glede na skrbnike, s katerimi tekmuje za zagotavljanje enakih storitev (Citigroup, 2004, str. 22).