

**UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA**

**MAGISTRSKO DELO**

**PROBLEM UČINKOVITOSTI EVROPSKE  
KLIRINŠKE IN PORAVNALNE  
INFRASTRUKTURE PRI VZPOSTAVLJANJU  
ENOTNEGA EVROPSKEGA FINANČNEGA  
TRGA**

**LJUBLJANA, SEPTEMBER 2009**

**DAVOR PAVIČ**

**Izjava**

Davor Pavič izjavljam, da sem avtor tega magistrskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom prof. 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 14. septembra 2009

Podpis:

## KAZALO VSEBINE

<b>Uvod .....</b>	<b>1</b>
<b>Opredelitev problematike .....</b>	<b>1</b>
<b>Cilj in namen dela ter uporabljene metode preučevanja .....</b>	<b>5</b>
<b>Pregled vsebine poglavij .....</b>	<b>6</b>
<b>1 Kliring in poravnava v Sloveniji in Evropski uniji .....</b>	<b>7</b>
<b>1.1 Funkcionalni vidik trgovanja, kliringa in poravnave poslov z vrednostnimi papirji .....</b>	<b>9</b>
<b>1.1.1 Trgovanje .....</b>	<b>10</b>
<b>1.1.2 Kliring in funkcija centralne nasprotne stranke .....</b>	<b>10</b>
<b>1.1.3 Poravnava .....</b>	<b>12</b>
<b>1.2 Temeljni principi učinkovitega in varnega prenosa vrednostnih papirjev .....</b>	<b>13</b>
<b>1.2.1 Dematerializacija in imobilizacija vrednostnih papirjev .....</b>	<b>13</b>
<b>1.2.2 Centralni register nematerializiranih vrednostnih papirjev .....</b>	<b>16</b>
<b>1.2.3 Sočasna izpolnitev obveznosti iz poslov z vrednostnimi papirji .....</b>	<b>16</b>
<b>1.3 Slovenska klirinško-poravnalna infrastruktura in njen funkcionalni vidik .....</b>	<b>17</b>
<b>1.4 Klirinška in poravnalna infrastruktura v Evropski uniji .....</b>	<b>19</b>
<b>2 Problem neučinkovitosti klirinške in poravnalne infrastrukture v Evropski uniji .....</b>	<b>21</b>
<b>2.1 Stroški razdrobljene klirinško-poravnalne infrastrukture .....</b>	<b>22</b>
<b>2.2 Načini povezovanja razdrobljene klirinško-poravnalne infrastrukture .....</b>	<b>24</b>
<b>3 Vzpostavljanje nadzora nad klirinško-poravnalno infrastrukturo in reševanje problematike njene neučinkovitosti s strani javnega sektorja ....</b>	<b>29</b>
<b>3.1 Pregled nekaterih globalnih poskusov harmonizacije in postavljanja standardov v klirinško-poravnalnih sistemih .....</b>	<b>29</b>
<b>3.2 Lizbonska strategija .....</b>	<b>31</b>
<b>3.3 Akcijski načrt vzpostavitve enotnega trga finančnih storitev .....</b>	<b>31</b>
<b>3.4 Lamfalussy Committee of Wise Men .....</b>	<b>32</b>
<b>3.5 Giovanninijeva skupina .....</b>	<b>33</b>
<b>3.6 Sporočila Evropske komisije .....</b>	<b>36</b>
<b>3.7 MiFID – direktiva o trgih finančnih instrumentov .....</b>	<b>39</b>
<b>3.8 ESCB-CESR nadzorniška priporočila .....</b>	<b>39</b>
<b>3.9 Delo direktorata za notranji trg in storitve in komisar Charlie McCreevy ....</b>	<b>40</b>
<b>3.10 Najava posega Evrosistema v infrastrukturo za poravnavo poslov z vrednostnimi papirji in prikrit konflikt z Evropsko komisijo .....</b>	<b>41</b>
<b>3.11 Projekti Evrosistema na področju poravnalnih poslov .....</b>	<b>42</b>
<b>3.11.1 TARGET in TARGET2 .....</b>	<b>43</b>
<b>3.11.2 TARGET2-Securities .....</b>	<b>44</b>
<b>3.11.2.1 Splošna organizacijska in funkcionalna načela .....</b>	<b>45</b>
<b>3.11.2.2 Podpora in notranja razhajanja Evrosistema glede centralizacije poravnalne infrastrukture .....</b>	<b>46</b>
<b>3.11.2.3 Pridobivanje podpore projektu .....</b>	<b>47</b>
<b>3.11.3 CCBM in CCBM2 .....</b>	<b>49</b>
<b>3.11.3.1 Povezava CCBM2 s TARGET2 in TARGET2-Securities .....</b>	<b>50</b>
<b>3.11.4 Enotna platforma Evrosistema za dostop do sistemov TARGET2, TARGET2-Securities in CCBM2 .....</b>	<b>50</b>

<b>4</b>	<b>Reševanje problematike s strani privatnega sektorja.....</b>	<b>51</b>
4.1	Čezmejno povezovanje klirinško-poravnalne infrastrukture .....	53
4.1.1	<i>Tehnične povezave za prenos vrednostnih papirjev .....</i>	<i>53</i>
4.2	Domači trg skupine Euroclear .....	57
4.3	Skupina klirinškodopotnih družb vključenih v projekt Link Up Markets.....	59
4.4	Kodeks ravnanja glede kliringa in poravnave poslov z vrednostnimi papirji ...	60
<b>5</b>	<b>Vključevanje slovenske klirinško-poravnalne infrastrukture v enotni evropski finančni trg .....</b>	<b>64</b>
5.1	Zaznavanje sprememb v evropskem klirinško-poravnalnem segmentu.....	64
5.2	Prilagajanje slovenske klirinško-poravnalne infrastrukture harmonizacijskim in konsolidacijskim premikom v Evropi .....	66
5.2.1	<i>Pasivno prilagajanje.....</i>	<i>67</i>
5.2.1.1	<i>Zagotavljanje ohranitve statusa primerne skrbnika za izvajanje kreditno-monetarnih operacij ESCB.....</i>	<i>67</i>
5.2.1.2	<i>Dolgoročno zagotavljanje skladnosti z evropskim kodeksom ravnanja glede obračuna in poravnave poslov z vrednostnimi papirji.....</i>	<i>68</i>
5.2.1.3	<i>Izpolnjevanje zahtev Združenja globalnih skrbnikov.....</i>	<i>69</i>
5.2.1.4	<i>Podpora slovenskim institucijam ob njihovem povezovanju in vključevanju v evropske sisteme .....</i>	<i>70</i>
5.2.1.4.1	<i>Člani KDD .....</i>	<i>70</i>
5.2.1.4.2	<i>Ljubljanska borza in (posredno) izdajatelji vrednostnih papirjev .....</i>	<i>71</i>
5.2.1.4.3	<i>Banka Slovenije .....</i>	<i>72</i>
5.2.2	<i>Aktivno prilagajanje .....</i>	<i>73</i>
5.2.2.1	<i>Vzpostavljane povezav z (mednarodnimi) klirinškodopotnimi družbami ..</i>	<i>73</i>
5.2.2.2	<i>Trgovanje z državnimi izdajami izdanimi v sistemu KDD na trgovalni platformi MTS Slovenia.....</i>	<i>76</i>
5.2.2.3	<i>Sodelovanje v projektu Link Up Markets.....</i>	<i>77</i>
5.2.2.4	<i>Sodelovanje v projektu vzpostavitve vseevropske poravnalne platforme TARGET2-Securities .....</i>	<i>78</i>
5.2.2.4.1	<i>Strategije vključevanja v projekt vzpostavitve poravnalne platforme TARGET2-Securities.....</i>	<i>80</i>
5.2.2.4.2	<i>Neposreden vstop v TARGET2-Securities .....</i>	<i>81</i>
5.2.2.4.3	<i>Posredni vstop v TARGET2-Securities .....</i>	<i>83</i>
5.3	<b>Funkcijske razvojne možnosti slovenske klirinško-poravnalne infrastrukture</b>	<b>83</b>
5.3.1	<i>Vodenje evidenc imetnikov v zvezi s tujimi finančnimi instrumenti .....</i>	<i>84</i>
5.3.1.1	<i>Oris trenutnega stanja na trgu.....</i>	<i>85</i>
5.3.1.2	<i>Normativni okvir obveznosti vodenja poddepoja finančnih instrumentov..</i>	<i>86</i>
5.3.1.3	<i>Izvedljivost vodenja poddepoja s strani KDD .....</i>	<i>86</i>
5.3.2	<i>Uvedba funkcije centralne nasprotne stranke.....</i>	<i>87</i>
5.3.2.1	<i>Opredelitev centralne nasprotne stranke, njenih funkcij in obstoječi postopki kliringa v KDD .....</i>	<i>88</i>
5.3.2.2	<i>Učinkovitost obstoječih mehanizmov KDD za upravljanje tveganj neizpolnitve obveznosti iz borznih poslov .....</i>	<i>90</i>
5.3.2.3	<i>Zakonske omejitve opravljanja funkcije centralne nasprotne stranke in splošna prepoved izpostavljanja kreditnemu tveganju nasprotne stranke za klirinškodopotne družbe .....</i>	<i>90</i>
5.3.2.4	<i>Organizacijska izvedljivost .....</i>	<i>91</i>
5.3.2.5	<i>Ekonomska upravičenost uvedbe funkcije centralne nasprotne stranke.....</i>	<i>92</i>
5.3.2.6	<i>Sklep analize .....</i>	<i>96</i>
5.4	<b>Zakaj Slovenija še vedno potrebuje lastno klirinško-poravnalno infrastrukturo? .....</b>	<b>96</b>

<b>Sklep.....</b>	<b>99</b>
<b>Literatura in viri.....</b>	<b>102</b>

## **Seznam uporabljenih kratic**

ATVP – Agencija za trg vrednostnih papirjev

CESAME – Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Experts' Group

CESR – Committee of European Securities Regulators (Združenje evropskih regulatorjev trga vrednostnih papirjev)

CRVP – centralni register nematerializiranih vrednostnih papirjev

DVP – delivery versus payment (sočasna izpolnitev obveznosti)

ECB – Evropska centralna banka

ECSDA – European Central Securities Depositories Association (Združenje evropskih klirinškodepotnih družb)

ESCB – Evropski sistem centralnih bank

FOP – free of payment (dostava vrednostnih papirjev brez nakazila kupnine)

KDD – Centralna klirinško depotna družba d.d.

MiFID – Markets in Financial Instruments Directive (direktiva o trgih finančnih instrumentov)

MTF – multilateral trading facility (večstranski sistem trgovanja)

ZGD – Zakon o gospodarskih družbah

ZISDU – Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje

ZNVP – Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih

ZTFI – Zakon o trgu finančnih instrumentov

## Uvod

### Opredelitev problematike

Ustvarjanje enotnega in učinkovitega evropskega kapitalskega trga je neizpodbitno eden izmed najpomembnejših in hkrati najambicioznejših projektov, s katerim se Evropska unija ukvarja že desetletja. Evropske integracijske institucije so se s problematiko regulacije kapitalskih trgov prvič na sistematičen način spoprijele leta 1999, ko je bil objavljen *Financial Services Action Plan*, kot najobsežnejši projekt, ki opredeljuje temeljne usmeritve za vzpostavitev enotnega trga in poenotenja finančnih storitev (Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan, 1999). Na njegovi osnovi je bilo sprejetih že sedemindvajset evropskih direktiv in dosežen velik napredek tako v smeri vzpostavljanja enotnega pravnega reda, kakor tudi v smeri integracije do pred kratkim predvsem nacionalno orientiranih finančnih trgov in harmonizacije tržnih praks.

Eden izmed najpomembnejših segmentov finančnih trgov je trg vrednostnih papirjev. Osnovna ideja njegovega obstoja je zagotavljanje učinkovite alokacije kapitala v gospodarstvu. Pri tem gre za prenos lastništva vrednostnih papirjev z vsemi pripadajočimi pravicami med prodajalcem in kupcem v zameno za kupnino. Povpraševanje in ponudba se tako srečujeta na tradicionalnih borzah vrednostnih papirjev, elektronskih večstranskih sistemih trgovanja (v nadaljevanju MTF<sup>1</sup>), v segmentu trgovanja preko okenca (angl. *over the counter*) ali na trgovalnih platformah velikih investicijskih bank. Do dejanskih prenosov vrednostnih papirjev in kupnin med kupcem in prodajalcem pa prihaja šele v procesih, ki sledijo trgovanju, kar običajno označujemo s kliringom in poravnavo. Prav kliring in poravnava sta se izkazala kot procesa, ki predstavljata osrednji in hkrati najbolj kritičen mehanizem delovanja trgov vrednostnih papirjev. Principi delovanja klirinških in poravnalnih mehanizmov so sicer na prvi pogled enostavni, vendar so se v primeru čezmejnih poslov predvsem na evropskem prostoru izkazali kot zelo kompleksni (Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, 2004, str. 3) Za evropski prostor velja splošna ugotovitev, da trgovalni in klirinško-poravnalni sistemi na nacionalnem nivoju delujejo učinkovito, varno in stroškovno ugodno. Kljub temu pa se enotni evropski finančni trg naslanja predvsem na idejo proste čezmejne mobilnosti kapitala. Kliring in poravnava tvorita osnovna mehanizma za delovanje tega finančnega trga in vsak element neučinkovitosti ima lahko resne posledice pri doseganju optimalne alokacije finančnih sredstev med suficitarnimi in deficitarnimi gospodarskimi celicami. Če je uporaba teh mehanizmov v čezmejnih poslih zapletena ter povzroča previsoke stroške in tveganja, se jih investitorji raje izogibajo. V primeru Evropske unije to pomeni, da nacionalni trgi ostajajo v preveliki meri izolirani, finančni resursi se razporejajo na sub-optimalen način, obvladovanje tveganj postane stroškovno nesprejemljivo, tržni udeleženci pa nenazadnje izgubijo učinkovite mehanizme za postavljanje ustreznih cen finančnih instrumentov (Norman, 2007, str. 7). Kot se je pokazalo v praksi, je prav slabo delujoča klirinško-poravnalna infrastruktura eden izmed največjih ovir pri doseganju cilja prostega pretoka kapitala in s tem razvoja enotnega finančnega trga Evropske unije. V skladu s podatki Združenja evropskih klirinškodotopnih

---

<sup>1</sup> MTF je kratica za *multilateral trading facility*.

družb (v nadaljevanju ECSDA<sup>2</sup>) v evroobmočju klub enotni valuti deluje 15 klirinškodepotnih družb, 2 mednarodni klirinškodepotni družbi in 7 klirinških družb oz. centralnih nasprotnih strank<sup>3</sup> (Status on Code of Conduct implementation – Status report, 2009, str. 3). Kljub nekaterim harmonizacijskim premikom te še vedno v veliki meri delujejo na med seboj nezdružljivih informacijskih platformah, na osnovi različnih nacionalno značilnih tržnih praks, pravnih in davčnih ureditev ter s popolnoma nepoenoteno tarifno politiko. Evropska trgovalna in klirinško-poravnalna infrastruktura je torej skrajno razdrobljena, kar občutijo predvsem investitorji, ki so prisiljeni, kot ugotavlja Giovanninijeva skupina, v primerjavi z učinkovitejšo in popolnoma konsolidirano infrastrukturo v ZDA, v Evropski uniji nositi bistveno višje stroške čezmejnih transakcij (Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union, 2001, str. 42-43).

Odgovori na nastale razmere so začeli prihajati vse od začetka devetdesetih, tako s strani upraviteljev infrastrukture kot s strani regulatorjev in evropskih integracijskih institucij. Privatni sektor je pri spremembah ustaljene ureditve ravnal predvsem v skladu z lastnimi ekonomskimi interesi. Klirinški in poravnalni sistemi so namreč pretežno v zasebni lasti in kot taki delujejo s profitnim motivom. Javni sektor se je na razmere sprva odzival le s pripravo analiz nastalih razmer in bolj ali manj ambicioznih načrtov o vzpostavitvi učinkovitejšega sistema za podporo čezmejnih transakcij. Zaradi nezadovoljivih rezultatov so postajale reakcije evropskih integracijskih institucij in regulatorjev vse ostrejše in danes predstavljajo verodostojno napoved o spremembi podobe klirinško-poravnalnega in trgovalnega segmenta. Odgovor privatnega sektorja ni izostal, vendar se zdi, da dobivajo težnje po izboljšanju učinkovitosti klirinško-poravnalnega sektorja vse opaznejši prizvok ostrega merjenja moči z uporabo političnih vzvodov moči.

Zametke harmonizacijskih procesov v evropski klirinški in poravnalni infrastrukturi tako zasledimo od objave CPSS-IOSCO<sup>4</sup> priporočil, ki še danes veljajo za globalno sprejeta merila za zagotavljanje učinkovitosti in varnosti klirinških in poravnalnih procesov (Recommendations for Securities Settlement Systems CPSS-IOSCO, 2001). Kljub uveljavitvi priporočil pa je bila že omenjena neučinkovitost evropske po-trgovalne infrastrukture pri čezmejnih poslih dovolj pomemben znak, da evropski po-trgovalni sektor deluje po nekaterih edinstvenih principih, ki odražajo zgodovinsko pogojene mnogotere smeri razvoja nacionalnih pravnih sistemov, trgovalnih in po-trgovalnih praks, fiskalnih ureditev, nadzorniških praks, ipd.

Z namenom čim prej dohiteti ameriški nivo mobilnosti kapitala, je bila leta 2000 z mandatom Sveta finančnih ministrov članic EU ustanovljena ekspertna skupina *The Committee of Wise Men* z nalogo priprave analize ovir za integracijo evropskih finančnih trgov ter predlogov za spremembe v evropskem pravnem okvirju (Final Report of the Committee of Wise Men on

---

<sup>2</sup> ECSDA je kratica za *European Central Securities Depositories Association*.

<sup>3</sup> Omenjene organizacije so hkrati tudi podpisnice Kodeksa ravnanja. Združenje ECSDA ima sicer 51 članov, ki delujejo na geografskem področju Evrope (vključujoč Rusijo).

<sup>4</sup> Priporočila sta pripravili združenji IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*) ter CPSS (*Committee on Payment and Settlement Systems*).



the Regulation of European Securities Markets, 2001). Temeljna ugotovitev skupine v leta 2001 objavljenem poročilu je bila, da slednji ne zagotavlja dovolj hitro prenašanje direktiv v nacionalne zakonodaje in omogoča nekonsistentno obravnavo problematik med nacionalnimi regulatorji trga vrednostnih papirjev. Na podlagi priporočil skupine je bilo kasneje tudi ustanovljeno Evropsko združenje nadzornikov trgov vrednostnih papirjev (v nadaljevanju CESR<sup>5</sup>), ki je zadolženo za konsistentnejši prenos evropskih direktiv pripravljenih na podlagi omenjenega akcijskega načrta v nacionalne zakonodaje. Hkrati pa je bilo v poročilu prvič resneje javno izpostavljena teza, da zasebni sektor sam najverjetneje ni sposoben vzpostaviti učinkovite vseevropske klirinške in poravnalne infrastrukture.

Z odgovorom na zaskrbljujoče razmere se je nemudoma odzvala Evropska komisija in še istega leta naložila nalogo Giovanninijevi skupini<sup>6</sup> za pripravo analize ovir povezanih s klirinško in poravnalno infrastrukturo, ki ovirajo čezmejne transakcije z vrednostnimi papirji v Evropski uniji. Skupina je pripravila dve poročili, ki predstavljata referenco za vsa evropska prizadevanja za izboljšanje učinkovitosti klirinško-poravnalne infrastrukture. V prvem poročilu je bila predstavljena infrastruktura za kliring in poravnave v članicah unije, različni načini podpore čezmejnimi transakcijam, z njimi povezana tveganja in seznam petnajstih identificiranih ovir za razmah čezmejnega trgovanja z vrednostnimi papirji v Evropski uniji (Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union, 2001). Drugo poročilo je orisalo možne scenarije za odpravo ovir predstavljenih v prvem poročilu in razdelilo odgovornost za njihovo odpravo med zasebnim in javnim sektorjem (Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements, 2003). Komisija je leta 2004 ustanovila ekspertno skupino CESAME<sup>7</sup>, ki koordinira in nadzira aktivnosti za odpravo identificiranih ovir.

Kljub jasno opredeljenim oviram in odgovornosti za njihovo odpravo se je izkazalo, da v finančnem sektorju obstaja preveč nasprotujočih si interesov. Brez doseženega soglasja med upravitelji infrastrukture in nacionalnimi regulatorji področij, ki opredeljujejo pravne okvirje za delovanje infrastrukture, so bili vsi naporji za ureditev razmer na nadnacionalni ravni zaman. Do prve uskladitve interesov ponudnikov trgovalnih in po-trgovalnih storitev je prišlo šele leta 2006 ob pobudi Evropske komisije za podpis kodeksa ravnanja, s katerim so se evropske klirinškodpotne družbe, borze vrednostnih papirjev in klirinške hiše (oz. centralne nasprotne strani) poenotile glede zaveze o doseganju ciljev transparentnosti cen, omogočanja nediskriminatornega dostopa med sistemi različnih ponudnikov trgovalnih in klirinško-poravnalnih storitev ter členitve do tedaj bolj ali manj paketno naravnane ponudbe storitev (European Code of Conduct for Clearing and Settlement, 2006). Na ta način naj bi se znatno dvignil nivo preglednosti ponudbe trgovalnih in po-trgovalnih storitev ter njene dostopnosti za investitorje, posrednike in same upravljavce infrastrukture, ki lahko sedaj brez

---

<sup>5</sup> CESR je kratica za *Committee of European Securities Regulators*.

<sup>6</sup> Skupina je bila ustanovljena leta 1996 s primarno nalogo svetovanja Komisiji pri vprašanjih povezanih z integracijo finančnih trgov evroobmočja. Med ožje definirana področja, s katerimi se je skupina ukvarjala je spadalo tudi področje kliringa in poravnave poslov z vrednostnimi papirji. Imenovana je po predsedujočem skupine Albertu Giovanniniju.

<sup>7</sup> CESAME je kratica za *Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Experts' Group*.

diskriminatornih omejitev dostopajo do infrastrukture drugih ponudnikov. Posledično so s tem vzpostavljene razmere za večji razmah konkurence na trgih vrednostnih papirjev. Podpis Kodeksa ravnanja je bil za vse institucije prostovoljen in je hkrati predstavljal bistveno sprejemljivejšo pot, kot pa jo je nakazovala že leta prisotna grožnja po pripravi direktive za klirinško-poravnalni segment (Clearing and Settlement in the European Union – The way forward, 2004).

Popolnoma drugo pot pa je ubrala Evropska centralna banka (v nadaljevanju ECB), ki se je na opozorila, da zasebni sektor sam ni sposoben vzpostaviti učinkovite vseevropske po-trgovalne infrastrukture in s tem podpreti načrt vzpostavljanja enotnega evropskega finančnega trga, odzvala s projektom TARGET2-Securities. ECB in članice Evropskega sistema centralnih bank (v nadaljevanju ESCB) imajo namreč na podlagi Statuta ESCB in ECB pooblastilo za vzpostavitev mehanizmov in regulative za namene omogočanja učinkovitega delovanja klirinškega in plačilnega sistema znotraj Evroobmočja ter v odnosu do drugih držav. S tem bi naj Evrosistem vzpostavil vseevropsko poravnalno platformo, razrešil problem razdrobljene poravnalne infrastrukture in posledično dvignil nivo njene učinkovitosti in stroškovne sprejemljivosti (Target 2 Securities – The blueprint, 2007). Pojem čezmejnih transakcij v Evropski uniji, ki so bile simbol neučinkovitosti in visokih izvedbenih stroškov, bi na ta način izginil, saj bi bili spričo centralizirane poravnalne infrastrukture vsi posli pojmovani kot »domači«. Ob tem pa je potrebno poudariti, da je projekt TARGET2-Securities samo del veliko širše zastavljenega sistema, ki ga tvori v letu 2007 vzpostavljen vseevropski sistem denarne poravnave v realnem času TARGET2 (kot naslednik sistema TARGET) in sistem za upravljanje sredstev iz naslova zavarovanja pri kreditnih operacijah Evrosistema (CCBM<sup>8</sup> in šele napovedan CCBM2<sup>9</sup>). Klub začetnemu odporu do centralizacije poravnalne infrastrukture za posle z vrednostnimi papirji s poravnavo v centralnobančnem denarju pa je predvsem v letu 2009 Evrosistem začel stopnjevati pritisk na evropske klirinškodepotne družbe za prenos procesov poravnav na načrtovano platformo. Videti je, da Evrosistem postopoma prevzema vlogo osrednje figure v evropskem klirinško-poravnalnem segmentu.

Zasebni sektor kljub navidezni brezbržnosti do obravnavane problematike klirinško-poravnalnega segmenta, ki je bil ponekod tudi bogat vir monopolnih zaslužkov, ni ostal brez odgovora na opisano dogajanje. Tako v trgovalnem in v po-trgovalnem segmentu smo priča številnim vertikalnim in horizontalnim povezavam infrastrukture. Omeniti je potrebno zlasti ustvarjanje dveh centrov moči klirinško-poravnalne infrastrukture okrog starih tekmecev, družb Clearstream in Euroclear, ki sta hkrati tudi edini mednarodni klirinškodepotni družbi na evropskih tleh s široko razvejano mrežo povezav z nacionalnimi klirinškodepotnimi družbami. V magistrskem delu namenjam posebno pozornost vzpostavitvi nadsionalne poravnalne platforme klirinškodepotnih družb pod okriljem skupine Euroclear ter skupnemu projektu družbe Clearstream in še sedmih drugih klirinškodepotnih družb, Link Up Markets. Omenjena projekta predstavljata neposreden odgovor na projekt TARGET2-Securities, s

---

<sup>8</sup> CCBM je kratica za *Correspondent Central Banking Model*.

<sup>9</sup> CCBM2 je kratica za *Collateral Central Bank Management*.

katerim Evrosistem skuša na avtoritativen način centralizirati evropsko poravnalno infrastrukturo.

V magistrskem delu namenjam bistven poudarek odzivom in sodelovanju Centralne klirinško depotne družbe d.d. (v nadaljevanju KDD) pri procesih povezanih z integracijo in harmonizacijo slovenske po-trgovalne infrastrukture z evropskimi in globalnimi finančnimi trgi. Opisal in kritično ocenil bom sodelovanje KDD v projektu TARGET2-Securities, njeno vlogo v sistemu TARGET2 in CCBM (ter njeni naslednici CCBM2) ter že storjene in šele načrtovane korake pri povezovanju slovenske infrastrukture s pomembnimi evropskimi klirinško-poravnalnimi sistemi. Prav tako bom podal analize izvedljivosti nekaterih še neudejanjenih razvojnih možnosti KDD v smislu širitve nabora njenih obstoječih temeljnih dejavnosti, kar je s stališča razmeroma majhnega ponudnika klirinško-poravnalnih storitev v evropskem prostoru odločilnega pomena za ohranjanje ustreznega nivoja storitev domačim uporabnikom njenih storitev.

### **Cilj in namen dela ter uporabljene metode preučevanja**

Cilj magistrskega dela je prikazati problematiko neučinkovitosti klirinške in poravnalne infrastrukture v Evropski uniji in poiskati odgovore na vprašanja o ustreznih spremembah, ki jih bodo akterji nastajajočega enotnega evropskega finančnega trga verjetno prisiljeni izvesti v smislu sprememb pravnih ureditev, nadzorniških praks, standardov poveztljivosti in dostopa do infrastrukture, postopkov za obvladovanje tveganj, tržnih praks in horizontalnih ali vertikalnih povezav fragmentirane infrastrukture v kapitalnem in funkcionalnem pogledu.

Prikazal in kritično ocenil bom razkorak med interesi javnega in zasebnega sektorja glede integracije in konsolidacije po-trgovalne industrije, dialog med nastalimi centri moči ter njihove projekte, ki vsak na svoj način in v skladu z lastnimi interesi po obvladovanju in vplivu na kapitalnih trgih generirajo razvoj tega pomembnega motorja evropske gospodarske moči. Še posebej želim predstaviti vlogo ECB, ki širi svojo vlogo vrhovne finančne avtoritete združene Evrope na področje ponudbe podporne infrastrukture trga vrednostnih papirjev, kar v skladu z idejami prostega trga in konkurence ni povsem običajna praksa. Aktualno dogajanje, pospešeno z večkrat izrečenimi kritikami o prepočasnih premikih v smeri harmonizacije po-trgovalnih postopkov in integraciji še vedno preveč razdrobljene infrastrukture, namreč nakazuje vzpostavitev bistveno bolj reguliranega okolja in vzpostavljanja novih učinkovitejših klirinško-poravnalnih mehanizmov kot podpore razmahu čezmejnega pretoka kapitala v Evropski uniji.

Še posebej želim izpostaviti položaj slovenske klirinške in poravnalne infrastrukture, njen trenutni položaj v evropskem prostoru in potrebne korake, ki jih bo morala narediti za uspešno in konkurenčno nudenje storitev izdajateljem vrednostnih papirjev, vlagateljem in posrednikom na evropskem trgu vrednostnih papirjev. KDD kot majhen člen evropske klirinško-poravnalne infrastrukture brez premišljenih strateških potez namreč ne more dolgoročno upati na svoj obstoj, saj se obdobje, v katerem je imela vsaka država svojo lastno podporno infrastrukturo kapitalnega trga, dokončno poslavlja.

Kot prikaz sedanjega stanja v evropski klirinško-poravnalni infrastrukturi je magistrsko delo zasnovano na podlagi gradiv, pripravljenih s strani teles evropskih integracijskih institucij. Mnoge informacije izvirajo iz internih gradiv KDD ali dokumentov pripravljenih v sodelovanju z drugimi institucijami, s katerimi le-ta sodeluje. Pomemben del magistrskega dela predstavlja analiza izvedljivosti nekaterih predstavljenih pobud in strategij, ki imajo lahko pomemben vpliv na prihodnji razvoj klirinške in poravnalne infrastrukture v Sloveniji. Komentarje na obravnavano problematiko sem podal predvsem iz vidika slovenske infrastrukture in nakazal morebitne smeri njenega razvoja in umeščanja v nastajajoč skupni evropski finančni trg.

### **Pregled vsebine poglavij**

V prvem poglavju sem predstavil pomen kliringa in poravnave poslovanja z vrednostnimi papirji, temeljne izvedbene postopke in institucije, ki zagotavljajo infrastrukturo za njihovo izvedbo. Poudaril sem osnovne principe, ki omogočajo učinkovit, varen in stroškovno sprejemljiv pretok kapitala med gospodarskimi subjekti. Opisal sem funkcionalni vidik poslovanja KDD in subjekte klirinško-poravnalne infrastrukture v evropskem prostoru, ki predstavljajo temelj za razvoj učinkovitega enotnega evropskega finančnega trga. Opis klirinško-poravnalne infrastrukture tako predstavlja iztočnico za razpravo o problemu njene neučinkovitosti. Zaradi medsebojne prepletenosti in soodvisnosti postopkov ter jasnejše predstavitve delovanja in procesov spreminjanja klirinško-poravnalnega segmenta sem kratko orisal tudi trgovalni segment kapitalskih trgov.

Drugo poglavje sem namenil predstavitvi problema neučinkovitih in dragih klirinško-poravnalnih postopkov za čezmejne posle z vrednostnimi papirji. Podal sem izsledke nekaterih raziskav, ki poudarjajo kritično stanje opisanega področja. Predstavil sem tudi strategije, ki jih uporabljajo investitorji pri čezmejnih naložbah v vrednostne papirje.

V tretjem poglavju sem predstavil strategije, s pomočjo katerih se institucije javnega sektorja v Evropski uniji spopadajo s problematiko neučinkovitosti klirinško-poravnalnih procesov. Kot sem nakazal, se te bistveno razlikujejo od poti, ki jih ubira privatni sektor. Orisal sem evolucijo strategij javnega sektorja. Obdobje preteklega desetletja je bilo namreč zaznamovano s številnimi projekti za poenotenje klirinško-poravnalnih procesov, katerih rezultati pa povečini niso dosegali pričakovanj. V te razmere je še posebej zavzeto in učinkovito posegla Evropska komisija. Podrobno sem opisal tudi projekte ECB s ciljem vzpostavitve lastnih rešitev za področje poravnalnih aktivnosti evropskega finančnega sistema. Prikazi iz tega poglavja naj torej služijo kot izhodišče za razprave v nadaljevanju magistrskega dela, ki poudarjajo težo privatne iniciative obstoječih evropskih ponudnikov klirinško-poravnalne infrastrukture, vključno z opisom poglobljenih in zelo konkretnih primerov reševanja problematike poslovanja in obstoja slovenske infrastrukture.

V četrtem poglavju sem predstavil vlogo privatnega sektorja, ki v večini evropskih držav nastopa v vlogi ponudnika celotne palete klirinško-poravnalnih storitev, pri reševanju

problematike premalo učinkovite lastne infrastrukture. Morda se na prvi pogled zdi, da so skrbniki infrastrukture tisti, od katerih javni sektor terja rešitev nastale situacije. Pojasnil sem, da prav ponudniki klirinških in poravnalnih storitev že od vzpostavitve infrastrukture na posameznih trgih premoščajo razloge za neoptimalno mobilnost kapitala. Razlogi za to, da vse ovire za učinkovit potek čezmejnih transakcij v Evropi še niso odpravljene torej ne slonijo na nezavzetem delu ponudnikov storitev, temveč se skrivajo v največji meri prav v zelo različnih nacionalnih finančnih, gospodarskih, pravnih, davčnih in drugih sistemih, katerih procesi poenotenja so v Evropi kljub navidezni veliki zagnanosti politikov vse prej kot uspešni. V poglavju sem osvetlil načine, s katerimi ponudniki podporne infrastrukture kapitalskih trgov učinkovito premoščajo ovire za izvedbo čezmejnih poslov z vrednostnimi papirji in aktualne projekte povezovanja razdrobljene infrastrukture.

Poglavje o odzivu slovenske klirinško-poravnalne infrastrukture na spreminjajoče se razmere v širšem evropskem okvirju sem namenil predstavitvi konkretnih vprašanj in iskanju odgovorov, s katerimi se KDD sooča pri reševanju problemov neučinkovitosti klirinško-poravnalnih sistemov, povezovanja slovenske infrastrukture v širše zasnovan organizem skupnega evropskega finančnega trga ter neizbežnega procesa razvoja in nadgradnje obstoječega nabora dejavnosti. Že storjene in potencialne korake sem predstavil v obliki analiz izvedljivosti. Hkrati sem orisal strategije sodelovanja vseh pomembnejših harmonizacijskih projektih, ki se trenutno izvajajo v evropskem prostoru. Pomemben del poglavja je namenjen predstavitvi razlogov za ohranjanje lastne nacionalne klirinško-poravnalne infrastrukture.

## **1 Kliring in poravnava v Sloveniji in Evropski uniji**

Plačilni in poravnalni sistemi predstavljajo pomemben del finančne infrastrukture v tržnih gospodarstvih. S svojim zanesljivim in učinkovitim delovanjem prispevajo k splošni stabilnosti in učinkovitosti gospodarstev. Infrastruktura za izvajanje kliringa in poravnave poslov z vrednostnimi papirji predstavlja tisti del plačilnih in poravnalnih sistemov, ki omogoča izvedbo transakcij z vrednostnimi papirji. Kot taka tvori osnovni mehanizem za delovanje kapitalskih trgov. Kliring in poravnava poslov z vrednostnimi papirji opredelimo kot splet aktivnosti, ki se izvedejo po dejanju sklenitve posla z vrednostnimi papirji. Te aktivnosti zajemajo usklajevanje in potrjevanje pogojev izvedbe posla, izračun obveznosti in terjatev med strankami posla, prevzemanje jamstev za izpolnitev obveznosti iz posla in poravnavo oz. prenos denarnih sredstev ter vrednostnih papirjev med strankami posla (Glossary of terms related to payment, clearing and settlement systems, 2008, str. 4, 18). Posel z vrednostnimi papirji torej ni končan vse dokler nista izvedena kliring in poravnava (Loader, 2002, str. 8). Vsaka stranka v dvostranskem vzajemnem pravnem poslu doseže interes, ki ga s poslom zasleduje, ne takrat, ko je posel sklenjen, temveč šele takrat, ko je posel izpolnjen oz. poravnan. Šele po izvedeni poravnavi lahko kupec vrednostnih papirjev dejansko razpolaga s kupljenimi vrednostnimi papirji in prodajalec z denarnimi sredstvi, prejetimi kot kupnino za prodane vrednostne papirje. Za vse našteje postopke v okviru procesa kliringa in poravnave so bistvenega pomena zanesljivost, učinkovitost in nizki stroški izvedbe.

Zgodovinsko gledano so države vsaka zase razvijale svojo »domačo« trgovalno, klirinško in poravnalno infrastrukturo. V okolju Evropske monetarne unije, kjer je bistvenega pomena možnost neoviranega čezmejnega pretoka kapitala, opisana infrastruktura in izvedbeni postopki pogosto ne zagotavljajo želene učinkovitosti, varnosti in stroškovne sprejemljivosti, po čemer stremijo uporabniki (Tranquillini, 2009, str. 5). Globalizacijski trendi so tudi na področju kapitalskih trgov zahtevali uskladitev delovanja nacionalnih klirinških in poravnalnih sistemov, ki so se v preteklosti tipično razvijali v okolju bolj ali manj zaprtih gospodarstev. Vsak nacionalni sistem je razvil natanko tiste funkcionalnosti, ki jih je zahtevala domača gospodarska, lastniška, finančna, davčna, pravna in druge ureditve. Nacionalni sistemi kliringa in poravnave so v nacionalnih okvirjih povečini zagotavljali visoko raven storitev v pogledih zanesljivosti, učinkovitosti in nizkih stroškov (Tumpel, 2006, str. 2). Čezmejne transakcije pa so zahtevale komunikacijo med omenjenimi nacionalnimi sistemi. Robustnost uveljavljenih klirinških in poravnalnih mehanizmov obsežnih sprememb praviloma ni dovoljevala. Običajno ima vsak izvedbeni postopek podlago v zakonodaji, ki regulira trg vrednostnih papirjev in delovanje gospodarskih družb. Za vsako spremembo omenjenih postopkov je tako potrebno najprej izvesti spremembe v zakonodaji, kar pa se običajno izkaže kot dolg in zapleten postopek z visokimi stroški prilagoditev za vse udeležence kapitalskih trgov.

Infrastruktura, ki podpira delovanje slovenskega kapitalskega trga se je začela razvijati šele pred dvema desetletjema. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev je bila ustanovljena leta 1989 in KDD kot centralna klirinškodopna družba šele leta 1995. Kljub temu, da so klirinški in poravnalni postopki usklajeni z mednarodnimi standardi in prakso, pa je predvsem obseg čezmejnih poslov zelo nizek. Povezave s tujo poravnalno infrastrukturo, ki omogočajo prenos papirjev slovenskih izdajateljev v tujino, so bile vzpostavljene šele leta 2007, medtem ko prenos tujih papirjev v obratni smeri še ni omogočen ([www.kdd.si](http://www.kdd.si)). Opaznejše funkcionalne spremembe KDD so omejene ob problemu majhnosti trga predvsem zaradi zakonskih predpisov, ki natančno opredeljujejo vse operative vidike njenega poslovanja.

Uvedba evra je v evroobmočju pospešila proces konsolidacije trgovalne in klirinško-poravnalne infrastrukture. Konsolidacija se je vršila v smislu integracije sistemov in lastniškega povezovanja. Vendar pa smo bili v preteklih letih priča intenzivnejši konsolidaciji trgovalne infrastrukture, medtem ko po-trgovalni sektor ni doživel tako velikih sprememb (Blue book: Payment and Securities Settlement Systems in the European Union, 2007, str. 61-62). Posledice tega občutijo kupci in prodajalci iz večine evropskih držav, ki so pri izvedbi čezmejnih poslov še zmeraj odvisni od številnih posrednikov. Ti so nujno potrebni zaradi lažjega premoščanja razlik med izvedbenimi postopki nacionalnih klirinško-poravnalnih sistemov, ki delujejo v različnih pravnih in regulatornih sistemih. Čezmejne transakcije tako kljub obsežnim spremembam, opisanim v nadaljevanju, še zmeraj ostajajo bistveno kompleksnejše in dražje v primerjavi z domačimi.

Konsolidacija nacionalnih ali regionalnih borz vrednostnih papirjev je smiselna predvsem iz vidika vzpostavljanja konkurenčnih razmer v trgovalnem segmentu. Učinkovitost konsolidirane infrastrukture in ponudba vrednostnih papirjev širši populaciji potencialnih vlagateljev so bistvene prednosti, ki jih opisan trend prinaša. Ob tradicionalnih borzah vrednostnih papirjev so se v evroobmočju začeli pojavljati tudi alternativni trgovalni sistemi, ki ponujajo podobne storitve. Kot bom v nadaljevanju opisal, to počnejo učinkoviteje in predvsem cenovno ugodneje.

Konsolidacija trgovalne in klirinško-poravnalne infrastrukture je v preteklih letih potekala zelo hitro in pripeljala do razmer, v katerih je izredno težko napovedati prihodnjo podobo infrastrukture. V boju za vpliv na trgu je pričakovati tudi uporabo političnih vzvodov moči in ne le tržnih zakonitosti. Ta pristop je sicer sporen s stališča zagovarjanja pomena proste konkurence, vendar se, kot bom opisal v nadaljevanju, tudi evropske integracijske institucije v svojih dejanjih vse pogosteje odmikajo od v preteklosti sicer striktno poudarjenih načel. Rezultati omenjenih združevanj, prevzemov in povezovanj, ki so bili izvedeni v horizontalni in vertikalni smeri, se kažejo v zmanjšanju števila klirinških družb in klirinškodepotnih družb (Securities trading, clearing, central counterparties, and settlement in EU 25 – an overview of current arrangements, 2005, str. 13). V obdobju od januarja 1999 do maja 2009 se je na območju Evropske monetarne unije število klirinških družb zmanjšalo iz 14 na 7 in število klirinškodepotnih družb iz 23 na 17<sup>10</sup> (Status on Code of Conduct implementation, 2009, str. 3).

Kljub manj izraziti konsolidaciji poravnalne infrastrukture pa je bil velik napredek v smislu učinkovitosti infrastrukture narejen zaradi sodelovanja klirinško-poravnalnih sistemov pri razvoju skupnih informacijsko komunikacijskih omrežij in harmonizacije oz. združevanja operacij. Več nacionalnih klirinškodepotnih družb namreč deluje v skupinah, kot so npr. Euroclear Group in Clearstream International Luxembourg ter tudi na ta način lažje dosega prednosti v smislu t.im. direktnega procesiranja inštrukcij<sup>11</sup> in povezljivosti<sup>12</sup> med sistemi.

### **1.1 Funkcionalni vidik trgovanja, kliringa in poravnav poslov z vrednostnimi papirji**

Kapitalski trgi za svoje normalno delovanje potrebujejo infrastrukturo. Infrastruktura pri tem pomeni pravila za izvedbo postopkov, regulativo ter plačilne in poravnalne sisteme, ki omogočajo prenos vrednostnih papirjev in kupnin med prodajalci in kupci. Za razumevanje izvedbe prenosa vrednostnega papirja med ekonomskimi subjekti je potrebno osvetliti niz funkcionalnosti vzdolž sklopov trgovanja, kliringa in poravnav.

---

<sup>10</sup> Podani podatki se nanašajo na klirinške družbe in (mednarodne) klirinškodepotne družbe, ki so delovale v članicah monetarne unije in so hkrati tudi podpisnice kodeksa ravnanja.

<sup>11</sup> Za to se uporablja angleški izraz »straight through processing« ali kratica STP.

<sup>12</sup> Izraz »povezljivost« uporabljam kot prevod angleškega izraza »interoperability«. Pojem povezljivosti med trgovalnimi, klirinškimi in poravnalnimi sistemi bom podrobneje opisal v poglavju o reševanju problematike neučinkovitosti s strani privatnega sektorja.

### **1.1.1 Trgovanje<sup>13</sup>**

Do izmenjave vrednostnih papirjev med gospodarskimi subjekti pride na trgih vrednostnih papirjev. Poznamo organizirane in neorganizirane segmente trga. Organiziran trg finančnih instrumentov je v skladu z Zakonom o trgu finančnih instrumentov (2006) (v nadaljevanju ZTFI) opredeljen kot večstranski sistem, ki omogoča povezovanje interesov glede nakupa in prodaje finančnih instrumentov v obliki sklepanja pravnih poslov v zvezi s finančnimi instrumenti, ki so uvrščeni v trgovanje po pravilih tega trga. Tak organiziran trg mora za svoje delovanje pridobiti dovoljenje nacionalnega regulatorja trga vrednostnih papirjev<sup>14</sup>. Borzni trg v Sloveniji (kot organiziran trg) upravlja Ljubljanska borza vrednostnih papirjev<sup>15</sup>.

Alternativa borznim poslom so posli sklenjeni na MTF. V skladu z opredelitvijo v ZTFI, MTF ne obravnavamo kot organiziran trg. MTF trgovalne platforme, ki so zakonsko manj regulirane od borznih trgov, pomenijo hudo konkurenco tradicionalnim borzam vrednostnih papirjev. Veliko MTF platform v Evropi so ustanovile velike skrbniške banke, ki so na ta način želele vzpostaviti svojo lastno trgovalno infrastrukturo in s tem doseči manjšo odvisnost od obstoječih trgovalnih načinov. Med MTF in tradicionalnimi borzami poteka tudi oster cenovni spopad. Med najvidnejše ponudnike MTF trgovalnih storitev v Evropski uniji uvrščamo družbo EuroMTS, ustanovljeno leta 1999, ki upravlja mrežo vseevropskih elektronskih trgovalnih platform za trgovanje z državnimi dolžniškimi vrednostnimi papirji ([www.euromts-ltd.com](http://www.euromts-ltd.com)). V okviru matične družbe EuroMTS deluje tudi družba MTS Slovenija, ki upravlja trgovalno platformo namenjeno obveznicam Republike Slovenije. Trenutno je v kotacijo uvrščenih pet izdaj. MTF trgovalne platforme večine ponudnikov so locirane izven evroobmočja (npr. London), vendar pa imajo pomemben delež lastnikov in uporabnikov iz evroobmočja.

Posli z vrednostnimi papirji se lahko sklenejo tudi izven organiziranega trga in MTF. Te posle imenujemo posli preko okenca ali OTC<sup>16</sup> posli. Pri tovrstnih poslih tipično govorimo o bilateralnem razmerju (in poravnavi) med dvema strankama posla, saj v nasprotju z organiziranim trgom nimamo opravka z izvedbo večstranskega pobota. Izvedba teh poslov je običajno regulirana s pravili, ki jih objavi upravitelj infrastrukture za njihovo poravnavo. V Sloveniji poravnalne mehanizme za OTC posle zagotavlja KDD.

### **1.1.2 Kliring in funkcija centralne nasprotne stranke**

Sklenitvi posla z vrednostnimi papirji sledijo po-trgovalni postopki, v okvir katerih tipično uvrstimo kliring in poravnavo. V literaturi zasledimo mnoge definicije teh postopkov. V skladu z definicijo, ki jo v povezavi z obravnavo plačilnih in poravnalnih sistemov uporablja ECB (Glossary of terms related to payment, clearing and settlement systems, 2008), kliring obravnavamo kot procese prenosa, usklajevanja (angl. *matching*) in v nekaterih primerih tudi

---

<sup>13</sup> Zaradi medsebojne prepletenosti in soodvisnosti postopkov ter jasnejše predstavitve delovanja in procesov evolucij po-trgovalne infrastrukture bom kratko orisal tudi trgovalni segment kapitalskih trgov.

<sup>14</sup> V Sloveniji je to Agencija za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ATVP).

<sup>15</sup> V okviru organiziranega trga na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev delujeta borzna kotacija in prosti trg.

<sup>16</sup> OTC je kratica za »*Over the counter*«.



potrditve plačilnih inštrukcij in inštrukcij za prenos vrednostnih papirjev podanih ob sklenitvi posla. Postopke kliringa običajno izvajajo klirinške družbe (oz. centralne nasprotné stranke) ali klirinškodépotné družbe.

Kliring običajno vključuje tudi postopke večstranskega (multilateralnega) pobota terjatev in obveznosti med nasprotnimi strankami več poslov (npr. v okviru posameznega poravnalnega cikla) ter izračun končnih upniško-dolžniških pozicij, potrebnih za izvedbo poravnave. Pobot ima velik pomen pri dvigu likvidnosti na kapitalskih trgih, saj se na ta način zmanjšuje vrednost in število poravnalnih transakcij med tržnimi udeleženci. Večstranski pobot se izvede v skladu s pravili delovanja inštitucije, ki ga opravlja ali pa je predpisan na ravni zakonodaje, ki ureja nacionalni trg vrednostnih papirjev.

Zaradi velikih razlik med izvedbenimi postopki kliringa in poravnav na različnih nacionalnih kapitalskih trgih je v preteklosti predvsem pri čezmejnih poslih prihajalo do zelo zapletenih primerov usklajevanj, ki so bili s stališča obvladovanja tveganj neizpolnitve ali nepravočasne izpolnitve obveznosti iz poslov popolnoma nesprejemljivi. Izkazalo se je namreč, da kljub uporabi principa sočasne izpolnitve obveznosti iz poslov prihaja do velikih razhajanj v postopkih pobotov terjatev in obveznosti. Opisana problematika je bila v pomembni meri rešena konec osemdesetih let<sup>17</sup>, ko je tedanji *Committee on Payment and Settlement Systems* v sodelovanju s predstavniki centralnih bank skupine G-10 in Banke za mednarodne poravnave (*Bank for International Settlements - BIS*)<sup>18</sup> pripravil priporočila, ki so opredelila različne načine večstranskega pobota terjatev pred samo izvedbo poravnav po načelu sočasne izpolnitve obveznosti (*Delivery versus payment in securities settlement systems*, 1992, str. 16-24). Klirinško-poravnalni sistemi tako uporabljajo tri priporočene tipe:

- BIS DVP model 1: Pobot se ne izvaja, saj se vrednostni papirji in kupnina zanje med strankami posla poravnava po bruto principu. Ker se poravnava izvede za vsak posel posebej, prihaja do velikih prenosov denarja in vrednostnih papirjev, kar povečuje tveganje neizpolnitve obveznosti iz poslov in ima negativen vpliv na likvidnost kapitalskih trgov. KDD uporablja ta model pri poravnalnem mehanizmu OTC-DVP<sup>19</sup>.
- BIS DVP model 2: Pobot se izvaja le na strani vrednostnih papirjev, medtem ko se denarni del transakcij poravnava po bruto principu. KDD uporablja ta model pri poravnavi borznih transakcij.
- BIS DVP model 3: Pobot se izvaja na strani vrednostnih papirjev in denarja. Model ima pozitiven vpliv na zmanjšanje obsega prenosov denarja in vrednostnih papirjev. KDD tega modela ne uporablja.

Kliring poslov z vrednostnimi papirji ima velik pomen pri zagotavljanju upravljanja s tveganji, ki se pojavljajo vse dokler ni dosežena dokončnost poravnav. Poravnava posla je

---

<sup>17</sup> Problematika je bila na ravni držav G-10 izpostavljena zlasti v času velikih padcev cen delnic v osemdesetih, ko so se med drugim razkrile pomanjkljivosti v tedanjih poravnalnih praksah.

<sup>18</sup> BIS je kratica za *Bank for International Settlements*. Članice skupine G-10 so bile Belgija, Velika Britanija, Francija, Nemčija, Italija, Japonska, Nizozemska, Švedska, Švica in ZDA.

<sup>19</sup> Gre za poravnavo izvenborznih poslov po principu sočasne izpolnitve obveznosti iz posla (tj. DVP).

namreč dokončna šele ko je izveden postopek končnega prenosa vrednostnih papirjev na račun kupca in prenos kupnine na račun prodajalca<sup>20</sup>. Klirinška družba zaradi upravljanja z omenjenimi tvegani lahko nastopa tudi v vlogi centralne nasprotne stranke. Slednja je v skladu z ZTFI opredeljena kot oseba, ki zaradi poravnave poslov s finančnimi instrumenti, sklenjenimi na organiziranem trgu, na MTF ali zunaj organiziranega trga in MTF v breme lastnega kapitala prevzema odgovornost za izpolnitev obveznosti strank v razmerju do nasprotnih strank teh poslov tako, da v vsakega od slednjih vstopi kot novi prodajalec v razmerju do kupca in kot novi kupec v razmerju do prodajalca. Na ta način se zaveže, da bo v primeru neizpolnitve obveznosti katere izmed strank posla z vrednostnimi papirji poravnala njegove obveznosti v razmerju do upnika. Pri tem je za tržne udeležence bistveno poenostavljeno upravljanje s tveganji neizpolnitve obveznosti nasprotne stranke. Vsak udeleženec ima tako opravka samo z eno nasprotno stranko, saj centralna nasprotna stranka nadomesti vse potencialne nasprotne stranke. Kljub dejstvu, da centralna nasprotna stranka sama po sebi ne zmanjšuje kreditnega tveganja, ki je prisotno na trgu, pa le-tega prenese na subjekt, ki ga je bolje usposobljen nositi.

Uporaba instituta centralne nasprotne stranke z nacionalno regulativo običajno ni predpisana kot obvezen postopek na trgu vrednostnih papirjev. V Sloveniji tržna praksa na pozna funkcije centralne nasprotne strani. Za namene upravljanja s tveganji neizpolnitve obveznosti nasprotne stranke je KDD razvila sorodne mehanizme, ki v smislu uspešnosti in zanesljivosti vsaj enakovredno nadomeščajo klasično funkcijo centralne nasprotne stranke. O možnostih uvedbe funkcije centralne nasprotne stranke v Sloveniji bom podrobneje govoril v poglavju o odzivu slovenske klirinško-poravalne infrastrukture na problematiko neučinkovitosti evropske po-trgovalne infrastrukture.

### **1.1.3 Poravnava**

Postopkom kliringa kot zadnje dejanje v izvedbi posla z vrednostnimi papirji sledi postopek poravnave. Poravnava posla je v skladu z definicijo ECB opredeljena kot dokončen prenos vrednostnih papirjev od prodajalca do kupca in prenos kupnine zanje od kupca do prodajalca (Glossary of terms related to payment, clearing and settlement systems, 2008, str. 18).

Ponudnik poravnalnih storitev običajno upravlja sistem računov imetnikov vrednostnih papirjev oz. centralni register vrednostnih papirjev. Poravnava namreč predstavlja prenose imetij vrednostnih papirjev med računi imetnikov. Načini vodena evidenc imetnikov se zaradi različnih smeri razvoja nacionalnih kapitalskih trgov med seboj precej razlikujejo. Poravnava se lahko v okviru nacionalnega trga izvaja ločeno v več institucijah za različne tipe finančnih instrumentov. Lahko pa ena institucija opravlja poravnave za celoten spekter vrednostnih papirjev. Na kapitalskih trgih z manjšimi obsegi poslov, kar je primer tudi v Sloveniji, lahko ena institucija zagotavlja celoten nabor klirinških in poravnalnih postopkov.

---

<sup>20</sup> Za trenutek, ko je dosežena dokončnost, se šteje že sama iniciacija prenosa na račune končnih prejemnikov in ne nujno dokončen prejem denarja ali vrednostnih papirjev na denarni račun in račun vrednostnih papirjev, ob predpostavki da prenos ni več mogoče prekiniti ali ustaviti.

Poravnave denarnega dela poslov z vrednostnimi papirji lahko potekajo v denarju centralnih bank ali v denarju poslovnih bank. V prvem primeru so denarni računi institucije, ki opravlja poravnalne storitve in preko katerih se pretakajo denarna sredstva namenjena poravnavam poslov z vrednostnimi papirji pri nacionalni centralni banki, medtem ko so v drugem primeru poravnalni računi odprti pri poslovnih bankah. Za namene zanesljivejšega obvladovanja tveganj na območju Evropske monetarne unije predpisuje ECB nacionalnim klirinškodopotnim družbam obvezno poravnavo v denarju centralnih bank. Možnost neizpolnitve ali nepravočasne izpolnitve obveznosti poravnalne banke<sup>21</sup> je v primeru izvedbe postopkov preko centralne banke bistveno manjša kot preko poslovnih bank.

Natančneje bom poravnalno funkcijo in institucije, ki upravljajo poravnalno infrastrukturo, opisal v nadaljevanju poglavja.

## **1.2 Temeljni principi učinkovitega in varnega prenosa vrednostnih papirjev**

Da bi procesi trgovanja, kliringa, poravnav in deponiranja vrednostnih papirjev potekali učinkovito, varno in s čim nižjim tveganjem neizpolnitve obveznosti nasprotne stranke pri poslih z vrednostnimi papirji, je bilo v preteklih desetletjih izvedenih nekaj bistvenih sprememb oziroma posodobitev tako na strani pojavnih oblik finančnih instrumentov kot tudi na z njihovim prenosom povezanih postopkov. Med uvedene izboljšave, ki v veliki meri omogočajo učinkovitost in zanesljivost izvedbe transakcij z vrednostnimi papirji, uvrščam dematerializacijo vrednostnih papirjev, princip sočasne izpolnitve obveznosti iz poslov z vrednostnimi papirji in obstoj centralnega registra vrednostnih papirjev. Predstavil bom tudi njihovo izvedbo v Sloveniji.

### **1.2.1 Dematerializacija in imobilizacija vrednostnih papirjev**

Vrednostni papirji so lahko izdani v materializirani obliki kot fizični certifikati ali v dematerializirani obliki. Z uporabo računalniške tehnologije so se pojavile nove možnosti preprostejšega prenosa pravic iz vrednostnih papirjev kot je bilo to mogoče s fizičnimi prenosi vrednostnih papirjev. Procesi trgovanja, kliringa, poravnav in deponiranja dandanes potekajo povečini visoko avtomatizirano in popolnoma elektronsko. To je mogoče le kadar imamo opravka z dematerializiranimi ali imobiliziranimi vrednostnimi papirji. Dematerializirani vrednostni papirji so izdani v obliki elektronskega zapisa v registrih vrednostnih papirjev. S tem je dosežena nadomestitev papirnega nosilca pravic z elektronskim nosilcem (Plavšak, 1999, str. 23). Imobilizacija vrednostnih papirjev predstavlja deponiranje vrednostnih papirjev, prvotno izdanih v materializirani obliki v instituciji, ki nudi storitve centralnega depozitarja. Tu se informacije o njihovem lastništvu vpišejo na račune imetnikov nematerializiranih vrednostnih papirjev. S tem postopkom je omogočena nadaljnja elektronska poravnava med imetniki računov (Glossary of terms related to payment, clearing and settlement systems, 2008, str. 11).

Dematerializacija vrednostnih papirjev se je najprej pojavila v ZDA (Securities Dematerialization – White Paper, 2000, str. 4). Leta 1968 je *United States Department of the*

---

<sup>21</sup> Za to se uporablja angleški izraz »*Settlement bank failure risk*«.

*Treasury* oblikovala pravila in dovolila prvo izdajo nematerializiranih papirjev . Od leta 1979 naprej so zakladne menice (angl. *Treasury Bills*<sup>22</sup>) izdajali le še v nematerializirani obliki. Dandanes se praktično vse nove izdaje izvedejo v nematerializirani obliki (Draft working document on post-trading activities, 2006, str. 8). Prednosti, ki jih dematerializiran vrednostni papir ponuja tržnim udeležencem v primerjavi z materializirano obliko so predvsem naslednje:

- majhna verjetnost izgube, kraje ali uničenja;
- nižji stroški povezani z deponiranjem in prenosom;
- lažja izvedba poravnave;
- preprosto ugotavljanje pristnosti vrednostnega papirja (oz. pravic iz vrednostnih papirjev);
- hitrejša in zanesljivejša obveščanje lastnikov in imetnikov pravic iz vrednostnih papirjev (tj. obveščanje o korporacijskih dejanjih, izplačilih donosov in drugih upravičenj, itd.).

Zaradi očitnih prednosti, ki jih prinašajo dematerializirani vrednostni papirji, se nekateri poravnalni sistemi izogibajo poravnavam materializiranih papirjev. Strankam pogosto zaračunavajo višja nadomestila za svoje storitve ali zahtevajo plačilo posebnih zavarovanj, ki posrednika razbremenijo s tem povezanih tveganj. Znani so tudi primeri zavrnitve storitev elektronskega načina obveščanja imetnikov materializiranih papirjev.

Prehod v dematerializirano okolje nosilcev pravic je postavil temelje za skrajševanje poravnalnih ciklov in s tem bistveno učinkovitejših premikov kapitala. V preteklosti je obdobje od sklenitve posla do poravnave trajalo tudi do več tednov ali mesecev (CESAME Report, 2008, str. 45). Danes je v svetu uveljavljena dolžina poravnalnega cikla borznih poslov dva ali tri dneve<sup>23</sup>. Hkrati obstajajo tudi poravnalni mehanizmi (predvsem OTC segment) z možnostjo poravnave v realnem času. V slednjem primeru je mogoča takojšnja razpoložljivost vrednostnih papirjev in denarnih sredstev iz naslova kupnine. Dematerializacija in imobilizacija vrednostnih papirjev je danes opredeljena kot standard na globalnih kapitalskih trgih.

V Sloveniji trgovalna in klirinško-poravnalna infrastruktura delujeta v popolnoma dematerializiranem okolju. Pravni temelji dematerializacije so bili postavljeni z objavo Zakona o nematerializiranih vrednostnih papirjih (v nadaljevanju ZNVP) leta 1999. Ta opredeljuje značilnosti nosilca pravic in infrastrukturo za evidentiranje pravic ter njihov prenos. V njem je dematerializiran vrednostni papir opredeljen kot izjava izdajatelja, vpisana v centralni register nematerializiranih vrednostnih papirjev, s katero se izdajatelj zavezuje, da bo izpolnil obveznosti iz vrednostnega papirja osebi, ki je kot zakoniti imetnik vrednostnega papirja vpisana v centralni register (ZNVP, 2007, 2. čl.).

<sup>22</sup> *Treasury Bills* (ali *T-Bills*) so v ZDA izdani kratkoročni državni dolžniški vrednostni papirji z rokom zapadlosti do enega leta.

<sup>23</sup> Poenotenje dolžine poravnalnih ciklov je s stališča problematike neučinkovitosti kliringa in poravnave trenutno v Evropi aktualna tema, s katero se v okviru skupine CESAME2 ukvarja *Harmonisation of settlement cycles working group* ([http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/clearing/cesame2\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/cesame2_en.htm)).

Za prehod na nematerializirano okolje so zlasti pomembna določila ZNVP, ZTFI in Zakona o gospodarskih družbah (v nadaljevanju ZGD) z opredelitvijo izdajateljev, ki morajo vrednostne papirje morajo izdati v nematerializirani obliki. V skladu z ZNVP<sup>24</sup> so bili izdajatelji delnic, izdanih na podlagi zakona o lastninskem preoblikovanju podjetij, ki so kot enega od načinov lastninskega preoblikovanja izvedli javno prodajo ali so imeli na dan izdaje drugega soglasja Agencije Republike Slovenije za prestrukturiranje in privatizacijo po programu preoblikovanja več kot 50 delničarjev ali vpisnikov delnic, dolžni izdati vse delnice v nematerializirani obliki. V skladu z ZTFI<sup>25</sup> morajo izdajatelji s sedežem v Republiki Sloveniji, ki so opravili prvo prodajo vrednostnih papirjev na podlagi javne ponudbe, v zvezi s katero je potrebno objaviti prospekt, ali ki zahteva uvrstitev teh papirjev v trgovanje na organiziranem trgu, mora vrednostne papirje, ki so predmet te ponudbe ali zahteve, izdati kot nematerializirane vrednostne papirje, vpisane v centralni register. Z vstopom Slovenije v evroobmočje je prišla na podlagi Zakona o gospodarskih družbah -1 (v nadaljevanju ZGD-1) v veljavo zahteva po dematerializaciji delnic. V skladu z določili ZGD-1<sup>26</sup> (2006) se materializirane delnice v postopku prehoda na evro zamenjajo z delnicami v nematerializirani obliki. Za zamenjavo je bilo predvideno prehodno obdobje dveh let, ki se je izteklo 31. decembra 2008.

V skladu z navedbami so v Republiki Sloveniji v nematerializirani obliki izdani naslednji vrednostni papirji:

- vrednostni papirji, s katerimi se trguje na Ljubljanski borzi<sup>27</sup>;
- delnice delniških družb s sedežem v Republiki Sloveniji;
- vsi dolžniški vrednostni papirji (tudi instrumenti denarnega trga, katerih izdajatelj je Republika Slovenija);
- vse dolžniški vrednostni papirji izdani s strani bank in podjetij;
- delnice in točke investicijskih skladov, s katerimi se trguje na Ljubljanski borzi.

V okviru evroobmočja ne obstajajo enotna pravila glede dematerializacije vrednostnih papirjev. Prehod v popolnoma dematerializirano okolje je za nekatere države z razmeroma kratko zgodovino delovanja kapitalskih trgov (npr. Slovenijo) neprimerno lažji kot za države, kjer je obseg izdanih materializiranih papirjev velik. Procesi dematerializacije potekajo v vseh članicah, saj to od njih zahtevajo tudi potrebe po vzpostavitvi učinkovite poravnalne infrastrukture za čezmejne posle. Projekt vzpostavitve vseevropske poravnalne infrastrukture TARGET2-Securities s strani Evrosistema tako predvideva le poravnave nematerializiranih in imobiliziranih vrednostnih papirjev.

---

<sup>24</sup> 96. člen ZNVP. To določilo zadeva predvsem izdaje v obdobju od leta 1992 do 2000.

<sup>25</sup> Obveznosti izdajatelja glede izdaje vrednostnih papirjev so opredeljene v 81. členu ZTFI.

<sup>26</sup> Postopek prehoda na evro v delniški družbi je opredeljen v 7. odstavku 695. člena ZGD-1.

<sup>27</sup> V 342. členu ZTFI so opredeljeni posebni pogoji za uvrstitev vrednostnih papirjev v trgovanje na borznem trgu. Če ima izdajatelj sedež v Republiki Sloveniji, morajo biti vrednostni papirji izdani v nematerializirani obliki. Vrednostni papirji izdajateljev izven območja Republike Slovenije so lahko izdani v materializirani obliki, vendar obvezno imobilizirani (v zbirni hrambi v centralnem depozitu).

### **1.2.2 Centralni register nematerializiranih vrednostnih papirjev**

Z dematerializacijo vrednostnih papirjev je bil opredeljen tudi sistem za evidentiranje in prenos pravic iz vrednostnih papirjev. Nadomestitev papirnega nosilca pravic z elektronskim zahteva zaradi zanesljivosti in s tem pravne varnosti vzpostavitev centralnega registra nematerializiranih vrednostnih papirjev kot elektronske podatkovne baze (Plavšak, 1999, str. 27). Centralni register je opredeljen kot centralna informatizirana baza podatkov, v katero se vpisujejo naslednji podatki:

- pravice iz nematerializiranih vrednostnih papirjev;
- vsakokratni (zakoniti) imetniki teh pravic;
- pravice tretjih oseb na vrednostnih papirjih.

Centralni register lahko v Sloveniji vodi centralna klirinškodpotna družba (s tem opravlja funkcijo registrarja). KDD tako vodi Centralni register nematerializiranih vrednostnih papirjev (v nadaljevanju CRVP). CRVP ima status centralnega depoja. Centralni depo (oz. v primeru Slovenije CRVP) predstavlja izhodiščni nivo podatkov o imetništvu vrednostnih papirjev. Na podlagi teh podatkov je mogoče sestaviti delniško knjigo vsakega izdajatelja. Ob centralnem depou poznamo tudi poddepo. To je evidenca imetnikov nematerializiranih vrednostnih papirjev na drugem nivoju. Običajno jo vodijo skrbniki (npr. borznoposredniške družbe, banke, investicijska podjetja in druge osebe). Vpisi v poddepo, za razliko od centralnega depoja, nimajo pravnih učinkov neposredno v razmerju do izdajatelja vrednostnih papirjev in centralnega depozitarja, saj je pravni imetnik opredeljen samo z vpisi v centralni depo.

Regulativa, ki opredeljuje, kdo lahko vodi centralni register v Evropi, ni poenotena. Poleg centralnega depozitarja (v Sloveniji je to KDD) ga v nekaterih državah lahko vodijo tudi druge specializirane institucije. V primeru, da je določena izdaja papirjev vpisana pri več klirinškodpotnih družbah, je za vodenje delniških knjig lahko zadolžena tudi druga specializirana institucija.

V skladu z ZNVP (2006) je vrednostni papir izdan šele z njegovim vpisom v CRVP. Obveznosti izdajatelja iz nematerializiranih vrednostnih papirjev namreč nastopijo šele v trenutku, ko KDD izda nematerializirane vrednostne papirje na način, da v CRVP vpiše podatke o bistvenih sestavinah nematerializiranih vrednostnih papirjev in papirje vpiše na račune imetnikov v skladu z nalogom za izdajo.

### **1.2.3 Sočasna izpolnitev obveznosti iz poslov z vrednostnimi papirji**

Pravna varnost kupcev in prodajalcev pri poslih z vrednostnimi papirji predstavlja pomembno podlago za razvoj učinkovitega domačega in še zlasti čezmejnega trgovanja z vrednostnimi papirji. Poravnalni postopki v zvezi s posli bi naj potekali tako, da se kar najbolj zmanjša t.im. tveganje izgube glavnice oz. kreditno tveganje nasprotne stranke.

Poravnava posla z vrednostnimi papirji v osnovni obliki vključuje štiri preknjižbe. To so vpis vrednostnih papirjev v breme prodajalca in v dobro kupca ter vpis kupnine v breme kupca in v

dobro prodajalca. V idealnih pogojih in z najmanjšo mero tveganja bi se poravnava izvedla ob sočasni izvedbi prenosov denarja in papirjev. V praksi je v organizacijskem smislu simultanost prenosov težko doseči. Ta ugotovitev velja zlasti v primeru čezmejnih transakcij. Običajen razlog je lahko med drugim v tem, da se prenos denarja vrši na računih odprtih v npr. centralnih bankah<sup>28</sup>, medtem ko se prenos vrednostnih papirjev vrši v registrih klirinškodepotnih družb. Poravnalno načelo t.im. sočasne izpolnitve obveznosti iz poslov (v nadaljevanju DVP<sup>29</sup>) bi naj temeljilo na naslednjih predpostavkah opredeljenih s strani združenja ECSDA (ECSDA Cross-border Settlement, 2002, str. 14):

- nobena izmed strani posla v nobenem trenutku istočasno ne poseduje kupnine ali vrednostnih papirjev, ki so predmet transakcije;
- časovni interval med nakazilom vrednostnih papirjev ali kupnine in prejetjem vrednostnih papirjev ali kupnine naj bo čim krajši;
- v tem intervalu naj bodo vrednostni papirji in kupnina v posesti klirinškodepotne družbe, ki z njimi razpolaga le z namenom izvršitve prenosov med strankami posla.

Zaradi učinkovitega zmanjšanja tveganja izgube glavnice<sup>30</sup> se DVP poravnava obravnava kot standardni postopek pri izvedbi poravnav borznih, kakor tudi izvenborznih poslov z vrednostnimi papirji. V skladu z določili ZTFI (2006) mora biti poravnalni sistem za poravnavo borznih poslov organiziran tako, da poravnalni informacijski sistem klirinškodepotne družbe in vsebina medsebojnih pravic in obveznosti članov tega sistema zagotavljajo uresničitev načela sočasnosti prenosa vrednostnih papirjev in kupnine zaradi izpolnitve posameznega borznega posla na način, da nobena stranka posla ni izpostavljena tveganju izgube vrednosti predmeta posla zaradi neizpolnitve nasprotne stranke. KDD svojim članom omogoča tudi uporabo poravnalnega mehanizma izvenborznih poslov z uporabo načela sočasne izpolnitve obveznosti iz poslov.

### **1.3 Slovenska klirinško-poravnalna infrastruktura in njen funkcionalni vidik**

KDD je bila ustanovljena leta 1995 kot prva in edina ustanova, ki opravlja storitve kliringa in poravnav obveznosti iz poslov z vrednostnimi papirji ter vodenja centralnega registra imetnikov nematerializiranih vrednostnih papirjev v Republiki Sloveniji ([www.kdd.si](http://www.kdd.si)). Ustanovitelji in delničarji KDD so banke, borznoposredniške družbe, družbe za upravljanje, državni skladi, izdajatelji in drugi<sup>31</sup>.

Na podlagi pridobljenega dovoljenja Agencije za trg vrednostnih papirjev je KDD pooblaščen za opravljanje dejavnosti centralne klirinškodepotne družbe. Zakonski viri za ustanovitev in delovanje KDD so naslednji:

- Zakon o trgu finančnih instrumentov (ZTFI);

<sup>28</sup> V tem primeru govorimo o poravnava poslov z vrednostnimi papirji v centralnobančnem denarju. Kot alternativa temu načinu obstaja tudi poravnava v denarju poslovnih bank, pri čemer so denarni poravnalni računi odprti pri poslovnih bankah.

<sup>29</sup> DVP je kratica za *Delivery versus Payment*.

<sup>30</sup> Za to vrsto tveganja se uporablja angleški izraz »*principal risk*«.

<sup>31</sup> Delniška knjiga KDD na dan 31.12.2008 kaže naslednje lastniške deleže: banke – 24,2%, borzno-posredniške družbe – 1,9%, državni skladi – 24%, družbe za upravljanje 31,5% in ostali – 18,3% ([www.kdd.si](http://www.kdd.si)).

- Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih (ZNVP);
- Zakon o prevzemih (ZPre-1);
- Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje -1 (v nadaljevanju ZISDU-1).

Podrobnejše opredelitve funkcij KDD in izvedbenih postopkov se nahajajo v Pravilih poslovanja KDD in zbirki Navodil KDD.

Dejavnosti klirinškodpotne družbe v Sloveniji so natančno opredeljene v ZTFI<sup>32</sup>. Nabor dejavnosti se med državami razlikuje kar, kot bom pojasnil v nadaljevanju, vpliva na prilagodljivost in konkurenčne prednosti posamezne družbe v procesu evolucije klirinško-poravnalne infrastrukture v Evropski uniji. KDD za svoje člane, izdajatelje in imetnike vrednostnih papirjev opravlja naslednje storitve povezane z nematerializiranimi vrednostnimi papirji vpisanimi v centralni register KDD:

- storitve vodenja centralnega registra nematerializiranih vrednostnih papirjev (izdaja, izbris in zamenjava nematerializiranih vrednostnih papirjev, vodenje delniških knjig za izdajatelje,...);
- skrbniške storitve v zvezi s korporacijskimi dejanji izdajateljev;
- skrbniške storitve v zvezi s prevzemi;
- storitve upravljanja poravnalnega sistema za poravnavo borznih poslov;
- storitve v zvezi z zagotavljanjem izpolnitve obveznosti iz izvenborznih poslov z vrednostnimi papirji;
- druge storitve v zvezi s poslovanjem z nematerializiranimi vrednostnimi papirji, izpolnjevanjem obveznosti in uveljavljanjem pravic iz vrednostnih papirjev.

Razen teh storitev KDD ne sme opravljati nobenih drugih storitev. KDD torej z zakonskimi pooblastili opravlja funkcije:

- poravnalnega in klirinškega sistema;
- centralnega depozitarja;
- registrarja.

Poravnalno funkcijo KDD opravlja na podlagi zagotavljanja sistema za poravnavo borznih transakcij. V Skladu z ZTFI (2007) se borzne transakcije morajo poravnovati v klirinškodpotni družbi. Borzni posli se poravnajo v enem poravnalnem ciklu dva dni po sklenitvi posla z uporabo načela sočasne izpolnitve obveznosti (tj. DVP) v skladu z modelom »BIS DVP Model 2«, ki ga predpisuje Banka za mednarodne poravnave. Pri tem se vrednostni papirji poravnajo po bruto principu, medtem ko se na denarnem delu izvede večstranski pobot. KDD zagotavlja tudi mehanizme za poravnavo OTC transakcij. Pri tem gre tako za transakcije, pri katerih se hkrati prenašajo vrednostni papirji in kupnina (izvenborzni poravnalni mehanizem OTC-DVP), kakor tudi transakcije s prenosom samo vrednostnih papirjev (izvenborzni poravnalni mehanizem OTC-FOP<sup>33</sup>).

<sup>32</sup> Zakon ne omejuje števila družb.

<sup>33</sup> FOP je kratica za *Free of Payment*, tj. prenos vrednostnih papirjev brez nakazila kupnine.



#### 1.4 Klirinška in poravnalna infrastruktura v Evropski uniji

Klirinška in poravnalna infrastruktura nekaterih razvitejših držav Evropske unije se po institucionalni in funkcionalni ravni nekoliko razlikuje od slovenske. V Sloveniji so praktično vse po-trgovalne aktivnosti še vedno v domeni ene klirinškodepotne družbe – KDD. Glede na to, da so se kapitalski trgi s podporno infrastrukturo v različnih državah začeli razvijati v različnih časovnih obdobjih in da je bila dinamika njihovega razvoja zelo neenotna, se podobe nacionalne klirinško-poravnalne infrastrukture precej razlikujejo. Institucije kot ponudnice klirinških in poravnalnih storitev so naslednje (Improving clearing and settlement - benefits for an integrated market, 2003, str. 2):

- klirinške družbe: Tipično ponujajo klirinške storitve, vendar lahko nastopajo tudi v funkciji centralne nasprotne stranke. V kolikor nastopajo le kot klirinške družbe, njihove storitve tipično obsegajo izračun medsebojnih terjatev in obveznosti iz poslov med strankami. V kolikor pa nastopajo v obeh vlogah, se umestijo med nasprotne stranke posla in nastopajo kot nov kupec za prodajalca in kot nov prodajalec za kupca. S tem nase prevzamejo tveganje neizpolnitve obveznosti strank posla z vrednostnimi papirji<sup>34</sup>. Hkrati pa izvajajo tudi pobot terjatev in obveznosti ter izračun končnih pozicij, ki se bodo poravnale v odnosu klirinške družbe do njenega poravnalnega člana. V državah, kjer je kapitalski trg manj razvit oz. je obseg transakcij relativno nizek, lahko funkcijo klirinške družbe in centralne nasprotne strani prevzame tudi klirinškodepotna družba<sup>35</sup>.
- centralne klirinškodepotne družbe: Njihova temeljna funkcija je zagotavljanje poravnalnih storitev. Ob tem imajo običajno še notarsko in skrbniško funkcijo. Kljub temu, da imajo nekatere tudi dovoljenje za opravljanje bančnih poslov, jih ne obravnavamo kot banke. Ker jih s stališča zagotavljanja temeljne infrastrukture za delovanje kapitalskih trgov obravnavamo kot sistemsko pomembne institucije, so običajno pod nadzorom regulatorja oz. agencije za nadzor trga vrednostnih papirjev ali nacionalne centralne banke. Dostop do storitev klirinškodepotnih družb (ter posredno tudi povezav med borzami vrednostnih papirjev, klirinškimi družbami, centralnimi nasprotnimi strankami, depozitarji) za izdajatelje, investitorje, posrednike in druge uporabnike naj bi bil v skladu z evropsko idejo o učinkoviti in poceni klirinško-poravnalni infrastrukturi brez nepotrebnih birokratskih ovir ter na najvišjem nivoju varnosti in zanesljivosti. Poravnava denarnega dela poslov z vrednostnimi papirji klirinškodepotne družbe običajno zagotavljajo preko poravnalnih računov odprtih pri nacionalni centralni banki<sup>36</sup>.

<sup>34</sup> Funkcija centralne nasprotne stranke se običajno uporablja kot instrument obvladovanja tveganj neizpolnitve obveznosti pri borznih poslih, vendar je v nekaterih sistemih v uporabi tudi pri izvenborznih transakcijah. Izvajanje (in prav tako dopustnost izvajanja) funkcije centralne nasprotne stranke je običajno zakonsko regulirano.

<sup>35</sup> To je odvisno od zakonskih možnosti. V Sloveniji klirinškodepotna družba v skladu z ZTFI (2007) na sme prevzemati funkcije centralne nasprotne stranke ali se na drug način izpostavlja kreditnemu tveganju.

<sup>36</sup> Pravimo, da na ta način klirinškodepotna družba zagotavlja poravnavo denarnega dela poslov z vrednostnimi papirji v centralnobančnem denarju.

- mednarodne centralne klirinškodepotne družbe: Razvile so se iz poravnalnih sistemov za čezmejne posle z evroobveznicami<sup>37</sup>. Danes opravljajo funkcijo poravnalnega sistema z dostopom do mnogih nacionalnih trgov preko neposrednih ali posrednih (preko lokalnih posrednikov) povezav za prenos vrednostnih papirjev z lokalnimi centralnimi klirinškodepotnimi družbami. V današnji obliki so se začele pojavljati po letu 2000.
- skrbniki: Ker članstvo v (mednarodnih) klirinškodepotnih družbah za večino investorjev predstavlja prevelike stroške in organizacijske zaplete, se lahko le-ti odločijo za dostop do zgoraj naštetih storitev preko skrbnikov<sup>38</sup>. To so običajno banke, ki uporabnikom nudijo tudi širši nabor storitev, povezanih s premoženjem (tako denarnih sredstev kot imetij vrednostnih papirjev). V primeru, da klirinškodepotna družba zaradi npr. zakonskih omejitev ne more nuditi vseh za investitorje zaželenih storitev, te zagotovijo skrbniki.

Infrastruktura ponudnikov kliringa in poravnav v Evropski uniji je kljub konsolidacijskim trendom še vedno zelo razdrobljena. Obstaja namreč relativno veliko ponudnikov, ki so aktivni le na nacionalni ravni in zgolj nekaj ponudnikov, ki svoje storitve ponujajo v več državah. Mednarodni klirinškodepotni družbi v Evropski uniji sta le dve. To sta Clearstream Banking Luxembourg in Euroclear Bank.

Na območju Evropske unije je v preteklem desetletju potekal intenziven proces konsolidacije klirinške infrastrukture. Samo na območju Evropske monetarne unije se je v obdobju od januarja 1999 do maja 2009 število klirinških družb zmanjšalo iz 14 na 7 in število klirinškodepotnih družb iz 23 na 17 (Status on Code of Conduct implementation, 2009, str. 3). Konsolidacija je bila sicer še intenzivnejša v trgovalnem sektorju. Podlago za konsolidacijo in integracijo infrastrukture evropskega kapitalskega trga je mogoče iskati predvsem v naslednjih dejavnikih:

- Povpraševanje še do pred kratkim le na nacionalni trg usmerjenih investorjev po novih naložbenih možnostih je začelo presegati domačo ponudbo. Ponudba na nacionalnih kapitalskih trgih je prav tako rastla zaradi izvedbe privatizacijskih postopkov, porasta financiranja podjetij z izdajami vrednostnih papirjev, državnega zadolževanja,...
- Razvoj informacijske tehnologije je omogočil mednarodno dostopnost podporne infrastrukture kapitalskih trgov. Večina tradicionalnih borz vrednostnih papirjev je prešla na elektronski način trgovanja in s tem je bila odpravljena nuja po fizični prisotnosti tržnih udeležencev.
- Tržni udeleženci so težili k večanju obsegov poslov zaradi zniževanja stroškov, kar je prispevalo k večji likvidnosti finančnih instrumentov in koncentraciji poslov na le določene vstopne točke do kapitalskih trgov.

<sup>37</sup> Ti so se pojavili v šestdesetih letih.

<sup>38</sup> Skrbniki so v tem primeru člani klirinškodepotnih družb.

- Želja po vzpostavitvi enotnega evropskega finančnega trga je bila še okrepljena s predstavitvijo akcijskega načrta za poenotenje finančnih storitev v okviru Evropske unije, ki je postavil temelje za integracijo trga finančnih storitev<sup>39</sup>.
- Uvedba skupne evropske valute je dala še dodaten zagon konsolidacijskim in integracijskim trendom.

Konsolidacija infrastrukture je potekala na horizontalni in vertikalni ravni. Horizontalni model povezav predstavlja povezave infrastrukture, ki nudi podoben tip storitev (npr. povezave med klirinškodopotnimi družbami). Vertikalne povezave pa so dosežene s povezovanjem trgovalne, klirinške in poravalne infrastrukture. Medtem, ko je bila konsolidacija še posebej izrazita znotraj državnih meja, pa smo bili priča tudi številnim povezavam na mednarodni ravni (Securities trading, clearing, central counterparties, and settlement in EU 25, 2005, str. 13).

## **2 Problem neučinkovitosti klirinške in poravalne infrastrukture v Evropski uniji**

Na razvoj evropskega gospodarstva ima velik vpliv sposobnost in intenzivnost izvajanja gospodarskih aktivnosti med članicami. To je s strani vsake države določeno na podlagi regulative in drugih predpisov ter usmeritev, ki jih vladni organi podajajo na načine, ki koristijo predvsem nacionalnim gospodarstvom in hkrati bolj ali manj evropskemu gospodarstvu kot celoti. Le uspešna koordinacija nacionalnih usmeritev pa lahko pripomore k uresničitvi evropske ideje o prostem pretoku kapitala, blaga, storitev in ljudi. Na finančnem področju je Evropa doživela največji integracijski premik z uvedbo enotne valute in enotne monetarne politike. Enotna monetarna politika je članicam Evropske monetarne unije odvzela diskrecijsko pravico po lastnem uravnavanju vzvodov monetarne oblasti. Enotna valuta pa je odpravila valutna tveganja pri čezmejnih gospodarskih aktivnostih in tako začrtala meje nastajajočega enotnega evropskega finančnega trga.

Da bi enoten finančni trg lahko zaživel in razvil vse svoje potenciale, je bil s strani Evropske komisije sprejet akcijski načrt (*Financial Services Action Plan*), ki je začrtal pravila, po katerih naj bi se ravnala evropska finančna industrija (Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union, 2001, str. 1-2). Slednja omogoča alokacijo kapitala in tveganj v gospodarstvu ter na ta način tudi učinkovito izvedbo drugih gospodarskih aktivnosti. Za to pa je potrebna kompleksna podporna infrastruktura v obliki pravnega reda, pravil, plačilnih sistemov in sistemov za izmenjavo finančnega premoženja.

Del te infrastrukture je namenjen podpori trgom vrednostnih papirjev. Da bi ti delovali optimalno, je poleg trgovalne infrastrukture potrebna tudi učinkovita klirinška in poravalna infrastruktura. Posel z vrednostnimi papirji namreč ni dokončan vse dokler se ne izvrši dokončen prenos vrednostnih papirjev od prodajalca do kupca in prenos kupnine od kupca do prodajalca. Ta infrastruktura naj bi zagotavljala učinkovit in varen prenos vrednostnih

---

<sup>39</sup> O akcijskem načrtu bom več govoril v poglavju o reševanju problematike neučinkovitosti klirinško-poravalne infrastrukture s strani javnega sektorja.

papirjev (oz. lastništva nad njim) med prodajalcem in kupcem. Izvedba kliringa in poravnav poslov običajno zahteva prisotnost posrednikov, ki kupcu in prodajalcu omogočajo dostop do storitev institucij, ki upravljajo trgovalno in po-trgovalno infrastrukturo. Na nacionalnem nivoju so postopki kliringa in poravnav, kakor tudi pravna ureditev trga vrednostnih papirjev, nadzor, davčna regulativa, komunikacijski standardi, tržna praksa in drugi dejavniki običajno za vse udeležence enaki. V primeru čezmejnih transakcij pa imamo opraviti z zelo različno regulativo in tržno prakso, ki naredi postopke medsebojne komunikacije med klirinškimi in poravnalnimi sistemi zelo kompleksne. Te razlike imajo izvor v različnih smereh in dinamikah razvoja nacionalnih kapitalskih trgov, ki so se razvijali vsak v skladu z nacionalnimi gospodarskimi, monetarnimi, fiskalnimi, nadzorniškimi in nenazadnje tudi političnimi potrebami.

Mnenje stroke glede potrebe po konsolidaciji klirinških in poravnalnih sistemov je deljeno in se je v preteklem desetletju zelo spreminjalo. Kljub bistveno intenzivnejšim konsolidacijskim trendom v trgovalnem sektorju v primerjavi s po-trgovalnim pa je treba upoštevati mnenje, da bi konsolidacija klirinško-poravnalne infrastrukture bolj verjetno doprinesla k znižanju stroškov pretoka kapitala v primerjavi s konsolidacijo trgovalnih platform, s čimer bo tudi v bistveno večji meri pripomogla k oblikovanju enotnega evropskega trga finančnih storitev (Securities trading, clearing, central counterparties, and settlement in EU 25 – An overview of current arrangements, 2005, str. 14-15).

## **2.1 Stroški razdrobljene klirinško-poravnalne infrastrukture**

Oblikovanje enotnega evropskega finančnega trga je eden najpomembnejših nedokončanih projektov Evropske unije. Ovirajo ga okoren zakonodajni aparat, politična nesoglasja in predvsem interesno-lobistični pritiski akterjev, tako tistih, ki imajo koristi od obstoječe razdrobljenosti infrastrukture, kot tistih, ki vidijo prihodnost v popolnoma centraliziranem vseevropskem klirinško-poravnalnem sistemu.

Nedokončanost projekta ima za evropsko ekonomijo dve pomembni posledici. V prvi vrsti omejuje sposobnost Evropske unije učinkovito konkurirati ZDA, kjer so bili v zadnjem desetletju delniški trgi ključnega pomena za ekonomski uspeh. Kot navaja Murray (2001, str. 12-14), je bila v državah evroobmočja skupna kapitalizacija delniških trgov izražena kot delež BDP le polovico tiste v ZDA. Ker se evroobmočje za poslovno financiranje še vedno v veliki meri zanaša na bančna posojila, so njegova bančna sredstva (angl. *bank assets*) znašala 175% BDP v primerjavi z 99% v ZDA. Druga posledica se kaže v tem, da Evropska monetarna unija še vedno ni deležna vseh prednosti skupne valute. Dodatni stroški v čezmejnem trgovanju s finančnimi instrumenti tako jasno nakazujejo neučinkovito alokacijo kapitala. Kot kažejo raziskave Giovanninijeve skupine, je v povprečju prihodek na čezmejno transakcijo v sistemih mednarodnih klirinškodpotnih družb kar 11-krat večji kot prihodek lokalne klirinškodpotne družbe iz vrednostno enake lokalne transakcije. To pomeni, da na strani investitorjev čezmejna transakcija v povprečju povzroča kar 11-krat večje stroške v primerjavi z domačo. (Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union, 2001, str. 1). Na podlagi tega sklepam, da bi vsaka uspešno izvedena reforma, ki bi prispevala

k lažjemu dostopu evropskih podjetij do cenejšega kapitala, imela pomemben vpliv na dolgoročno evropsko gospodarsko rast.

Kljub številnim raziskavam, posvečenim stroškom po-trgovalnih procesov, ki so povečini kazale na izredno visoke stroške čezmejnih transakcij v primerjavi z domačimi ali v primerjavi s primerljivimi storitvami v ZDA, pa nekatere obstoj ekstremno visokih razlik tudi zanikajo. Lannoo in Levin (2001, str. 1-2) v svoji raziskavi tako navajata, da so razlike v stroških izvedbe kliringa in poravnave čezmejnega posla v ZDA ali Evropski uniji bistveno nižje, kot je to pokazala npr. raziskava Giovanninijeve skupine. Po izvedbi pobota so bili stroški v Evropi le 1,86-krat višji, brez izvedenega pobota pa so bili ugotovljeni 7,75-krat višji stroški<sup>40</sup>. Če bi iz primerjave izključili podatke za mednarodne klirinškodopotne družbe, bi bili stroški pred pobotom le 4,35-krat višji in po pobotu 1,08-krat višji. Nadomestila mednarodnih klirinškodopotnih družb so namreč precej višja od nadomestil nacionalnih klirinškodopotnih družb. Hkrati opozarjata tudi na razlike med popolnoma integrirano infrastrukturo v ZDA in razdrobljeno v Evropski uniji, ki zahteva usklajevanje in komunikacijo med različnimi klirinško-poravnalnimi sistemi pri prenosih vrednostnih papirjev med njimi. Prenosi papirjev v neintegrirani evropski infrastrukturi so torej pričakovano dražji, saj gre pri tem za prenose papirjev med različnimi sistemi. Kljub temu je potrebno opozoriti na zelo oteženo primerjavo med nadomestili za storitve različnih ponudnikov, saj se storitve med seboj bistveno razlikujejo glede na tip finančnega instrumenta, obstoj paketnih (oz. povezanih) storitev, načinov plačila, obsega poslovanja, nivoja članstva, ipd. Raziskava hkrati odkriva višje dobičke evropskih klirinško-poravnalnih sistemov, kar bi ob zaostreni konkurenci lahko pripomoglo k znižanju razlike med nadomestili za izvedbo kliringa in poravnave v Evropi in ZDA. Iz povedanega sledi, da stroški izvedbe po-trgovalnih storitev s strani popolnoma konsolidirane infrastrukture v ZDA le niso občutno višji od stroškov evropske infrastrukture.

Na temo preučevanja visokih stroškov klirinških in poravnalnih storitev pri čezmejnih transakcijah v Evropi je bilo narejenih veliko raziskav. Kot prelomno raziskavo, ki je tudi spodbudila Evropsko komisijo k sprejemu učinkovitejših ukrepov proti problematiki neučinkovitosti klirinško-poravnalne infrastrukture, obravnavam leta 2006 objavljeno raziskavo *Analysis of studies examining European post-trading costs*. Izsledki raziskave govorijo o dva do šest krat višjih stroških po-trgovalnih storitev pri čezmejnih poslih z lastniškimi vrednostnimi papirji v primerjavi z domačimi transakcijami (Draft Working Document on Post-Trading – Analysis of studies examining European post-trading costs, 2006, str. 21-24). To pomeni presežek stroškov čezmejnih transakcij nad domačimi za 15 do 20 evrov. Ocene komisije navajajo agregatne presežne letne stroške evropskih investorjev med 2 in 5 milijardami evrov<sup>41</sup>. Po objavi omenjenega dokumenta je evropski komisar za notranji trg in storitve Charles McCreevy začel pogajanja za pripravo kodeksa ravnanja glede kliringa in poravnave poslova z vrednostnimi papirji.

---

<sup>40</sup> Kot sem navedel zgoraj, raziskava Giovanninijeve skupine navaja 11-krat višje stroške.

<sup>41</sup> Ob tem so bili celotni stroški trgovalnih in po-trgovalnih storitev ocenjeni na 28 milijard evrov.

## 2.2 Načini povezovanja razdrobljene klirinško-poravnalne infrastrukture

Investitorji so se predvsem iz razlogov visokih stroškov, zahtevnosti izvedbe in izpostavljenosti številnim tveganjem redkeje odločali za neposredni nastop na tujih trgih. Običajno so se odločili za enega od posrednih načinov dostopa do lokalne klirinškodepotne družbe na ciljnem tržišču. Sistematizacijo možnih načinov vzpostavitve običajno čezmejnih povezav med klirinško-poravnalnimi sistemi je podala študija *Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union* (2001, str. 8-9). V nadaljevanju opisane načine vzpostavitve čezmejnih povezav ne smemo razumeti kot rigidne, temveč kot dinamične modele, saj so zasnovani tako, da omogočajo znatne spremembe oz. prilagoditve znotraj osnovnega modela, obenem pa še vedno ohranjajo vse lastnosti osnovnih tipov navedenih povezav. Možni načini čezmejnih povezav za namen izvedbe čezmejne poravnave poslov z vrednostnimi papirji so naslednji:

- **neposreden dostop udeleženca do lokalne klirinškodepotne družbe:** Ta način zahteva neposredno članstvo v lokalni klirinškodepotni družbi, kar pa terja prilagoditev vsem zahtevam za članstvo, uporabo predpisane programske opreme za dostop, ureditev dostopa do denarnega poravnalnega sistema, itd. Lokalna zakonodaja je predvsem v preteklosti zaradi zahteve po statusu rezidenta predpisovala tudi ustanovitev podružnice, ki je nato vzpostavila neposredno povezavo do lokalne klirinškodepotne družbe. Zaradi stroškovne in organizacijske zahtevnosti ta način dostopa ni pogosto uporabljen.
- **neposredna povezava posameznih klirinško-poravnalnih sistemov:** Ta način povezovanja je širše znan kot t.im. *ECSDA Network Model*<sup>42</sup> oz. model povezovanja po načelu vsak z vsakim. Značilnost tega modela je, da gre za zelo drag ter tehnološko in pravno kompleksen model<sup>43</sup>. Z vzpostavitvijo take vrste povezave se je z vsakim izmed udeležencev potrebno bilateralno usklajevati glede odprave skupine ovir, ki jih povzročajo nestandardizirane informacijske platforme, različne strukture formatov izmenjanih sporočil med sistemi, različne zakonodaje, različni kriteriji za dostop do sistema, različni davčni predpisi, razlike v obračunavanju ponujenih storitev, ipd. Pri tem gre za celotno skupino znanih oz. značilnih ovir, ki že sedaj močno ovirajo hitrejši, cenejši in učinkovitejši razvoj izvajanja čezmejnih poravnav<sup>44</sup>.

Zaradi zgoraj omenjenih težav model ni posebno razširjen, saj je v modelih drugega tipa, in sicer prek t.im. članstva v mednarodnih klirinškodepotnih družbah (tj. ICSD Euroclear oz. ICSD Clearstream) mogoča zelo učinkovita in cenejša povezava z več lokalnimi klirinško-poravnalnimi sistemi hkrati.

---

<sup>42</sup> Ta tip povezave je znan tudi pod angleškim terminom *Spaghetti link*.

<sup>43</sup> Norman (2007, str. 139) navaja, da kompleksnost in potrebna visoka finančna vlaganja v vzpostavitev mreže povezav izvira predvsem iz predpostavke, da je v času predstavitve ideje o modelu bilo v Evropi 29 nacionalnih klirinškodepotnih družb, kar bi ob predpostavki vzpostavitve popolne mreže povezav zahtevalo približno 800 enosmernih povezav. Stroški vzpostavitve ene povezave so po takratnih ocenah znašali tudi do 10 milijonov evrov, kar nakazuje na potrebo po izredno visokih finančnih vlaganjih. Vzpostavitev vseh povezav v praksi seveda ni ekonomsko upravičena, kar pa hkrati krni možnost čezmejnih poravnav med vsemi navedenimi klirinško-poravnalnimi sistemi.

<sup>44</sup> Podrobnosti teh ovir so predstavljene v poglavju z opisom Giovanninijevih ovir.

Kot je že omenjeno, poravnava preko neposredne povezave pomeni, da sta vpletena samo dva klirinško-poravnalna sistema. Samo procesiranje čezmejne transakcije sestavljajo trije osnovni funkcijski sklopi in sicer:

- sprejem informacije o poslu;
- ujemanje oz. skladnost (angl. *matching*) informacije o poslu;
- poravnava posla (prenos vrednostnih papirjev in denarja).

Sprejem informacije o poslu pomeni sprejem informacije neposredno od udeležencev (v primeru OTC transakcije) ali neposredno od organiziranega trga (v primeru borzne transakcije). Pri poravnavi OTC poslov je zelo pomembna komponenta t.im. ujemanje oz. skladnost informacije o poslu, saj pomaga odpraviti negotovosti povezane s pogojem sklenjenega posla. Zato morata obe stranki v poslu njegove sestavine vselej še enkrat vnesti, da bi se s tem potrdila njihova skladnost (t.j. ali sta obe stranki enako »razumeli« posel). Za posle sklenjene na organiziranem trgu postopka preverjanja ujemanja informacije o poslu pogosto ni potrebno izvesti, ker so podatki o poslih, ki jih klirinško-poravnalni sistemi prejmejo s strani informacijskih sistemov trgovalnih platform, običajno že usklajeni.

Kljub vzpostavitvi neposredne povezave pa je prisotnost posrednikov v nekaterih primerih klub vsemu potrebna zaradi še vedno premalo poenotenega nabora storitev (pri tem gre za vzpostavitev t.im. *operated direct link*), ki jih lokalne klirinškodpotne družbe ponujajo ter zaradi dejstva, da so neposredne povezave vzpostavljene le med tistimi sistemi, kjer se je pokazal zadosten interes potencialnih uporabnikov.

- **posredna povezava posameznih klirinškodpotnih družb preko lokalnega agenta oz. lokalne skrbniške banke:** Zaradi nezadostne učinkovitosti in visokih stroškov vzpostavitve posameznih neposrednih čezmejnih povezav med klirinškodpotnimi družbami se je smotrneje odločiti za t.im. možnost posredne povezave. Predpogoj je, da ima izbrani agent že vzpostavljeno povezavo do mednarodne klirinškodpotne družbe. Tako je preko lokalnega agenta in nadalje preko sistema mednarodne klirinškodpotne družbe omogočen dostop do drugih sistemov lokalnih klirinškodpotnih družb (članic sistema mednarodne klirinškodpotne družbe), kar preprečuje nepotrebno povečevanje števila posamičnih povezav in s tem tudi omogoča znižanje stroškov ob hkratni višji učinkovitosti.

Gre za dokaj razširjen način povezovanja, čigar značilnost je, kot že omenjeno primerjalno, precej nižja cena same vzpostavitve povezave ob relativno znatno višji učinkovitosti glede na v predhodni alineji opisan model neposredne povezave posamičnih klirinško-poravnalnih sistemov. Čezmejna poravnava poslov preko opisanega tipa povezave načeloma omogoča klirinškodpotni družbi dostop do vrednostnih papirjev v kateri koli drugi državi skozi t.im. verižno povezavo. Obenem

pa se izognemo nepotrebnemu povečevanju števila posameznih bilateralnih povezav in z njimi povezanimi stroški.

Natančneje gledano sta v konkretno opazovanem načinu povezovanja vedno vsebovani najmanj dve oz. tri neposredne povezave, in sicer:

- med prodajalčevo klirinškodepotno družbo in lokalnim agentom (npr. lokalna skrbniška banka);
- med lokalnim agentom (npr. lokalna skrbniška banka) in mednarodno klirinškodepotno družbo;
- med mednarodno klirinškodepotno družbo in kupčevo klirinškodepotno družbo (ali njegovim agentom).

Tako kot je običajno za neposredne bilateralne povezave ima:

- prodajalčeva klirinškodepotna družba odprt fiduciarni račun pri lokalnem agentu in obratno;
- lokalni agent odprt fiduciarni račun pri mednarodni klirinškodepotni družbi in obratno;
- kupčeva klirinškodepotna družba odprt fiduciarni račun pri mednarodni klirinškodepotni družbi in obratno.

Hkrati je potrebno izpostaviti, da je dostop preko lokalnega agenta je smiselno le, če ta nudi nerezidentom celoten nabor poravnalnih, bančnih in skrbniških storitev ter ustrezno podporo na davčnem področju in pri izvedbi korporacijskih dejanj<sup>45</sup>.

- **posredna povezava posameznih klirinškodepotnih družb preko globalnega agenta oz. globalne skrbniške banke:** S takšnim načinom povezovanja si klirinškodepotna družba prek povezave doma ali v tujini z izbranim globalnim agentom (npr. globalna skrbniška banka) lahko zagotovi povezavo na vseevropske klirinško-poravnalne sisteme (npr. sistem mednarodne klirinškodepotne družbe). Tako je preko globalnega agenta in nadalje mednarodne klirinškodepotne družbe omogočen dostop do drugih klirinško-poravnalnih sistemov članov slednje, kar kot že omenjeno preprečuje

---

<sup>45</sup> Obenem pa velja izpostaviti, da tudi tak model absolutno gledano (tudi v slovenskem primeru) ni učinkovit, saj bi naložbeniki, ki bi uporabljali storitve čezmejnih poravnav ponujene prek npr. KDD, kaj hitro ugotovili, da jim enako oz. širšo paleto storitev (poleg omogočanja izvajanja čezmejnih poravnav poslov še izvajanje plačilnega prometa s tujino, investicijsko, pravno in davčno svetovanje, kreditiranje nakupov vrednostnih papirjev, zbiranje izplačil dividend, obresti v imenu in za račun investitorjev, analize trgov v tujini, glasovanje na skupščinah v skladu s pooblastili, ipd,...) v hitrejšem času in z nižjimi stroški ponuja že lokalni agent tj. lokalna skrbniška banka. To pomeni, da bi bilo mogoče v posredniški verigi izpeljave posla KDD sčasoma enostavno izpustiti, saj bi njena provizija pomenila zgolj nepotreben in dodaten transakcijski strošek naložbenikov.

Omenjeni način povezovanja lokalnih agentov oz. skrbniških bank z lokalnimi in mednarodnimi klirinškodepotnimi družbami je značilen tudi za slovenski prostor. Na tak način je omogočeno tako investiranje sredstev slovenskih rezidentov v tuje vrednostne papirje kot tudi nerezidentov v slovenske vrednostne papirje. Prav zaradi obstoja zgoraj opisanega načina povezovanja klirinško-poravnalne infrastrukture je tudi povsem nesmiselno govoriti o kakršni koli izoliranosti Slovenije v smislu neobstoječih (dvosmernih) povezav s tujino, kar bi onemogočalo domačim naložbenikom investiranje v tuje vrednostne papirje in poravnavo sklenjenih poslov ter obratno.



nepotrebno povečevanje števila posamičnih povezav in s tem znižuje stroške, obenem pa zvišuje učinkovitost.

Tak način povezovanja je skorajda identičen tistemu opisanemu pod prejšnjo točko, saj je lokalni agent oz. lokalna skrbniška banka iz te točke običajno zgolj lokalni skrbnik (ang. *sub-custodian*) globalnega agenta oz. globalne skrbniške banke ter s tem le del njegove širše skrbniške mreže. Preostale značilnosti (tok potrebnih sporočil za izvedbo čezmejnih poravnav sklenjenih poslov, učinkovitost,...) takega načina povezovanja so smiselno povsem enake prej opisanim.

S stališča Slovenije velja omeniti, da bi se za namen izvajanja poravnave sklenjenih poslov zgornji način povezovanja KDD z enim izmed globalnih skrbnikov lahko uporabil tudi v primeru morebitnega neposrednega dostopa slovenskih borznih članov na tuje organizirane trge oz. s priključitvijo na njihove trgovalne sisteme.

- **posredna povezava posamičnih klirinško-poravnalnih sistemov preko neposrednega članstva v mednarodni klirinškodpotni družbi:** Tak način povezovanja je širše znan kot t.im. *Hubs and Spokes Link Model*<sup>46</sup> (Norman, 2007, str. 138-139). Način povezovanja klirinško-poravnalnih sistemov preko neposrednega članstva v mednarodni klirinškodpotni družbi je trenutno najbolj pogost način povezovanja posameznih lokalnih klirinško-poravnalnih sistemov. Preko omenjenega neposrednega članstva je torej omogočen tudi dostop do drugih klirinško-poravnalnih sistemov članov mednarodne klirinškodpotne družbe, kar še dodatno preprečuje nepotrebno povečevanje števila posamičnih povezav med sistemi in s tem znižuje stroške, obenem pa zvišuje učinkovitost. Velja poudariti, da je tak model tudi znatno cenejši in učinkovitejši kot modeli, opisani v alinejah zgoraj.

Za preučevani tip povezave je običajno značilno obojestransko odprtje fiduciarnega računa povezanih udeležencev, in sicer:

- mednarodna klirinškodpotna družba odpre skrbniški račun pri lokalnem klirinško-poravnalnem sistemu (npr. KDD) pri čemer postane slednji lokalni skrbnik prvega;
- lokalni klirinško-poravnalni sistem (npr. KDD) odpre fiduciarni račun pri mednarodni klirinškodpotni družbi, pri čemer postane slednja globalni skrbnik prvega.

Zaradi pomanjkljivosti, ki izvirajo predvsem iz načinov povezav klirinško-poravnalnih sistemov, opisanih v predhodnih točkah in upoštevajoč dejstvo, da je način

---

<sup>46</sup> S *Hubs and spokes* modelom je Euroclear predvideval piramidno povezavo med centralno povezovalno točko (tj. *hub*), v vlogi katere bi nastopal Euroclear in nacionalnimi klirinškodpotnimi družbami (tj. *spokes*). V skladu s prvotno zamislijo naj bi se mednarodna klirinškodpotna družba ukvarjala z globalnimi izdajami, medtem ko naj bi lokalne klirinškodpotne družbe zadržale odgovornost za lokalne izdaje. Kritike so po njegovi predstavitvi leta 1999 letele predvsem na domnevno pogubno tehniko izčrpavanja lokalnih klirinško-poravnalnih sistemov, ki bi bili v modelu povsem podrejeni centru. Kot primerjavo navajam, da bi v t.im. *Spaghetti model* namreč vsaka nacionalna klirinškodpotna družba za lokalne uporabnike imela funkcijo »hub«.

povezovanja klirinško-poravnalnih sistemov preko neposrednega članstva v mednarodni klirinškodpotni družbi znatno cenejši in neprimerno učinkovitejši od zgoraj naštetih, se je le-ta tudi v praksi izkazala kot edina logična izbira pri vzpostavitvi povezav KDD z vseevropskimi klirinško-poravnalnimi sistemi<sup>47</sup>.

Omenjeni posredniki s svojim dostopom do infrastrukture v različnih državah premoščajo omenjena neskladja. Med kupcem in prodajalcem se še posebej v primeru čezmejnih poslov naniza veriga posrednikov, ki naredi transakcijo skrajno kompleksno, izvedbene postopke pa zapletene in predvsem drage. Zapletenost neposrednega dostopa do tujih trgov pa ne povzročajo samo omenjena neskladja, ampak predvsem tudi zakonodaja in pravila poslovanja klirinških in poravnalnih sistemov, ki so bila v mnogih primerih naravnana tako, da so bolj ali manj prikrito predpisovala uporabo lokalne infrastrukture na trgih, kjer je vrednostni papir izdan, oz. preprečevala vsakršno konkurenco s strani tujih ponudnikov klirinške in poravnalne infrastrukture. Kot ugotavlja raziskava družbe *London Economics* (Securities trading, clearing, central counterparties and settlement in EU 25, 2005, str. 11), evropski investitor običajno nima velike izbire pri odločanju o ponudniku klirinških in poravnalnih storitev na izbranem lokalnem trgu. Vzroki za takšno stanje, ki običajno ni povezano s stopnjo razvitosti nacionalnega kapitalnega trga, so naslednji:

- ponekod obstaja pravna obveza glede uporabe določenega ponudnika klirinških in/ali poravnalnih storitev;
- ponekod kljub morebitnem obstoju več ponudnikov pravila članstva v trgovalni platformi ali klirinški družbi predpisujejo uporabo le določenega poravnalnega sistema;
- ponekod ni predpisana uporaba določenega ponudnika, vendar trenutno v državi obstaja samo en ponudnik posamezne storitve;
- ponekod ni predpisana uporaba določenega ponudnika, vendar ponudniki vežejo svoje kliente s ponudbo le »paketnih« storitev brez možnosti izbire le določene storitve.

Še do pred kratkim je za investitorje le na redkih trgih obstajala dejanska možnost izbire svojega preferenčnega ponudnika storitev<sup>48</sup>. Kljub omejenim možnostim izbire pa je klirinška

---

<sup>47</sup> Omeniti velja, da je v kontekstu povezovanja z vseevropskimi klirinško-poravnalnimi sistemi KDD morala temeljito preučiti predvsem dvojje, in sicer:

- obstoj tržnega interesa oz. povpraševanja izdajateljev in investorjev kot uporabnikov tovrstne povezave;
- ekonomsko smiselnost (t.j. stroškovno upravičenost) vzpostavitve povezave.

Vzpostavitev take vrste povezave namreč za investitorje v primeru Slovenije pomeni zgolj alternativno možnost oz. drugačen način izvajanja čezmejne poravnave sklenjenih poslov. Trenutno stanje je namreč takšno, da so celo manjše slovenske banke že članice ICSD Euroclear in ICSD Clearstream, kar omogoča tako investicije slovenskih investorjev v tuje vrednostne papirje kot tudi izvajanje čezmejnih poravnav teh poslov. Tuji investitorji pa investicije v slovenske vrednostne papirje kot tudi samo izvajanje poravnav takih poslov običajno izvajajo preko svojih posrednikov – skrbniških bank (trenutno ima v Sloveniji prevladujoč položaj predvsem UniCredit Banka Slovenija).

<sup>48</sup> Kot bom opisal kasneje, je pomemben premik pri dostopu do infrastrukture tujih ponudnikov klirinških in poravnalnih storitev prinesla v letu 2007 sprejeta evropska direktiva o trgih finančnih instrumentov (v nadaljevanju MiFID) in v letu 2006 podpisan Evropski kodeks ravnanja glede kliringa in poravnave poslov z lastniškimi vrednostnimi papirji.

in poravnalna infrastruktura na nacionalni ravni v članicah Evropske unije učinkovita in stroškovno ugodna. Medtem, ko je nacionalna klirinška in poravnalna infrastruktura v večini članic že konsolidirana, pa razdrobljenost infrastrukture na evropski ravni še vedno predstavlja največjo oviro za pretok kapitala (Improving clearing and settlement - benefits for an integrated market, 2003, str. 1).

Da cilj vzpostavitve učinkovite infrastrukture še ni dosežen, je posledica zelo različnih pogledov na načine reševanja problematike, saj ima vsak pristop tako pozitivne kot tudi negativne učinke na vsakega udeleženca. V naslednjih poglavjih bom podal poglobljeno predstavitev in analize konsolidacijskih in harmonizacijskih projektov v Evropski uniji.

### **3 Vzpostavljanje nadzora nad klirinško-poravnalno infrastrukturo in reševanje problematike njene neučinkovitosti s strani javnega sektorja**

#### **3.1 Pregled nekaterih globalnih poskusov harmonizacije in postavljanja standardov v klirinško-poravnalnih sistemih**

Vzpostavitev enotnega trga vrednostnih papirjev v Evropski uniji je ena izmed prioritetenih področij delovanja evropskih integracijskih institucij. Neoviran pretok kapitala je namreč eden temeljnih idej obstoja Evropske unije. Omogoča nižje cene kapitala, širši izbor produktov oz. instrumentov finančnih trgov, večje možnosti za razvoj konkurence, kar vodi v inovacije in omogoča rast tudi na dolgi rok. Po-trgovalni postopki odražajo številne vidike obstoja vrednostnih papirjev, kot so usklajevanje premikov denarja in vrednostnih papirjev, usklajevanja pravnih pravil in operativnih postopkov, uskladitev davčnih pravil z izplačili upravičenj iz vrednostnih papirjev ali prenosom slednjih ter nenazadnje uskladitev interesov izdajateljev, posrednikov, investitorjev in ponudnikov infrastrukture v obliki kompleksnega sistema za prenos investicij, koristi in obveznosti.

Očitno je, da ta splet lahko učinkovito in varno zadovolji interese vseh naštetih strani le ob obstoju jasnih in nedvoumno razločljivih pravil, ki veljajo za vse vpletene strani. Le na ta način je mogoče doseči pozitiven vpliv na stabilnost finančnega sistema in gospodarstva. Brez tega pogoja namreč ni mogoče doseči stimulativnih razmer za razvoj enotnega evropskega finančnega trga. Posledice razdrobljenega in povečini le v nacionalnih okvirih učinkovitega kapitalskega trga so postale očitne šele s primerjavo z zelo napredno in učinkovito po-trgovalno infrastrukturo v ZDA (CESAME Report, 2008, str. 13). Reševanje tega kompleksnega področja je še danes zaznamovano s številnimi nesoglasji, saj vsaka vpletena stran želi uveljaviti svoje interese in videnja o »učinkoviti« po-trgovalni infrastrukturi.

Kdaj se je Evropa lotila reševanja omenjene problematike, je težko opredeliti. S strani pobud javnega sektorja menim, da je ta proces mogoče razdelil na tri sklope:

- prvi korak se je nanašal na postavljanje enotnih standardov, ki se naj bi jim pri poslovanju prilagodili ponudniki klirinško-poravnalnih sistemov. Pri tem nekatere pobude ne ciljajo le na evropsko področje, temveč imajo ambicije doseči rezultate na globalnem nivoju. Med poglavitne cilje postavljenih standardov in priporočil uvrščam

zmanjšanje tveganj, porast učinkovitosti in predvsem zaščita investitorjev. Med takšne projekte uvrščam:

- Standardi za uporabo poravnalnih sistemov v EU v kreditnih operacijah ESCB: Standarde je objavil Evropski monetarni institut leta 1998. Opredeljujejo devet standardov, ki bi naj uskladili delovanje poravnalne infrastrukture s cilji enotne evropske denarne politike. Poseben poudarek standardov je bil na opredelitvi minimalnih kriterijev, ki jih sistemi za poravnavo poslov z vrednostnimi papirji morajo dosegati za podelitev statusa primernosti za uporabo v kreditno-monetarnih operacijah Evrosistema (Standards for the Use of EU Securities Settlement Systems in ESCB Credit Operations, 1998, str. 1).
  - Priporočila združenja ISSA (*International Securities Services Association*) za klirinške in poravnalne sisteme: Opredeljujejo globalna priporočila s ciljem zmanjševanja tveganj, povezanih s klirinško-poravnalnimi procesi, povečanja učinkovitosti in promoviranja standardizacije izvedbenih postopkov (Recommendations 2000, 2000, str. 7).
  - CPSS-IOSCO priporočila za poravnalne sisteme: Združenje *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) je leta 1998 objavilo dokument *Objectives and Principles of Securities Regulation*. Delovna skupina v okviru združenja centralnih bank G-10 *Committee on Payment and Settlement Systems* (CPSS) je leta 2001 objavila dokument *Core Principles for Systemically Important Payment Systems* (2001). Na podlagi tega dela sta združenji leta 2001 predstavili priporočila CPSS-IOSCO z namenom dviga varnosti in učinkovitosti poravnalnih sistemov za posle z vrednostnimi papirji (Recommendations for Securities Settlement Systems CPSS-IOSCO, 2001).
  - ESCB-CESR nadzorniška priporočila: objavljena so bila leta 2009 z namenom poenotenja nadzorniških praks za centralne nasprotne stranke in klirinškodopotne družbe.
- drugi korak je bil narejen po spoznanju, da enotni standardi poslovanja še niso zagotovilo za doseganje učinkovitost čezmejnih transakcij. Posamezen uporabnik klirinških in poravnalnih storitev v praksi pogosto namreč ni imel izbire med njihovimi ponudniki. Še posebej problematičen je bil dostop do učinkovitih in stroškovno ugodnih rešitev pri čezmejnih naložbah. Potrebno je bilo torej opredeliti pravila za neoviran dostop oz. povezovanje med sistemi ponudnikov klirinško-poravnalnih storitev v smislu učinkovitega in varnega pretoka vrednostnih papirjev med sistemi ob nizkih stroških. Omogočanje dostopa pa ne velja samo na nivoju ponudnikov storitev, ampak prav tako tudi za prost in nediskriminatoren dostop uporabnikov po-trgovalnih storitev do želenih ponudnikov. Med tovrstnimi iniciativami izpostavljam direktivo o trgih in finančnih instrumentih – MiFID, Giovanninijevo skupino in na osnovi njenih poročil ustanovljene druge delovne skupine, katerih naloga je bila odprava ovir, ki jih je Giovanninijeva skupina identificirala kot odločilne za uspešno vzpostavitev učinkovite in integrirane evropske

klirinško-poravnalne infrastrukture (Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union, 2001).

- Tretji korak pa predstavlja angažiranje javnega sektorja v vlogi ponudnika posredniških storitev in s tem tudi konkuriranje privatnemu sektorju. Ta korak je bil storjen s strani Evrosistema ob prepričanju, da privatni sektor sam ni sposoben vzpostaviti učinkovitega poravnalnega sistema z nizkimi stroški predvsem čezmejnih transakcij (Tumpel, 2006, str. 2).

### 3.2 Lizbonska strategija

Menim, da je bil odločilen korak, ki je nakazoval začetek intenzivnih procesov integracije evropskega finančnega trga in s tem tudi klirinško-poravnalne infrastrukture, storjen s sprejetjem Lizbonske strategije (oz. Lizbonske agende). Ta predvideva vrsto ciljev, ki bi Evropsko unijo povzdignili v najbolj dinamično in konkurenčno gospodarstvo, ki bi bilo sposobno vzdrževati svoj trajni razvoj (Presidency Conclusions - Lisbon European Council, 2000, str. 3)<sup>49</sup>. Področje kliringa in poravnav je bilo omenjeno s poudarjanjem cilja vzpostavitve učinkovitega in transparentnega finančnega trga. Ta načrt je mogoče razumeti tudi kot smernice, ki so namenjene dohitevanju in celo prehitevanju zelo učinkovitega ameriškega finančnega trga. To bi bilo mogoče doseči z zagotavljanjem pogojev za učinkovitejšo alokacijo kapitala ob nižjih stroških oziroma drugače povedano, z vzpostavitvijo učinkovite klirinško-poravnalne infrastrukture. Poudarek Lizbonske strategije na učinkovitosti s tem povezanih storitev je bil sicer pričakovan, saj je bila v začetku leta 1999 ustanovljena Evropska monetarna unija<sup>50</sup>. Finančni tokovi med članicami unije so bili tako razbremenjeni tveganj sprememb menjalnih tečajev, medtem ko razdrobljena in neučinkovita klirinško-poravnalna infrastruktura ni bila dober porok za okrepitev obsega čezmejnih poslov z vrednostnimi papirji, neoviranega pretoka kapitala in s tem enotnega finančnega trga brez ovir, ki so jih predstavljale meje med državami članicami.

### 3.3 Akcijski načrt vzpostavitve enotnega trga finančnih storitev

Z Lizbonsko strategijo je hkrati potrebno omeniti tudi Akcijski načrt vzpostavitve finančnega trga (angl. *Financial Services Action Plan*). Predstavlja najbolj temeljit načrt Evropske unije za vzpostavitev enotnega evropskega finančnega trga (Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan, 1999, str. 3). Pripravila ga je Evropska komisija po naročilu Evropskega sveta<sup>51</sup>. Predstavljen je bil leta 1999 in vsebuje 42 poglavij, ki se nanašajo na poenotenje finančnih storitev v okviru Evropske unije. V skladu s sklepi zasedanja Evropskega sveta v Cardiffu leta 1998 naj bi predstavljal seznam dejanj, ki so se

<sup>49</sup> Osnovna spodbuda za pripravo Lizbonske strategije je bila sicer nizka produktivnost in zmeraj bolj opazni znaki stagnacije evropskega gospodarstva. Ta 10-letna strategija je predvidevala različne politične iniciative, ki naj bi bile iniciirane s strani vseh članic Unije in ki naj bi prinesle rezultate do konca leta 2010.

<sup>50</sup> Ustanovitvene članice so bile Finska, Irska, Nizozemska, Belgija, Luksemburg, Nemčija, Avstrija, Italija, Francija, Španija in Portugalska. Bankovci in kovanci so bili spuščeni v obtok šele z začetkom leta 2002.

<sup>51</sup> Evropski svet (angl. *European Council*) je telo sestavljeno iz predsednikov držav ali vlad držav članic in predsednika Evropske komisije. Ne sme se ga zamenjati s Svetom Evropske unije, ki ga dokumenti EU pogosto navajajo le kot »Svet«, neformalno pa je občasno v rabi stari izraz »ministrski svet«.

kazala kot nujna za izpopolnitev enotnega trga finančnih storitev. Poseben poudarek je bil na preučitvi podpore in učinkovitosti trenutno veljavne zakonodaje zadanim ciljem v državah članicah in identificiranje pomanjkljivosti, ki bi zahtevale dopolnitev sedanje zakonodaje. V skladu s prvotnim načrtom naj bi bil v celoti implementiran do konca leta 2004, vendar, kot se je izkazalo, prenosi evropskih direktiv v nacionalne zakonodaje članic niso potekali tako hitro in brez zapletov, kot je bilo načrtovano. Že kmalu po objavi načrta se je Evropska unija odzvala z dodatnimi projekti, ki bi proces harmonizacije trga finančnih storitev pospešili in tako približali dosti bolj skladno delujočem ameriškem gospodarstvu. Med njimi je tudi zgoraj omenjena Lizbonska strategija, kateri so kasneje predvsem z delom na področju klirinške in poravnalne strategije sledile še Giovanninijeva skupina, skupini CESAME in CESAME 2, evropski komisar za notranji trg in storitve Charlie McCreevy in drugi. Največji doprinos Akcijskega načrta za harmonizacijo in integracijo evropske klirinško-poravnalne infrastrukture predstavlja leta 2004 sprejeta direktiva MiFID.

### 3.4 Lamfalussy Committee of Wise Men

Ustanovitev ekspertne skupine »*Lamfalussy Committee of Wise Men*«<sup>52</sup> je bila naslednja pobuda Evropske unije za podporo idej, predstavljenih v Akcijskem načrtu za poenotenje finančnih storitev. Kot navaja Norman (2007, str. 194), je delo skupine potekalo pod močnim vtisom gospodarske konjunkturo osemdesetih in devetdesetih let v ZDA, ki je takrat predstavljala vzor za vodilne ideologe Evropske unije. Učinkovitost kapitalskih trgov ZDA se je bila obravnavana kot temelj za uspešno in dolgoročno rast gospodarstva. Skupina je imela primarno nalogo poiskati učinkovito strategijo za hitrejši prenos in implementacijo evropskih direktiv v nacionalne zakonodaje. Skupina je v letih 2000 in 2001 pripravila dve poročili<sup>53</sup>. Ugotovitve v poročilih govorijo o siceršnji ustreznosti leta 1999 predstavljenega Akcijskega načrta za poenotenje finančnih storitev v okviru Evropske unije, vendar je bil kot najočitnejši problem izpostavljen počasen proces usklajevanja in sprejemanja zakonodaje na nivoju Evropske unije ter nadalje zelo nekonsistentna in počasna implementacija direktiv v nacionalne zakonodajne okvirje.

V prvem poročilu je bila še posebej izpostavljena teza, da področje finančnih storitev in kapitalski trgi v Evropski uniji predstavljajo največje pomanjkljivosti skupnega evropskega trga (Initial report of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets, 2000, str. 3). Obstoječ ustroj klirinške in poravnalne infrastrukture je nudil nezadostno podporo čezmejnemu kapitalskim tokovom. Še bistveno večji poudarek po-trgovalnim storitvam je dalo drugo poročilo. Primarno odgovornost za reševanje vprašanja neučinkovitosti in previsokih stroškov čezmejnih klirinško-poravnalnih storitev je naprtilo privatnemu sektorju (Final report of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets, 2001, str. 16). Hkrati je bila izpostavljena tudi jasna vloga javnega sektorja, ki bi moral v primeru nezadovoljivih rezultatov iniciativ privatnega sektorja,

---

<sup>52</sup> Ekspertni skupini je predsedoval Baron Lamfalussy.

<sup>53</sup> To sta bili leta 2000 objavljeno poročilo *Initial report of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets* in leta 2001 objavljeno *Final report of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets*.

takoj prevzeti pobudo pri koordinaciji aktivnosti za vzpostavitev učinkovite vseevropske klirinško-poravnalne infrastrukture.

Ugotavljam, da je bilo v drugem poročilu izpostavljenih kar nekaj idej, ki so se kasneje izkazale kot ključne za nadaljnje korake v integraciji in konsolidaciji evropske klirinško-poravnalne infrastrukture. Med drugimi bi omenil zahtevo po nediskriminatornem dostopu do storitev posameznih ponudnikov, standardizacija in preglednost postopkov vzpostavljanja tehničnih povezav med sistemi klirinškodepotnih družb, enoten evropski okvir nadzorniških postopkov nad klirinškimi in poravnalnimi sistemi, konsolidacija klirinške infrastrukture v smeri ustanovitve enotne evropske klirinške agencije, in druge (Final report of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets, 2001, str. 10-12). Te zahteve je bilo mogoče v naslednjih letih zaslediti npr. v:

- Evropskem kodeksu ravnanja glede kliringa in poravnav (nediskriminatoren dostop do klirinških, poravnalnih in trgovalnih storitev),
- direktivi MiFID (nediskriminatoren dostop do klirinških in poravnalnih storitev),
- nadzorniških standardih ESCB-CESR za klirinškodepotne družbe in centralne nasprotne stranke (enotni evropski okvir nadzorniških postopkov),
- vseevropski poravnalni platformi za posle z vrednostnimi papirji TARGET2-Securities (konsolidacija in harmonizacija poravnalne infrastrukture),
- ocenjevanju tehničnih povezav med klirinškodepotnimi družbami in samih poravnalnih sistemov v skladu s standardi Evrosistema za primerne poravnalne sisteme za uporabo v kreditno-monetarnih operacijah, idr.

Kljub poudarjanju privatne iniciative pa je skupina vendarle nedvoumno izpostavila vlogo ECB pri zagotavljanju pogojev za varnost in učinkovitost klirinško-poravnalne infrastrukture tako za denarne transferje, kot za transferje vrednostnih papirjev. To poslanstvo je kasneje ECB začela udejanjati skozi projekte TARGET, TARGET2, TARGET2-Securities, CCBM, CCBM2 in končno v enotni platformi Evrosistema (*European Single Interface*), ki naj bi povezovala vse prej naštete v enoten uporabniški portal. Nakazana je bila tudi vloga Evropske komisije pri vzpostavitvi učinkovite protimonopolne regulative in kompleksne regulative klirinško-poravnalnega področja. Kot bom opisal v nadaljevanju, se je Evropska komisija hitro in učinkovito odzvala na opozorila skupine »*Lamfalussy Committee of Wise Men*«.

### **3.5 Giovanninijeva skupina**

Delo Giovanninijeve skupine<sup>54</sup> ocenjujem kot pomemben korak h konkretizaciji problemov, ki pestijo evropsko klirinško-poravnalno infrastrukturo pri njeni podpori vzpostavljanja enotnega evropskega finančnega trga, ki bi bil po učinkovitosti primerljiv s trgom ZDA. Kot navaja Norman (2007, str. 196) je izredna odmevnost Giovanninijevega dela izhajala iz njegovega prepričanja o primarnem pomenu kliringa in poravnav za uspešnost in učinkovitost trgov vrednostnih papirjev. Trgovanju je pripisoval le sekundaren pomen. Obstoj učinkovitih čezmejno orientiranih klirinško-poravnalnih mehanizmov je po njegovem mnenju

---

<sup>54</sup> Alberto Giovannini je zasedal mesto predsedujočega skupine.

imperativnega pomena za uspešno udejanjenje prednosti in koristi, ki jih prinaša finančna integracija.

Giovanninijeva skupina je objavila dve poročili. Prvo poročilo »Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union« je bilo objavljeno leta 2001. Njegov namen je bil opis evropske klirinško-poravnalne infrastrukture in razprava o primerjavah učinkovitosti in stroškov med infrastrukturo Evrope in ZDA. Predstavljena analiza stroškovne komponente izvajanja čezmejnih poravnav poslov z vrednostnimi papirji je pokazala šokantne rezultate (Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union, 2001, str. 41-43). Medtem, ko so bili stroški poravnav domačih transakcij v državah Evropski unije za uporabnike storitev (tj. investitorje) primerljivi s stroški poravnav v ZDA, so bili stroški poravnav čezmejnih poslov v Evropski uniji tudi do enajst krat višji kot stroški domačih poravnav. Učinkovitost ameriške klirinško-poravnalne infrastrukture je slonela na uspešno izvedeni konsolidaciji infrastrukture. Leta 1999 je bila namreč dosežena popolna konsolidacija klirinško-poravnalne infrastrukture za segment lastniških vrednostnih papirjev (CESAME Report, 2008, str. 13). Ustanovljena je bila »The Depository Trust & Clearing Corporation«. Sem mnenja, da je neposredna primerjava evropskega in ameriškega modela neustrezna, ker se so se v ZDA začeli integracijski in konsolidacijski premiki bistveno prej (proces je trajal cca. 20 let), medtem ko so se resnejši harmonizacijski premiki v Evropski uniji začeli šele okoli leta 2000. Prav tako nikakor ni mogoče zanemariti dejstva, da pojem čezmejnih transakcij v ZDA označuje prenose vrednostnih papirjev med gospodarskimi celicami v različnih zveznih državah, medtem ko ta isti pojem v Evropi pomeni prenose med popolnoma samostojnimi državami z nepoenotenim pravnim sistemom, davčno ureditvijo, izvedbenimi praksami, itd. Konsolidirana infrastruktura ZDA v nasprotju z evropsko deluje v bistveno bolj homogenem pravnem in fiskalnem okolju.

Bistven prispevek prvega poročila Giovanninijeve skupine je bil predstavitev ovir, ki so bile identificirane kot bistvene pri čezmejnih prenosih vrednostnih papirjev. V skladu z idejo, da sta za dvig učinkovitosti po-trgovalne infrastrukture odgovorna javni in privatni sektor, so bile ovire razdeljene v dve skupini. Skupina ovir, za odpravo katerih v skladu z mnenjem skupine odgovoren privatni sektor sestavljajo (Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union, 2001, str. 25-26):

- 1. ovira: tehnične in informacijske razlike med klirinško-poravnalnimi platformami;
- 3. ovira: razlike v postopkih izvedbe korporacijskih dejanj;
- 4. ovira: razlike v časovnih komponentah ali odsotnost možnosti doseganja dokončnosti poravnav<sup>55</sup> znotraj dneva;
- 6. ovira: razlike v razpoložljivosti poravnalnih ciklov;
- 7. ovira: razlike v časovni razpoložljivosti poravnalnih mehanizmov in skrajnih rokih za poravnavo v istem dnevu;
- 8. ovira: razlike v postopkih izdaj vrednostnih papirjev.

---

<sup>55</sup> Poravnava je dokončna, ko je izvedba transferja vrednostnih papirjev in/ali denarja brezpogojna in je ni mogoče več preklicati (Glossary of terms related to payment, clearing and settlement systems, 2008, str. 9).



Ovire, za katere odgovornost prevzemajo institucije javnega sektorja, pa so opredeljene kot sledi:

- 2. ovira: razlike v geografsko predpisanih lokacijah za izvedbo kliringa in poravnav;
- 5. ovira: razlike v možnostih uporabe oddaljenega dostopa do klirinško-poravnalne infrastrukture;
- 9. ovira: razlike v geografsko predpisanih lokacijah depozitarja (oz. registrarja);
- 10. razlike v geografski opredelitvi delovanja vzdrževalcev likvidnosti trga vrednostnih papirjev;
- 11. ovira: razlike v režimih oprostitve davkov nerezidentom;
- 12. ovira: razlike v geografski pristojnosti institucij pri odtegotovanju davkov, povezanih s posli z vrednostnimi papirji;
- 13. ovira: razlike v obravnavanju lastništva nad imetji vrednostnih papirjev;
- 14. ovira: razlike v uporabi inštrumenta pobota terjatev;
- 15. ovira: razlike v režimih reševanja konfliktov zakonodaj.

Časovni rok za odpravo ovir je bil opredeljen v drugem Giovanninijevem poročilu (Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements, 2003, str. 48). Postavljeni roki so bili naravnani tako, da bi se kar najboljše prilagajali načrtovani dokončni implementaciji že omenjenega Akcijskega načrta za poenotenje finančnih storitev v okviru Evropske unije ob koncu leta 2004<sup>56</sup>. V praksi so se izkazali kot preoptimistično zastavljeni, saj je bila svetovalna skupina CESAME, ki je bila ustanovljena z namenom svetovanja in nadzora aktivnosti za odpravo Giovanninijevih ovir, ustanovljena šele leta 2004. Z njeno ustanovitvijo so bili roki za odpravo ovir ponovno postavljeni (CESAME Report, 2008, str. 25). Danes ugotavljam, da je odprava nekaterih še zelo oddaljen cilj.

Drugo poročilo je za razliko od prvega vsebovalo že natančnejši načrt za odpravo ovir. Skupina je tako ob vsaki predstavljeni oviri podala strategijo za njeno odpravo v obliki uporabe tehničnih standardov, tržnih konvencij, pravil in navodil, pravnih virov, ipd. Prav tako je bila nekoliko spremenjena razdelitev odgovornosti za njihovo odpravo. Večino ovir, povezanih s tehničnim in operativnim področjem<sup>57</sup> je bilo pripisanih privatnemu sektorju, medtem ko so bile preostale ovire ter ovire iz pravnega in davčnega področja<sup>58</sup> pripisane javnemu sektorju (Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements, 2003, str. 49-51). Giovanninijeva skupina je pripravila tudi predlog vrstnega reda odprave ovir in nekaterim dodelila status prioritete obravnave. Kot slednje je obravnavala tiste, katerih odprava bi omogočala čim širši in nediskriminatoren dostop do klirinško-poravnalne infrastrukture (Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements, 2003, str. 5). To so bile ovire 2, 5, 9 in 10, ki so obravnavale restrikcije glede lokacije in dostopa do klirinško-poravnalnih sistemov.

---

<sup>56</sup> V poročilu je bil natančno opredeljeno potrebno obdobje za odpravo posamezne ovire, ni pa bilo natančneje opredeljeno, kdaj se delo za odpravo ovir začne.

<sup>57</sup> Tehnične ovire so ovire od 1 do 10. Privatni sektor je bil zadolžen za odpravo ovir 1, 3, 4, 6, 7 in 8.

<sup>58</sup> Oviri 11 in 12 sta iz davčnega področja, medtem, ko se ovire 13, 14 in 15 nanašajo na področje pravne gotovosti (angl. *legal certainty*). Javni sektor je prevzel tudi odgovornost za odpravo tehničnih ovir 2, 5, 9 in 10.

Kot ugotavlja Norman (2007, str. 199-200) je Giovanninijeva skupina v poročilu postavila privatni sektor pod velik pritisk za nujnost zavzetega dela pri odpravi ovir zaradi prepričanja, da je odprava tistih, ki se nanašajo na pravni in davčni vidik (tj. tiste za katere je odgovoren javni sektor), lahko zelo kočljiva tema. Poenotenje teh področij bi namreč zahtevalo fundamentalne spremembe v marsikateri državi članici. Odprava ovir privatnega sektorja bi pomenila poenotenje klirinških in poravnalnih postopkov in s tem povezanih tehničnih aspektov. Tako bi bila dosežena večja povezljivost med sistemi in s strani uporabnikov večji izbor preferenčnih ponudnikov storitev. V ta namen je bila npr. odgovornost za odpravo 1. ovire (tj. tehnične in informacijske razlike med klirinško-poravnalnimi platformami) naložena družbi SWIFT<sup>59</sup>, združenju ECSDA pa odgovornost za odpravo ovir 3, 4 in 7 (Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements, 2003, str. 49).

Delo Giovanninijeve skupine, povezano s problematiko kliringa in poravnave, je bilo s tem končano<sup>60</sup>. Sedaj je bila na potezi Evropska komisija, ki je ta zelo natančen seznam ovir in načrt za njihovo odpravo morala uporabiti pri organizaciji nadaljnjih aktivnostih za vzpostavitev učinkovite klirinško-poravnalne infrastrukture kot podpore nastajajočemu enotnemu evropskemu finančnemu trgu.

### **3.6 Sporočila Evropske komisije**

Opisano delo Giovanninijeve skupine je predstavljalo le prvi del poti do zastavljenega cilja. Evropska komisija je prvo in drugo poročilo Giovanninijeve skupine pospremila z objavo dveh sporočil<sup>61</sup>, ki sta nakazali njene naslednje korake. Prvo sporočilo je bilo objavljeno leta junija leta 2002. V njem je Komisija potrdila seznam predstavljenih Giovanninijevih ovir ter se zavzela za prost dostop do klirinško-poravnalne infrastrukture (Clearing and Settlement in the European Union: Main policy issues and future challenges 2002, str. 2). Vsak tržni udeleženec naj bi dobil možnost nediskriminatornega dostopa do preferenčnega ponudnika po-trgovalnih storitev, ne glede na njegovo geografsko lokacijo.

Še veliko pomembnejše za doseganje oprijemljivih rezultatov ocenjujem drugo sporočilo Evropske komisije, ki je leta 2004 sledilo drugemu Giovanninijevemu poročilu. Za rešitev težav v klirinško-poravnalnem segmentu je opredelilo štiri poglavitne vmesne cilje (Clearing and Settlement in the European Union – The way forward, 2004, str. 8-11):

- liberalizacija in integracija obstoječe klirinško-poravnalne infrastrukture s pomočjo določitve enotnih pravil glede dostopov do infrastrukture za njene uporabnike in odprave vseh ovir, ki kakorkoli otežujejo kliring in poravnavo čezmejnih poslov. Kot bom opisal v nadaljevanju, je bila ta usmeritev udejanjena s pripravo nekaterih določil v direktivi MiFID in Kodeksom ravnanja glede kliringa in poravnave poslov z vrednostnimi papirji.

---

<sup>59</sup> SWIFT je kratica za *Society of Worldwide Interbank Financial Telecommunication*. Družba SWIFT je vodilni svetovni ponudnik komunikacijskih rešitev in razvijalec sporočilnih standardov.

<sup>60</sup> Giovanninijeva skupina se je ukvarjala tudi z drugimi tematikami.

<sup>61</sup> Izraz »sporočilo« uporabljam kot prevod angleškega izraza »communication«.

- sprejem protimonopolnih ukrepov, ki bi (lahko tudi v obliki evropske direktive) odpravljali in preprečevali restriktivne prakse glede dostopa in uporabe storitev le določenih ponudnikov.
- sprejetje enotnih regulatornih in nadzorniških praks, ki bi vodile v medsebojno priznavanje nacionalno specifičnih ureditev. To bi prispevalo k večji finančni stabilnosti in predvsem učinkovitejši zaščiti vlagateljev. Kot bom opisal v nadaljevanju, je bil ta cilj dosežen šele z objavo ESCB-CESR nadzorniških priporočil.
- sprejem enotnih praks upravljanja družb, ki vzdržujejo klirinško in poravnalno infrastrukturo. Te prakse naj bi se nanašale na lastniško in organizacijsko strukturo družb, pravila za sestavo nadzornih svetov, pretok informacij med vodstvom družb in nadzornimi sveti, definiranje odgovornosti za poslovanje družb, pravila nadzora nad poslovanjem družb s strani revizorjev, ipd.

Z dosego omenjenih ciljev bi bilo mogoče pričakovati izoblikovanje učinkovite, varne in konkurenčne evropske klirinško-poravnalne infrastrukture z bistveno bolj izenačenimi možnostmi uveljavljanja in poslovanja na enotnem finančnem trgu Evropske unije za vse ponudnike. Ker pa bi zgolj opredelitev ciljev pomenila le še eno objavo »seznama želja«, ki glede na dosedanje izkušnje sam po sebi ne prinese prav nobenih oprijemljivih rezultatov, je Evropska komisija v sporočilu opredelila tudi nekaj zelo konkretnih vzvodov, s katerimi je nameravala te cilje uresničiti. S temi vzvodi si je lahko zagotovila nujno potreben vpliv na koordinacijo dejavnosti ponudnikov klirinško-poravnalne infrastrukture, tržnih udeležencev, regulatorjev trga vrednostnih papirjev in zakonodajnih teles, katere bi bile usmerjene v doseganje zgoraj predstavljenih ciljev. Evropska komisija je v drugem sporočilu tako predstavila namere za (Clearing and Settlement in the European Union – The way forward, 2004, str. 11-12):

- ustanovitev nadzorniške in svetovalne skupine z osrednjo nalogo koordinacije in nadzora nad potrebnimi aktivnostmi pri odpravi tistih Giovanninijevih ovir, za katere odgovornost je bila v celoti ali delno naložena privatnemu sektorju. Tako je bila ustanovljena skupina CESAME (*Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Experts' Group*). Kot bom pojasnil v nadaljevanju, je skupina prevzela dvojno vlogo širše zastavljene zadolžitve koordinacije in nadzora nad aktivnostmi za odpravo tehničnih ovir in harmonizacije tržnih praks (tj. ovire privatnega sektorja) ter hkrati tudi zadolžitve osrednjega telesa za pomoč in svetovanje Komisiji pri integraciji klirinško-poravnalne infrastrukture v Evropski uniji (CESAME Report, 2008, str. 21). Ko se je leta 2008 iztekel njen mandat, je Komisija zaradi še zmeraj nerešene problematike podelila nov štiriletni mandat skupini CESAME 2, ki je nadaljevala delo prve in hkrati razširili področje delovanja na spremljanje celotnega klirinško-poravnalnega področja in odkrivanje morebitnih novih anomalij, ki bi ovirale proces njegove integracije. Skupina v praksi koordinira skupne zadolžitve ostalih v nadaljevanju omenjenih delovnih skupin (Mandate for the EU Clearing & Settlement Advisory and Monitoring Group II, 2008, str. 1-2).
- ustanovitev delovne skupine za koordinacijo in nadzor nad odpravo Giovanninijevih ovir iz fiskalnega področja. Leta 2005 je bila ustanovljena skupina FISCO (*Clearing*

*and Settlement-fiscal Compliance Experts' Working Group*). Osrednja naloga skupine je bila koordinacija aktivnosti za razrešitev problematike davčnih oprostitev, transakcijskih davkov in davkov na kapitalske dobičke (Mandate for the EU Clearing and Settlement-fiscal Compliance Experts' Working Group, 2005, str. 2).

- ustanovitev delovne skupine za koordinacijo in nadzor nad odpravo Giovanninijevih ovir iz pravnega področja. Leta 2005 je bila ustanovljena skupina LCG (*Legal Certainty Group*). Osrednja naloga skupine je bila koordinacija aktivnosti za razrešitev problematike izvedbe korporacijskih dejanj, vprašanje lastništva imetij vrednostnih papirjev v primeru vpletenosti posrednikov in restrikcije izdajateljev glede lokacije izdaj (Mandate of Legal Certainty Group, 2005, str. 1).
- pripravo direktive za regulacijo klirinške in poravnalne infrastrukture, ki bi urejala predvsem področja pravice do nediskriminatornega in neoviranega dostopa do klirinško-poravnalne infrastrukture, poenotenja nadzorniških postopkov in regulacije pravil upravljanja klirinško-poravnalnih sistemov (Clearing and Settlement in the European Union – The way forward, 2004, str. 13). Kot se je kasneje izkazalo, direktiva zaradi pritiskov s strani infrastrukture ni bila pripravljena. Namesto nje je ekipa evropskega komisarja za notranji trg in storitve uspela doseči dogovor med ponudniki klirinške, poravnalne in trgovalne infrastrukture v obliki kodeksa ravnanja, o katerem bom govoril v poglavju o reševanju problematike s strani privatnega sektorja. Zaradi predvidenega daljšega časovnega obdobja potrebnega za sprejetje direktive, je Evropska komisija obravnavala ustanovitev treh zgoraj omenjenih delovnih skupin kot prioriteto nalogo. Skupine bi lahko namreč tudi v primeru težav in zamud pri pripravi direktive opravljale svoje delo reševanja predstavljene problematike.

Sporočilu komisije je sledila živahna javna polemika, v kateri so sodelovale institucije javnega sektorja, ponudniki klirinških, poravnalnih in trgovalnih sistemov ter skrbniške banke. Iz poslanih komentarjev na sporočilo Komisije je razbrati enotno stališče glede podpore naporom za odpravo Giovanninijevih ovir, podpore ideji o poudarjanju pomena privatne iniciative za spremembe v sektorju po-trgovalnih storitev ter morebitnih konsolidacijskih premikov. V nasprotju s tem pa namera o sprejetju direktive za regulacijo klirinško-poravnalne infrastrukture ni doživela enotne podpore, niti enotnega stališča o njeni vsebini (Communication on Clearing and settlement in the European Union – The way forward; Summary of the Responses, 2005, str. 5-7).

Hkrati velja izpostaviti, da se Evropska komisija, podobno kot Giovanninijeva skupina, ni želela izreči o zaželeni strukturi evropske klirinške in poravnalne infrastrukture. Zaradi jasno izraženih pritiskov klirinško-poravnalnih sistemov je odločitve o morebitnih konsolidacijskih premikih popolnoma prepustila privatnemu sektorju (Communication on Clearing and settlement in the European Union – The way forward; Summary of the Responses, 2005, str. 26-27).

### 3.7 MiFID – direktiva o trgih finančnih instrumentov

Leta 2004 je Svet Evropske unije (tj. svet ministrov) sprejel direktivo o trgih finančnih instrumentov. Predstavljala je enega najpomembnejših elementov Akcijskega načrta za poenotenje finančnih storitev (*Financial Services Action Plan*). Takratni komisar za notranji trg in storitve Frits Bolkestein je v sporočilu za javnost navedel, da predstavlja direktiva MiFID uspešno sklenitev projekta Akcijskega načrta in enega najpomembnejših korakov v promociji čezmejnega trgovanja z vrednostnimi papirji (Final adoption of Directive is boost for investment firms and their clients, 2004). Direktiva je bila v bistvu zamenjala leta 1993 sprejeto direktivo o finančnih instrumentih (*Financial Instruments Directive*), ki se je pokazala kot zelo neučinkovita pri vzpostavljanju enotnega evropskega kapitalskega trga (Norman, 2007, str. 206).

Obravnavala je več področij, med katerimi bi posebej izpostavil pomembne premike v poenotenju do tedaj zelo različnih nacionalnih praks pri izvedbi investicijskih storitev, regulaciji in liberalizaciji trgovalnega segmenta ter zagotavljanju prostega (predvsem čezmejnega) dostopa do klirinških in poravnalnih storitev. Slednja zahteva nalaga članicam zagotovitev popolnoma enakih pogojev dostopa do storitev lokalnih ponudnikov klirinških in poravnalnih storitev za investicijske družbe rezidente drugih članic, kot za lastne rezidente<sup>62</sup>. Zaradi obravnave zelo obsežne problematike je bil rok za njeno implementacijo postavljen na 1. november 2007<sup>63</sup>.

MiFID ni vseboval določila o nediskriminatornem medsebojnem dostopu med samimi ponudniki po-trgovalnih storitev. To praznino je zapolnil leta 2006 sprejet Kodeks ravnanja glede kliringa in poravnave.

### 3.8 ESCB-CESR nadzorniška priporočila

ESCB-CESR nadzorniška priporočila so doživeli objavo dokončne verzije šele junija leta 2009, vendar je bila pot do tega zelo zapletena. Po ustanovitvi Združenja regulatorjev evropskih trgov vrednostnih papirjev (CESR – Committee of European Securities Regulators) v letu 2001, ki je sledilo objavi poročila skupine »Lamfalussy Committee of Wise Men«, sta ECB in CESR objavila namero po pripravi standardov ali priporočil namenjenih klirinškodopotnim družbam in centralnim nasprotnim strankam (oz. klirinškim družbam) pri vzpostavljanju enakih pogojev poslovanja. Takrat se je namreč zaradi zelo različnih nacionalnih regulatornih in nadzorniških režimov odvijala arbitraža, katero so generirali uporabniki storitev na podlagi omenjenih razlik (Norman, 2007, str. 204). To je bilo s stališča ustvarjanja pogojev proste konkurence v okviru enotnega evropskega finančnega trga popolnoma nesprejemljivo.

---

<sup>62</sup> Tržni udeleženci so imeli (v povezavi s trgovalno platformo) pravico proste izbire ponudnika poravnalnih storitev (in ne tudi centralne nasprotne stranke) pod pogojem, da so tehnične povezave med izbranimi institucijami vzpostavljene. Tržni udeleženci so lahko tudi dostopali do klirinške in poravnalne infrastrukture v drugih državah članicah. Hkrati pa so regulirani trgi dobili pravico zahtevati vzpostavitev povezave z izbrano klirinškodopotno ali klirinško družbo (34. in 46. člen MiFID) (European Code of Conduct for Clearing and Settlement, 2006, str. 7).

<sup>63</sup> Slovenija je ujela rok za implementacijo direktive v nacionalni zakonodajni okvir z leta 2007 sprejetim Zakonom o trgu finančnih instrumentov.

Oblikovanje priporočil so spremljala številna nesoglasja, ki so temeljila predvsem na diskusiji, komu so le-ta namenjena, saj tovrstna regulacija ni bila v interesu najvplivnejših ponudnikov klirinških in poravnalnih storitev<sup>64</sup>. Rezultat tega je bil kompromis, po katerem so bili prvotno predvideni standardi spremenjeni v priporočila.

Poglavitni poudarki priporočil so naslednji (Recommendations for securities settlement systems and central counterparties in the European Union, 2009, str. 4-8):

- objavljenih je 19 priporočil za centralne klirinškodpotne družbe in 15 priporočil za centralne nasprotne stranke;
- namenjena so nacionalnim regulatorjem trgov vrednostnih papirjev<sup>65</sup> pri pripravi nadzorniških postopkov za področje kliringa in poravnave poslov z vrednostnimi papirji in prevzemanja funkcije centralne nasprotne stranke;
- subjekti nadzora so centralne klirinškodpotne družbe, mednarodne centralne klirinškodpotne družbe in centralne nasprotne stranke (oz. klirinške družbe) v Evropski uniji;
- priporočila so za nacionalne regulatorje nezavezujoča, vendar je mogoče pričakovati, v kolikor se za to odločijo nacionalni regulatorji, zavezujoč status do nacionalnih klirinškodpotnih družb in centralnih nasprotnih strank;
- skrbniške banke niso subjekti nadzora, ker se priporočila prekrivajo s postopki za obvladovanje tveganj v po-trgovalnih storitvah opredeljenih v baselski »Capital Requirements Directive«;
- nacionalne centralne banke lahko priporočila vključijo v že obstoječe nadzorniške prakse nacionalnih klirinškodpotnih družb (v izogib podvajanju nadzora);
- priporočila temeljijo na obstoječih CPSS-IOSCO priporočilih<sup>66</sup>.

Implementacija priporočil je predvidena šele v letu 2010. Do takrat bodo za klirinškodpotne družbe v Evropski uniji še vedno zavezujoča CPSS-IOSCO priporočila.

### **3.9 Delo direktorata za notranji trg in storitve in komisar Charlie McCreevy**

Direktorat je od 1999 do 2004 vodil Fritz Bolkenstein. V tem mandatu mu je uspelo sprejeti skoraj vsa merila iz Akcijskega načrta za poenotenje finančnih storitev v Evropski uniji. Kljub temu pa je večina teh meril ob izteku njegovega mandata še vedno čakala na implementacijo v državah članicah. Mnogi so videli njegov prispevek le v luči prekomerne oziroma nepotrebne regulacije finančnih trgov in ne kot njihovo liberalizacijo in poenostavitev. Rezultati nastalih razmer so se kazali v ostrih pritiskih po drugačnem, bolj liberalnem pristopu, ki bi razrahljal krč prekomerne regulacije in spodbudil kapitalske tokove. Kot navaja Norman (2007, str. 208-

---

<sup>64</sup> Nasprotniki standardov so bile skrbniške banke, ki so že bile regulirane na podlagi Baselskega kapitalskega sporazuma (*Capital Requirements Directive*) in bi jim sprejetje teh standardov praktično podvojilo že tako strogo regulacijo, in mednarodne klirinškodpotne družbe, ki so poudarjale svojo bančno funkcijo in s tem podobne argumente, ki so se jih oklepale skrbniške banke.

<sup>65</sup> V primeru Slovenije so namenjeni Agenciji za trg vrednostnih papirjev in Banki Slovenije.

<sup>66</sup> Gre za globalno sprejete standarde namenjene poravnalnemu sistemom za posle z vrednostnimi papirji. Standarde izpolnjuje tudi KDD.

209), je Charlie McCreevy začel svoj mandat s slovesom finančnega ministra ene izmed gospodarsko najuspešnejših članic Evropske unije – Irske. Veljal je za zelo naklonjenega razvoju podjetništva, davčnih spodbud in odprtosti trgov.

Ideja iz sporočil Evropske komisije o direktivi za področje kliringa in poravnav je v opisanih razmerah jasno pomenila popolnoma nepotrebno regulacijo. McCreevy se je tako raje držal načela, da bi bila takšna direktiva le zadnji izhod v sili in si je prizadeval poiskati pot do učinkovitejšega evropskega kapitalskega trga s skrbno vodenim dialogom s ponudniki trgovalne in po-trgovalne infrastrukture (McCreevy, 2006, str. 3). Rezultat teh naporov je bil v letu 2006 podpisan Evropski kodeks ravnanja glede kliringa in poravnav poslov z vrednostnimi papirji, ki odseva dogovor med vsemi pomembnejšimi evropskimi borzami vrednostnih papirjev, klirinškodopotnimi družbami in klirinškimi družbami glede doseganja opredeljenih meril, ki bi odpravila številne pereče ovire za lažji pretok kapitala v Evropski uniji in širše.

Dosežena je bila skladnost usmeritev komisarja in drugih teles Evropske komisije, med katerimi bi še posebej izpostavil Svet Evropske unije (tj. ministrski svet) in Evropski parlament, ki lahko edina izvedeta prenos predlogov Evropske komisije v uredbe in direktive. To dokazuje tudi izjava za javnost zasedanja sveta finančnih ministrov Ecofin, ki poudarja potrebo po ne-regulatornem pristopu, kjer je le mogoče in priprave predlogov regulacije le izjemoma in ob izvedbi poprejšnjih skrbnih analiz njihovih učinkov (Economic and Financial Affairs, 2617th Council Meeting, 2004, str. 14). Tej drži Bruslja, ki je dajala prednost privatni iniciativi, se je leta 2006 postavila po robu ECB z namero po vzpostavitvi nove centralizirane vseevropske poravnalne infrastrukture za posle z vrednostnimi papirji v povezavi z že delujočim denarnim poravnalnim sistemom TARGET. Kot bom argumentiral v nadaljevanju, se je s tem začel kazati razkorak med idejami, ki so prihajale iz Bruslja in Frankfurtu.

### **3.10 Najava posega Evrosistema v infrastrukturo za poravnavo poslov z vrednostnimi papirji in prikrit konflikt z Evropsko komisijo**

Julija 2006, ko je bil evropski finančni sektor v pričakovanju McCreevy-jevega razglasa o doseženem dogovoru med ponudniki evropske klirinške, poravnalne in trgovalne industrije v obliki namere o podpisu Kodeksa ravnanja glede kliringa in poravnav, je le nekaj dni pred tem dogodkom ECB popolnoma presenetila z razglasom namere o razvoju lastne poravnalne infrastrukture za posle z vrednostnimi papirji za celotno evroobmočje (The Eurosystem is evaluating opportunities to provide settlement services for securities transactions, 2006)<sup>67</sup>. S tem je Evrosistem naznanil razvoj sistema TARGET2-Securities, za katerega menim, da je

---

<sup>67</sup> Komisar McCreevy je naznanil podpis Kodeksa ravnanja 11. julija 2006 (McCreevy, 2006, str. 4), medtem ko je Evrosistem objavil namero o razvoju lastnega poravnalnega sistema 7. julija 2009. Izjava za javnost Sveta ECB v bistvu govori le o »preučitvi možnosti«, da bi sama vzpostavila učinkovito poravnalno infrastrukturo za posle z vrednostnimi papirji sklenjene v centralnobančnem denarju (tj. v povezavi z že obstoječim denarnim plačilnim sistemom TARGET). Kljub temu menim, da je že napoved o preučitvi možnosti pomenila v bistvu trdno odločenost, da aktivno poseže v problematiko neučinkovite in drage evropske po-trgovalne infrastrukture.

najbolj drzen projekt naperjen v doseganje temeljnih sprememb v ustroju klirinško-poravnalne infrastrukture v evroobmočju<sup>68</sup>.

Projekt razvoja platforme TARGET2-Securities ne smemo obravnavati kot izoliran projekt, vendar v povezavi s projektom vzpostavitve platforme za poravnavo denarja TARGET (*Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system*) in kasneje TARGET2, projektom razvoja podpore čezmejnem kolateralizacijskim mehanizmom CCBM (*Correspondent Central Banking Model*) in kasneje CCBM2 (*Collateral Central Bank Management*) ter vmesniško aplikacijo za dostop do prej omenjenih platform ESI (*Eurosystem Single Interface*). V magistrskem delu ga bom natančneje obravnaval zaradi neposredne povezave z reševanjem problematike neučinkovitosti evropskih klirinško-poravnalnih sistemov.

TARGET2-Securities in v naslednjem poglavju predstavljen Kodeks ravnanja glede kliringa in poravnav želim predstaviti kot dva zelo različna pristopa reševanja istega problema. Kljub temu, da sta Bruselj in Frankfurt razglašala nekonfliktnost med pristopoma in celo njuno komplementarnost (McCreevy, 2006, str. 3; T2S Progress report – General principles of TARGET2-Securities, 2007, str. 2), želim opozoriti na temeljne razlike v njuni vsebini, izvedbi in ideji. Kot bom argumentiral v nadaljevanju, se je v tem primeru ponovno pokazala stara težava zveze držav Evropske unije, ki bi po eni strani rada popolnoma zbrisala meje in zaživela po modelu podobnem ZDA, po drugi strani pa se vsaka država krčevito oklepa svojih zgodovinskih, kulturnih, gospodarskih in še kakšnih značilnosti in praks. Posledica tega so številna razhajanja in konflikti. Tudi v primeru poenotenih predstav o ciljih se v praksi običajno pojavi toliko v temeljih različnih pristopov za njihovo dosego, da se poskusi doseganja ciljev pogosto izjalovijo.

Pristop Evropske komisije k reševanju problematike neučinkovitosti evropske klirinško-poravnalne infrastrukture je naravnani k ustvarjanju pogojev, ki bi omogočili, da infrastruktura sama izvede potrebne spremembe. V nasprotju s tem je bil pristop ECB intervencionističen, radikalen in v tehničnem pogledu brez precedensa.

### **3.11 Projekti Evrosistema na področju poravnalnih poslov**

Vzporedno z Evropsko komisijo se je ECB aktivno vključevala v izgradnjo enotnega evropskega finančnega trga. Njen pristop je bil pogojen z njeno vlogo vrhovne monetarne avtoritete, institucije, ki je odgovorna za obstoj enotne evropske valute in nenazadnje institucije, ki je v skladu s Pogodbo o ustanovitvi Evropske skupnosti prevzela opredeljene zadolžitve. Pravna podlaga za razvoj sistemov TARGET, TARGET2-Securities in CCBM je opredeljena v četrtem poglavju Protokola o statutu ESCB in ECB<sup>69</sup> (2004, str. 5), ki govori o monetarnih funkcijah in poslovanju ESCB<sup>70</sup>.

<sup>68</sup> Formalno odločitev o začetku projekta in zagotovitvi vseh potrebnih sredstev je Svet ECB sprejel na seji 8. marca 2007 (TARGET2-Securities Press release, 2007).

<sup>69</sup> Protokol o statutu Evropskega sistema centralnih bank in Evropske centralne banke je priloga k Pogodbi o ustanovitvi Evropske skupnosti.

<sup>70</sup> Evropski sistem centralnih bank (ESCB) sestavljajo ECB in centralne banke držav članic Evropske unije.



Natančneje definirano je pravna podlaga za razvoj sistemov TARGET (in kasneje TARGET2) ter TARGET2-Securities naslednja (Protokol o statutu Evropskega sistema centralnih bank in Evropske centralne banke, 2004, str. 5-6):

- člen 17 (Računi pri ECB in nacionalnih centralnih bankah): Pooblašča članice ESCB za odpiranje računov za kreditne institucije, osebe javnega prava in druge udeležence na trgu ter v zvezi s tem sprejemanje denarnih sredstev in vrednostnih papirjev. Pri tem gre za denarne račune in račune vrednostnih papirjev.
- člen 22 (Klirinški in poravnalni sistemi): Pooblašča članice ESCB za vzpostavitev predpisov in/ali infrastrukture z namenom zagotoviti učinkovite in zanesljive klirinške in plačilne sisteme znotraj Evropske unije in z drugimi državami. Pri tem so zajeti tokovi denarja in vrednostnih papirjev.

Za vzpostavitev sistema CCBM (in kasneje CCBM2) je ob zgoraj navedenih členih pomemben tudi člen 18 (Operacije odprtega trga in kreditni posli), ki med drugim predpisujejo sklepanje kreditnih poslov le na podlagi ustreznega zavarovanja posojil (tj. postopkov kolateralizacije).

### **3.11.1 TARGET in TARGET2**

TARGET2 je vseevropski plačilni sistem bruto poravnave v realnem času za plačila v evrih, ki ga upravlja Evrosistem (A single currency – an integrated market infrastructure, 2008, str. 8-9). Sistem TARGET2 je pričel delovati novembra leta 2007 kot naslednik sistema TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer)<sup>71</sup>. Slednji je bil vzpostavljen v januarju 1999 ob uvedbi evra in je temeljil na medsebojnih povezavah med posameznimi nacionalnimi plačilnimi sistemi bruto poravnave v realnem času, ki so jih upravljale nacionalne centralne banke. Sistem TARGET2 v nasprotju s svojim predhodnikom temelji na enotni tehnološki platformi. Tako so vsem udeležencem sistema TARGET2 na voljo enake storitve, ne glede na to iz katere države prihajajo. Čeprav je sistem TARGET2 v pravnem smislu vzpostavljen kot povezava delno samostojnih plačilnih sistemov, ki jih posamezne centralne banke upravljajo v skladu z nacionalno zakonodajo (v Sloveniji je to sistem TARGET2-Slovenija, ki ga upravlja Banka Slovenije v smislu nacionalne komponente sistema TARGET2), pa so pogoji za udeležbo v celotnem sistemu skoraj v celoti harmonizirani. Tako je vsem udeležencem sistema TARGET2 na voljo enoten nabor funkcionalnosti, za vse udeležence veljajo enotni standardi posredovanja plačilnih nalogov, enotni pogoji udeležbe in enotna cenovna politika. V sistem TARGET2 je vključenih preko 9.000 udeležencev: centralnih bank in ECB, bank, hranilnic in drugih kreditnih institucij, ki opravljajo storitve plačilnega prometa ([www.bsi.si](http://www.bsi.si)).

Plačilni sistem TARGET2 predstavlja izhodišče za v nadaljevanju predstavljen poravnalni sistem za posle z vrednostnimi papirji TARGET2-Securities. Uspešnost sistemov TARGET in

---

<sup>71</sup> Banka Slovenije in slovenski uporabniki so se na sistem TARGET2 priključili v prvi skupini pristopnic novembra 2007 ([www.bsi.si](http://www.bsi.si)). Migracija nacionalnih plačilnih sistemov na novo platformo je bila zaključena s tretjo skupino pristopnic maja 2008.

TARGET2, pridobljene izkušnje, možnost doseganja sinergijskih učinkov, uporaba že obstoječe tehnološke platforme in nadsionalna zasnova so argumenti, na podlagi katerih je Evrosistem sprejel odločitev o posegu v klirinško-poravnalni segment (Target 2 Securities – The blueprint, 2007, str. 2-4).

### 3.11.2 TARGET2-Securities

Menim, da se je kljub pooblastilom, ki Evrosistemu sicer daje Statut ESCB in ECB, le-ta odločil za vzpostavitev lastne vseevropske centralizirane infrastrukture za poravnave poslov z vrednostnimi papirji na podlagi zelo trdne avtoritete in ugleda, ki ju uživa v finančnih in tudi širših gospodarskih krogih. Pričakovati je bilo namreč mogoče val pritiskov iz vseh strani, saj gre v bistvu za poseg na področje, kjer je do tedaj nesporno dominiral privatni sektor. Hkrati je potrebno tudi opozoriti, da ne gre za komplementarno infrastrukturo obstoječi infrastrukturi, ampak platformo, ki bi v veliki meri nadomestila sedanjo. Kot sem navedel zgoraj, Evrosistem sicer ima zakonsko podlago za tovrsten poseg, vendar je potrebno hkrati tudi omeniti določilo iz Pogodbe o Evropski skupnosti, ki omejuje njegovo delovanje le na način, ki ni v nasprotju s principi prostega trga in proste konkurence (Treaty on establishing the European Community, 2006, čl. 105). Kot navaja Tumpel (2006, str. 3), tovrstna intervencija Evrosistema ni usmerjena v omejevanje konkurence, ampak jo je potrebno razumeti kot poseg v segment trga, kjer njegova sedanja razdrobljena struktura ni omogočala razvoja proste konkurence. Šele poseg Evrosistema bi naj s centralizacijo ene aktivnosti (tj. poravnave) zagotovil veliko bolj konkurenčne razmere med ponudniki na področju vseh ostalih storitev, ki jih le-ti ponujajo svojim strankam. Samozavest, ki jo je tu kazala ECB, je izvirala tudi iz uspešnosti plačilnega sistema TARGET. Poravnalna sistema TARGET in TARGET2-Securities naj bi namreč delovala na skupni tehnični platformi, iz česar se ECB nadeja pomembnih sinergijskih učinkov<sup>72</sup> (T2S Progress report – General principles of TARGET2-Securities, 2007, str. 7).

Svet ECB je kljub objavi namere o razvoju poravnalne platforme julija 2006 odložil formalno odločitev o začetku projekta vse do marca 2007. Menim, da je bila zaradi ostrih pritiskov javnosti namreč potrebno zelo prepričljiva utemeljitev tega koraka. V ta namen je takoj po objavi namere Svet ECB zadolžil Odbor za plačilne in poravnalne sisteme (*Payments and Settlement Systems Committee*), da pripravi načrt izvedbe projekta in analize izvedljivosti iz operativnega, pravnega, ekonomskega in pravnega vidika<sup>73</sup>. Formalno odločitev o začetku projekta in zagotovitvi vseh potrebnih sredstev je Svet ECB sicer sprejel na seji 8. marca 2007 (TARGET2-Securities Press release, 2007). Takrat je ECB tudi pozvala vse zainteresirane strani na javno diskusijo, ki bi dala pomembno osnovo za pripravo dokumentacije o uporabniških zahtevah.

---

<sup>72</sup> Uporaba skupne platforme bi pomenila uporabo obstoječih operativnih rešitev, podpornih služb, komunikacijske infrastrukture, okrevalnih načrtov in načrtov neprekinjenega poslovanja, kar bi imelo pomemben vpliv na stroške delovanja sistema TARGET2-Securities.

<sup>73</sup> Vse našete analize so bile pripravljene in objavljene marca 2007 in so služile kot podlaga za formalno odločitev Sveta ECB.

### 3.11.2.1 *Splošna organizacijska in funkcionalna načela*

Vizijo razvoja nove vseevropske poravalne platforme je ECB utemeljevala s številnimi organizacijskimi in funkcionalnimi načeli, ki bi se naj bistveno razlikovala od vseh do sedaj v praksi preizkušenih rešitev. Načrt Evrosistema je tako slonel na naslednjih predpostavkah (T2S Progress report – General principles of TARGET2-Securities, 2007, str. 7-10)<sup>74</sup>:

- Platforma TARGET2-Securities bo v lasti Evrosistema. Le-ta prevzema polno odgovornost za razvoj in upravljanje platforme. Hkrati se zavezuje, da bo vse odločitve povezane z njenimi funkcionalnostmi sprejemal v soglasju z uporabniki njenih storitev. Glede na to, da je predviden prenos poravalne funkcije iz klirinškodepotnih družb na novo platformo, je za te bistvenega pomena obdržati vsaj nekaj nadzora nad preneseno dejavnostjo.
- Platforma bo vzpostavljena na isti tehnični platformi, kot jo uporablja denarni poravalni sistem TARGET2. Zaradi funkcionalnih povezav med sistemoma, so bistvenega pomena identične možnosti dostopa, možnosti funkcionalnega razvoja in nadgradenj, mehanizmov za upravljanje s tveganji, varnosti delovanja, ipd. Razvoj platforme je bil zaupan centralnim bankam Nemčije, Španije, Francije in Italije (TARGET2-Securities Press release, 2007).
- Platforma bo prevzela le poravalno funkcijo. Njen razvoj po zagotovilih ECB ne bo vodil v formiranje vse-evropske klirinškodepotne družbe. Klirinškodepotne družbe bodo torej v odnosu do svojih strank obdržale vse ostale funkcije. Odpiranje, vodenje in zapiranje računov vrednostnih papirjev bo še naprej ostalo v pristojnosti klirinškodepotnih družb.
- Platforma bo klirinškodepotnim družbam v povezavi s poravalno funkcijo omogočala vsaj enak nivo storitev, ki jih klirinškodepotne družbe zagotavljajo svojim strankam danes<sup>75</sup>.
- Na novo platformo bodo prenesene le poravnave poslov v denarju centralnih bank (tj. le tistih poslov, kjer se denarni del posla poravna preko klirinško-poravalnih denarnih računov odprtih pri centralnih bankah oz. v sistemu TARGET2). Kljub primarni vlogi evra bo omogočeno poravnavanje poslov tudi v drugih valutah<sup>76</sup>.
- Priključitev na novo platformo za klirinškodepotne družbe ne bo obvezna<sup>77</sup>. V skladu z dokumentom uporabniških zahtev lahko klirinškodepotna družba teoretično pristopi k projektu v vlogi »zunanje klirinškodepotne družbe« in dostopa do platforme preko infrastrukture neposredno priključene družbe (User requirements: TARGET2-Securities, 2009, str. 712).

---

<sup>74</sup> Evrosistem v dokumentu navaja sicer 20 predpostavk, ki opredeljujejo obstoj in delovanje platforme TARGET2-Securities. Navedel bom le tiste, ki odražajo inovativnost koncepta in odstopanje od pristopov uporabljenih v drugih projektih navedenih v magistrskem delu.

<sup>75</sup> Ta trditev se je pokazala kot ena izmed najbolj spornih, saj, kot bom argumentiral v nadaljevanju, nacionalne posebnosti niso bile deležne obljubljenе pozornosti in obravnave. Veliko kritik je bilo izrečenih tudi s strani KDD, kar potrjuje domnevo, da so interesi gospodarsko manj vplivnih članic, kljub zagotovilom o enaki obravnavi, pogosto prezrti.

<sup>76</sup> Namero o poravnava v evrih in nacionalni valuti so že izrazile klirinškodepotne družbe Danske, Švedske in Litve (Eurosystem signs Memorandum of Understanding on T2S with 27 central securities depositories - Press release, 2009).

<sup>77</sup> Kot bom argumentiral kasneje, so zaradi političnih pritiskov možnosti ne-priključitve dokaj majhne.

- Delovanje platforme bo zagotovljeno na neprofitni osnovi. Vsi prihodki bodo namenjeni financiranju njenega delovanja. To je eden pomembnih argumentov Evrosistema za zagotavljanje visoke stroškovne učinkovitosti. Zaradi pomanjkljivosti oz. neprilagojenosti enostopenjskim sistemom registrov in nacionalnim klirinškodpotnim sistemom z majhnim obsegom poslov, ki sem jih v magistrskem delu predstavil, je za slednje predstavljen argument zelo sporen. Za nekatere manjše sisteme se pričakuje namreč dvig stroškov poslovanja (in s tem nadomestil za izvedbo po-trgovalnih postopkov za uporabnike) ob istem nivoju ponujenih funkcionalnosti.

### 3.11.2.2 *Podpora in notranja razhajanja Evrosistema glede centralizacije poravnalne infrastrukture*

V nasprotju s pristopom Evropske komisije, ECB za rešitev problematike neučinkovite in drage evropske klirinško-poravnalne infrastrukture ni ponudila rešitve, ki bi izhajala iz fragmentirane strukture obstoječih ponudnikov. Njena rešitev se je opirala na tezo, da privatni sektor ni sposoben sam razrešiti nastalih težav, pri čemer ECB ne more sedeti križem rok. Hkrati menim, da je imela ECB številne »notranje«, javnosti manj vidne razloge, zaradi katerih se je podala v ta projekt.

Pomemben cilj ECB je nedvomno utrditi svoj položaj pomembne in vplivne inštitucije na evropskem finančnem trgu. Poravnave poslov z vrednostnimi papirji v centralnobančnem denarju so področje, skozi katerega bi svojo moč lahko le še utrdila<sup>78</sup>. Kot navaja Norman (2007, str. 252) je Evrosistem takrat doživel pritisk nekih nacionalnih centralnih bank glede prenosa poravnave denarnega dela transakcij na zunanje izvajalce<sup>79</sup>. Ker je hkrati prevladovala doktrina, da je integrirani model poravnave denarja in vrednostnih papirjev na eni platformi s stališča obvladovanja tveganj najustreznejši model, je ECB izkoristila priložnosti in v funkcionalno specifikacijo sistema TARGET2-Securities uvrstila prav tega<sup>80</sup> (Tranquillini, 2009, str. 11-12). Hkrati je bilo potrebno z doktrino integriranega modela poleg denarnih poravnalnih računov obvladovati tudi račune vrednostnih papirjev. Rešitev se je ponujala skozi vzpostavitev poravnalne platforme, katere sestavni del je bila baza računov vrednostnih papirjev za poravnalne namene<sup>81</sup>. Na ta način bi Evrosistem dobil popoln nadzor nad poravnami poslov z vrednostnimi papirji v centralnobančnem denarju, brez kakršnih koli prenosov funkcij na druge izvajalce.

<sup>78</sup> Poravnave v denarju poslovnih bank so namreč popolnoma izven njenega vpliva.

<sup>79</sup> Tako je Banque de France že pred uvedbo evra prenesla poravnavo denarnega dela poslov z vrednostnimi papirji na družbo *Sicovam*, iz katere se je kasneje razvil *Euroclear France*. Na tej osnovi je skupina Euroclear tudi razvijala svojo lastno »vseevropsko« poravnalno platformo, o kateri bom govoril več v poglavju o iniciativah privatnega sektorja. Tej usmeritvi so nasprotovali predvsem nemška, italijanska in španska centralna banka (Norman, 2007, str. 252-253).

<sup>80</sup> Nasprotje temu je t.i. »*interfaced model*«, ki predvideva procesiranje poravnave denarja in vrednostnih papirjev na ločenih platformah, katerih delovanje je sicer sinhronizirano. »*Interfaced model*« je trenutno v uporabi tudi v Sloveniji, kjer poravnava vrednostnih papirjev poteka v informacijskem sistemu KDD, medtem ko se poravnava denarnega dela transakcij odvija v sistemu Banke Slovenije.

<sup>81</sup> Računi vrednostnih papirjev, ki so bili že sedaj odprti v sistemih klirinškodpotnih družb, bodo še naprej ostali v pristojnosti slednjih. Računi odprti v sistemu TARGET2-Securities bodo služili le za operativno izvedbo poravnalnih operacij.

Hkrati menim, da se je ECB pri svoji odločitvi za intervencijo opirala na podatke o neznatni konsolidaciji poravnalne infrastrukture v Evropi (v primerjavi z občutno konsolidacijo trgovalne infrastrukture) in na uspešen primer popolne konsolidacije oz. centralizacije poravnalne infrastrukture v ZDA, ki je rezultirala v nedavni ustanovitvi *The Depository Trust & Clearing Corporation*. Centralizacija poravnave na enotni poravnalni platformi bi bila hkrati tudi rešitev nekaterih Giovanninijevih ovir<sup>82</sup>. Kot navajata Jappelli in Pagano (2008, str. 27) se je ECB pri svojih namerah opirala na način konsolidacije v ZDA, ki je bila izvedena kot rezultat velikih vladnih pritiskov in ne tržnih sil.

Izpostavil bi, da je med članicami Evrosistema pogosto prihajalo do razhajanj stališč. Zlasti viden je bil antagonizem med Francijo in Nemčijo, ki sta si obe prizadevale pridobiti status finančnega centra združene Evrope. Kot bom argumentiral v poglavju o iniciativah privatnega sektorja glede reševanja problematike neučinkovite po-trgovalne infrastrukture, se je propagiranje francoskih interesov na področju kliringa in poravnave odražalo tudi skozi obstoj in delovanje skupine Euroclear. Ugotavljam, da so bili iz številnih aktivnosti, ki so nasprotovale projektu TARGET2-Securities, predstavniki skupine Euroclear pri tem zelo dejavni, saj je imel uspeh platforme Evrosistema neposreden vpliv na uspeh načrtovane platforme skupine Euroclear.

### 3.11.2.3 Pridobivanje podpore projektu

Pridobivanje širše podpore zainteresiranih strani je predstavljalo težko nalogo Evrosistema. Napovedane korenite spremembe v ustroju poravnalne infrastrukture so prav vse strani sprejemale zelo zadržano. Klirinškodržne družbe so pričakovano pokazale največ odpora, saj bi jim nova poravnalna platforma odvzela eno izmed temeljnih dejavnosti. Veliko mero previdnosti so pokazali tudi uporabniki poravnalnih storitev, saj bi sprememba takšnih razsežnosti povzročila znatne prilagoditvene stroške. Najava namere Evrosistema o preučitvi možnosti za vzpostavitev platforma TARGET2-Securities 7. julija 2006 je pomenila začetek pogajanj z vpletenimi stranmi. Rok za uskladitev mnenj je bil postavljen na začetek leta 2007 (The Eurosystem is evaluating opportunities to provide settlement services for securities transactions – Press release, 2006).

Kot bom opisal, je ta proces potekal zelo kontroverzno. Finančni sektor je bil predvsem s strani Evropske komisije navajen izčrpnih posvetov glede vseh pomembnejših vprašanj. ECB je v primeru projekta TARGET2-Securities ubrala popolnoma drugačno taktiko, ki so jo zainteresirane strani v svojih odzivih pogosto označevale kot hitenje s projektom ob pomanjkljivih informacijah o ključnih aspektih projekta ter hkratnem ustvarjanju pogosto lažnega vtisa o vsesplošni podpori in navdušenju nad projektom s strani vseh deležnikov<sup>83</sup>. Kljub pogostim odzivom, ki so sicer dajali načelno podporo projektu, vendar hkrati poudarjali prisotnost mnogih nejasnosti, neodgovorjenih vprašanj in tveganj, povezanih s projektom, so

---

<sup>82</sup> Gre za ovire 1, 2, 4 in 7.

<sup>83</sup> Nekateri odzivi so objavljeni na spletni strani <http://www.ecb.int/paym/t2s/html/index.en.html>. Nekateri odzivi niso javno dostopni.

izjave za javnost s povzetki komentarjev deležnikov povečini sporočale le splošno navdušenje.

Pristop Evrosistema je sicer lažje razumljiv zaradi njihovega namena po preglasitvi številnih strani, ki so imele popolnoma drugačne načrte. Odgovorov na vsa vprašanja javnosti, ki bi hkrati še zadovoljila vse želje, seveda ni bilo mogoče poiskati. Sicer menim, da je v Evropi popolnoma nemogoče izvesti tako ambiciozen projekt brez avtoritarnega pristopa, vendar tako osnovna vprašanja, kot so jasna shema vodenja in sprejemanja ključnih odločitev o projektu, ekonomska vzdržnost, problematika podvajanja infrastrukture in stroškov, organizacijska izvedljivost, ipd., nedvomno terjajo natančne odgovore. Še posebej želim izpostaviti prav v tem projektu jasno prepoznavno rivalstvo med Londonom in Frankfurtom. ECB si je seveda prizadevala utrditi položaj vse pozornosti vredne avtoritete. Odpor Londona do projekta TARGET2-Securities in poudarjanje svoje moči je bil nakazan z jasnim sporočilom *Bank of England*, ki je sodelovanje v projektu s toliko nejasnostmi zavrnila (Bradbery, 2009).

Uporabniki poravnalnih storitev (predvsem banke) so bile projektu večinoma naklonjene, saj je obljubljal znižanje stroškov. Hkrati je med klirinškodpotnimi družbami raslo nezadovoljstvo, saj je ECB takoj po formalni odločitvi o začetku projekta ustanovila veliko delovnih teles, ki so se ukvarjale s seciranjem funkcionalnosti in tehničnih karakteristik sistema, medtem ko so osnovna vprašanja o ekonomskih posledicah projekta ostajala odgovorjena le z uporabo približkov in ohlapno postavljenih ocen. Izpostaviti velja tudi zelo sporno hkratno vlogo Evrosistema kot operaterja poravnalnega sistema in regulatorja poravnalnega področja. Slednje izhaja iz ESCB-CESR nadzorniških priporočil.

Za ECB je bilo ključnega pomena, da se za pristop k projektu odločijo vse ali vsaj večina nacionalnih klirinškodpotnih družb. Vpliv na njih je vodil tudi preko nacionalnih centralnih bank. Kot navaja Norman (2007, str. 258) so bila nesoglasja znotraj Evrosistema zgajena z dogovorom, da francoska centralna banka sodeluje pri razvoju platforme<sup>84</sup>. Centralnim bankam Belgije in Nizozemske, ki so se prav tako zavzemale za uresničevanje idej skupine Euroclear, pa je bila ponujena vloga pri razvoju sistema CCBM2, kot naslednice sistema CCBM.

Kot trdno zagotovilo o pripravljenosti klirinškodpotnih družb na prenos poravnalne funkcije na novo platformo je Evrosistem potreboval dogovor v obliki pravno zavezujočega sporazuma o uporabi storitev TARGET2-Securities takoj, ko bodo te na voljo. 23. maja 2008 je Svet ECB pozval vse evropske klirinškodpotne družbe, da izrazijo namere po priključitvi na platformo (CSDs invited to join the TARGET2-Securities initiative, 2008). Dopisu vsaki klirinškodpotni družbi so bili, kot pomoč pri odločitvi, priloženi naslednji dokumenti:

- analiza ekonomskih vplivov projekta;
- zbirka dokumentov uporabniških zahtev;
- analiza pravne izvedljivosti projekta;

---

<sup>84</sup> To naj bi počela skupaj z nemško, italijansko in špansko centralno banko.

- osnutek sporazuma med Evrosistemom in klirinškodpotno družbo glede uporabe storitev TARGET2-Securities;
- opis upravljaljske sheme za specifikacijsko fazo projekta;
- predstavitev harmonizacijskih ciljev projekta TARGET2-Securities.

Zaradi pritožb glede nejasnosti povezanih s projektom in posledičnega zavračanja podpisa zavezujočega sporazuma, je Evrosistem v želji po pridobitvi zagotovil glede iskanja rešitev preostalih nejasnosti in nesoglasij, kar bi končno vodilo do podpisa omenjenega sporazuma, predlagal podpis t.im. »*Memorandum of understanding*«. Ta je opredelil naloge klirinškodpotnih družb in Evrosistema, ki naj bi vodile k odpravi nesoglasij. Podpis tega dokumenta predvideva dokončen podpis omenjenega pravno zavezujočega sporazuma le v primeru odprave vseh nesoglasij. Uspešno lobiranje Evrosistema je rezultiralo v podpisu prvega dogovora s strani vseh klirinškodpotnih družb<sup>85</sup> (Eurosystem signs Memorandum of Understanding on T2S with 27 central securities depositories, 2009). Podpis pravno zavezujočega sporazuma o uporabi storitev TARGET2-Securities je trenutno predviden v letu 2010.

### 3.11.3 CCBM in CCBM2

Projekta CCBM in CCBM2 predstavljata ob že opisanima TARGET (in TARGET2) in TARGET2-Securities popoln sistem, s katerim namerava Evrosistem tako na evroobmočju, kot tudi širše, obvladovati plačilne in poravnalne sisteme, ki temeljijo na uporabi centralnobančnega denarja. Z uvedbo evra kot skupne evropske valute, se je ob učinkovitih mehanizmih za poravnavo denarja in vrednostnih papirjev pojavila tudi potreba po vzpostavitvi učinkovitih mehanizmov za omogočanje čezmejne zastave vrednostnih papirjev (t.im. kolateralizacije) v kreditnih operacijah Evrosistema.

Vse operacije Evrosistema za povečevanje likvidnosti morajo biti v celoti zavarovane s primernim finančnim premoženjem ([www.bsi.si](http://www.bsi.si)). Operacije povečanja likvidnosti med nacionalno centralno banko in njenimi nasprotnimi strankami se izvajajo na podlagi vzpostavljenega zavarovanja v korist centralne banke na primernem finančnem premoženju. Vsaka nasprotna stranka, ki je ustanovljena v državi članici evroobmočja<sup>86</sup>, lahko za zavarovanje terjatev kreditodajalca (tj. svoje nacionalne centralne banke) uporabi katerokoli primerno finančno premoženje, izdano v tej državi<sup>87</sup> ali v drugi državi članici. Pri uporabi finančnega premoženja, izdanega drugi državi, govorimo o čezmejni uporabi finančnega premoženja, pri kateri se uporablja korespondenčni centralno bančni model (CCBM<sup>88</sup>) oz. povezave med poravnalnimi sistemi vrednostnih papirjev. CCBM je bil predstavljen januarja 1999. Leta 2006 je bilo kar 39,7% celotne zastave vrednostnih papirjev izvedene preko

<sup>85</sup> Dokument je podpisalo 27 klirinškodpotnih družb iz petindvajsetih držav.

<sup>86</sup> CCBM je na voljo tudi nasprotnim strankam iz Anglije, Danske in Švedske.

<sup>87</sup> V primeru Slovenije lahko nasprotna stranka, ki je slovenski rezident, uvrsti primerno finančno premoženje v obliki vrednostnih papirjev v sklad finančnega premoženja (tj. kritje za kreditno izpostavljenost) pri Banki Slovenije tako, da na njem zagotovi maksimalno zastavno pravico v korist Banke Slovenije. Zastava se vpiše v centralnem registru vrednostnih papirjev KDD.

<sup>88</sup> CCBM je kratica za *Correspondent Central Banking Model*.

sistema CCBM, medtem ko je na alternativno možnost preko tehničnih povezav med klirinškodpotnimi družbami odpadlo le 10,5%. Preostanek zastav (49,8%) je bil vpisan v domačem sistemu nasprotne stranke (Blue book: Payment and Securities Settlement Systems in the European Union, 2007, str. 69).

#### *3.11.3.1 Povezava CCBM2 s TARGET2 in TARGET2-Securities*

Kljub široki uporabi sistema CCBM je predvsem zaradi težav z razlikami v predpisanih postopkih s strani nacionalnih centralnih bank prihajalo do nezadovoljstva uporabnikov. Marca 2007 je Evrosistem sprejel odločitev o preučitvi možnosti za prenovo postopkov za upravljanje z zavarovanjem kreditnih operacij Evrosistema (A single currency – an integrated market infrastructure, 2008, str. 19). Tako je bila sprejeta odločitev o izgradnji enotne tehnične platforme v lastništvu Evrosistema z imenom »*Collateral Central Bank Management*« (CCBM2). Na ta način bo Evrosistem, podobno kot pri projektih TARGET in TARGET2-Securities vzpostavil enotno informacijsko rešitev, ki bo v uporabi tako za domače kot tudi za čezmejne operacije. Bistvena prednost CCBM2 bo torej v možnosti zastavljanja premoženja doma in v drugih državah, kjer bo sistem na voljo. Evrosistem bo hkrati zagotovil popolno kompatibilnost s sistemi TARGET2 in TARGET2-Securities, kar pomeni, da se bodo tako denarna sredstva iz naslova dobljenih kreditov, kakor tudi zastavljeni vrednostni papirji, premikali v sistemih pod popolnim nadzorom Evrosistema. Menim, da kljub zagotovilu Evrosistema po obstoju alternativne možnosti obvladovanja zastavljenega premoženja z uporabo čezmejnih tehničnih povezav med klirinškodpotnimi družbami in prostovoljni uporabi sistema za nasprotne stranke (A single currency – an integrated market infrastructure, 2008, str. 20), lahko le-ta izkoristi svoj velik vpliv in razpoložljivo infrastrukturo za preusmeritev vseh kolateralizacijskih tokov v svoj sistem.

Kljub najavi začetka projekta vzpostavitve sistema CCBM2 in potrditvi dokumenta uporabniških zahtev julija 2008 (Launch of the CCBM2 project - Press release, 2008), ter kljub najavi o nameravani predaji sistema v uporabo sočasno z zagonom poravnalne platforme TARGET2-Securities (A single currency – an integrated market infrastructure, 2008, str. 21), pa sem mnenja, da je njegov zagon ob že opisanih zapletih povezanih z vzpostavitvijo nove poravnalne platforme, še zelo oddaljen cilj.

#### *3.11.4 Enotna platforma Evrosistema za dostop so sistemov TARGET2, TARGET2-Securities in CCBM2*

Eden izmed osnovnih ciljev Evrosistema je podpora vzpostavitvi učinkovite in robustne finančne infrastrukture kot osnove za stabilnost skupne valute, finančnega sistema in gospodarstva kot celote. Z uvedbo evra je Evrosistem predstavil sistem TARGET in CCBM, ki sta pomenila velik prispevek pri doseganju zastavljenega cilja. Nadaljnje korake h krepitvi pogojev za vzpostavitev enotnega evropskega finančnega trga predstavljajo leta 2007 vzpostavljen plačilni sistem TARGET2 ter šele napovedana TARGET2-Securities in CCBM2. Vsi trije predstavljajo popolno orodje za upravljanje z likvidnimi sredstvi. Evrosistem napoveduje izgradnjo enotne povezovalne platforme »*Eurosystem Single Interface*«, katere namen bo povezava vseh treh sistemov v obliki enotne platforme za dostop



do njih (Initial public consultation on the Eurosystem Single Interface, 2008). Ob že opisanih sinergijskih učinkih med sistemi samimi pa bi enoten dostop do njih predstavljal še dodatno prednost za uporabnike in še trdnejšo pozicijo Evrosistema pri uveljavljanju svojega vpliva in nadzora nad evropskim finančnim trgom. Kljub že opredeljenim komunikacijskim potem za dostop do sistemov TARGET2, TARGET2-Securities in CCBM2, so uporabniki namreč izrazili željo po razvoju povezovalne platforme, ki naj bi uporabniku omogočala vpogled v vsa stanja in poslovanje z denarnimi sredstvi, vrednostnimi papirji in zastavljenim primernim finančnim premoženjem.

Projekt je trenutno v fazi zbiranja uporabniških zahtev in analiz izvedljivosti. Roki za njegovo izvedbo trenutno še niso znani.

#### **4 Reševanje problematike s strani privatnega sektorja**

Klirinška in poravnalna infrastruktura se je razvijala vse od nastanka trga vrednostnih papirjev. Privatni sektor je v večini evropskih držav prevzemal vlogo njenega vzpostavljanja. Vrednostni papirji so se sprva pojavljali v fizični obliki in vsaka izmenjava le-teh in protitok denarnih sredstev v obliki kupnine sta bila povezana z zamudnimi fizičnimi prenosi. Bistveno učinkovitejši načini poravnav poslov z vrednostnimi papirji so bili razviti šele v šestdesetih letih prejšnjega stoletja z razvojem računalnikov. Ti so omogočili tudi dematerializacijo do tedaj materializiranih vrednostnih papirjev. Leta 1963 je začel delovati trg evroobveznic. V letu 1968 je bila ustanovljena družba, iz katere sta se razvila ena izmed največjih ponudnikov klirinško-poravnalnih storitev v Evropi – skupina Euroclear<sup>89</sup> ([www.euroclear.com](http://www.euroclear.com)). Ta je kot prva v Evropi ponudila sodobne klirinško-poravnalne storitve, ki so dokončno izpodrinile zapletene postopke z obilico papirne birokracije. Klirinška in poravnalna infrastruktura se je bistveno intenzivneje kot v Evropi razvijala v ZDA. Želje po dvigu učinkovitosti in konsolidacijski pritiski v ZDA so dosegli višek leta 1999 z dokončno združitvijo celotne klirinško-poravnalne infrastrukture v *The Depository Trust & Clearing Corporation*, ki je ponudila uporabnikom učinkovite storitve ob zelo nizkih stroških (CESAME Report, 2008, str. 13).

Takšen model je imel v mislih prenekateri evropski politik ob podpisu maastrichtske pogodbe leta 1992, ki je postavila temelje za uvedbo skupne evropske valute kot nadvse dobrodošlega predpogoja za vzpostavitev kar se da živahnega in učinkovitega evropskega trga. Realnost pa je bila v Evropi drugačna in vzpostavljanje učinkovitega trga vrednostnih papirjev je šele pred kratkim postala ena izmed prioritet evropskih politikov, ki na ta način želijo zmanjšati zaostanek predvsem za po-trgovalno infrastrukturo ZDA, ki zagotavlja optimalne pogoje za izvedbo čezmejnih transakcij z vrednostnimi papirji. Evropska klirinška in po-trgovalna infrastruktura se je razvijala znotraj državnih meja in v smeri, ki so jo opredeljevale zgodovinsko pogojene smernice razvoja nacionalnega gospodarstva in zakonodaje (Payment and Securities Settlement Systems in the European Union, 2007, str. 61). Kliring in poravnava poslov sta bila na nacionalni ravni izvedena hitro, varno in poceni. Kot pomembna usmeritev

---

<sup>89</sup> Družbo je ustanovila takratna ameriška banka *Morgan Guaranty Trust Company of New York* kot predhodnica današnje *J.P. Morgan Chase*.

pri dvigu učinkovitosti so veljala nacionalna vertikalna povezovanja ponudnikov storitev vse od trgovanja, kliringa, poravnav, pa do skrbniških storitev (Securities trading, clearing, central counterparties, and settlement in EU 25 – An overview of current arrangements, 2005, str. 13-14). Ta model je sicer bistveno poenostavil postopke od oddaje naročil na borzi do prenosa kupljenih vrednostnih papirjev kupcu in nakazila kupnine prodajalcu. S samo uvedbo evra pa je postajalo vedno bolj očitno, da skupna evropska valuta kljub odpravi valutnega tveganja pri poslih z vrednostnimi papirji še ne bo omogočila zadostnega razmaha čezmejnega trgovanja. Vse bolj očitne so postajale ovire v obliki razlik na zakonodajnem področju, pravnih obravnavah, tržnih praksah in poslovnih modelih ponudnikov po-trgovalnih storitev.

V Evropi se je na ta način pokazal velik razkorak med privatnim sektorjem kot ponudnikom klirinško-poravnalne infrastrukture, evropskimi integracijskimi institucijami (npr. Evropsko komisijo, ECB) in nacionalno politiko. Delovanje javnega sektorja je tisto, ki skozi vpliv na zakonodajno vejo oblasti, oblikuje zakonodajo, fiskalni sistem, nadzorniške postopke. Poskuse postavitve temeljev učinkovitega enotnega evropskega kapitalskega trga zato obravnavam kot predvsem politični projekt poenotenja zelo divergentnih evropskih nacionalnih interesov.

Za ponazoritev razhajanja interesov na eni strani privatnega sektorja in na drugi evropskih inštitucij, kot glasnikov ideje o združeni Evropi, navajam naslednje strategije povezovanja do sedaj zelo razdrobljene po-trgovalne infrastrukture:

- Evropska komisija nadzira izvajanje zahtev Evropskega kodeksa ravnanja, katerega podpis je dosegla s sicer zelo uspešnimi pogajanjmi s ponudniki trgovalnih, klirinških in poravnalnih storitev in na ta način prepušča iniciativo na strani ponudnikov infrastrukture. Na ta način se je bistveno izboljšala dostopnost do do pred kratkim uporabnikom pogosto prikritih informacij, povezanih s ponujenimi po-trgovalnimi storitvami evropskih ponudnikov, kar omogoča uporabnikom lažjo pot do optimalne storitve;
- ECB razvija sicer nekoliko kontroverzen projekt vzpostavitve centralizirane vseevropske poravnalne platforme, ki naj bi od vseh klirinškodepotnih družb v Evroobmočju prevzela izvajanje poravnalne funkcije za posle z vrednostnimi papirji v centralnobančnem denarju;
- klirinškodepotne družbe v okviru skupine Euroclear so vzpostavile enotno poravnalno platformo in na ta način razmere domačega oz. enotnega trga za vse članice skupine;
- skupina Clearstream in sedem drugih klirinškodepotnih družb je začelo uporabljati komunikacijski modul Link Up Markets, ki omogoča zelo poenostavljeno sporazumevanje med poravnalnimi platformami in s tem bistveno olajšano izvedbo čezmejnih transakcij.

S tem seznam projektov, ki imajo skupen cilj poenostavitve postopkov povezanih z izvedbo čezmejnih transakcij, ni izčrpan. Je pa dovolj zgovoren pokazatelj uporabe zelo različnih načinov za doseganja skupnega cilja. Načini se med seboj bolj ali manj izključujejo in s tem le

še potrjujejo tezo, da je dokončna rešitev problematike trenutno še zelo oddaljena in neizogibno pogojena z dosegom vseevropskega političnega soglasja.

Morda se na prvi pogled zdi, da so prav skrbniki infrastrukture tisti, od katerih javni sektor terja rešitev nastale situacije. Kot sem opisal, je bil običajno kar privatni sektor tisti, ki je kot ponudnik klirinških in poravnalnih storitev vzpostavljala infrastrukturo in s tem na posameznih trgih premoščal razloge za neoptimalno mobilnost kapitala. Razlogi za to, da vse ovire za učinkovit potek čezmejnih transakcij v Evropi še niso odpravljene, torej ne slonijo na nezavzetem delu ponudnikov storitev, ampak se skrivajo v največji meri prav v zelo različnih nacionalnih finančnih, gospodarskih, pravnih, davčnih in še kakšnih sistemih, katerih procesi poenotenja so v Evropi kljub navidezni veliki zagnanosti politikov vse prej kot uspešni. V nadaljevanju želim osvetliti načine, s katerimi ponudniki podporne infrastrukture kapitalških trgov učinkovito premoščajo ovire za izvedbo čezmejnih poslov z vrednostnimi papirji ter aktualne projekte povezovanja razdrobljene infrastrukture.

#### **4.1 Čezmejno povezovanje klirinško-poravnalne infrastrukture**

Povezovanje posameznih sklopov po večini na nacionalni trg usmerjene infrastrukture je na evropskem prostoru potekalo na različnih nivojih. Povezovanje je potekalo tako na horizontalni kot tudi na vertikalni ravni (Ellis et. al., 2007, str. 12). Horizontalno povezovanje obravnavamo kot povezovanje družb, ki ponujajo istovrstne storitve (npr. poravnave), vertikalno pa kot povezovanje družb, ki ponujajo različne storitve v povezavi z vrednostnimi papirji (npr. povezovanje trgovalnih platform in poravnalnih sistemov). Povezave družb lahko nadalje potekajo na ravni lastniškega povezovanja ali vzpostavljanja tehničnih povezav med informacijskimi sistemi z namenom omogočanja pretoka vrednostnih papirjev iz sistema ene družbe v sistem druge. Pomemben proces pri vzpostavljanju povezav predstavlja tudi uvajanje poenotenih standardov izvedbe po-trgovalnih postopkov, nadzora nad ponudniki in uporabniki storitev, komunikacijskih metod in sporočilnih formatov, itd. Vendar pa je za čezmejno mobilnost kapitala bistvenega pomena prav možnost prenosa vrednostnih papirjev med registri klirinškodopotnih družb.

##### **4.1.1 Tehnične povezave za prenos vrednostnih papirjev**

Ta tip povezav, ki predstavlja v Evropi trenutno najučinkovitejšo metodo čezmejnega prenosa vrednostnih papirjev, se je začel pogosteje pojavljati šele z uvedbo evra<sup>90</sup>. V skladu z opredelitvami, ki jih je postavila ECB ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)), je povezava med dvema poravnalnima sistemoma zbir postopkov in sporazumov namenjenih čezmejnemu (oz. prenosu med informacijskimi sistemi na ta način povezanih družb) prenosom vrednostnih papirjev v nematerializirani obliki<sup>91</sup>. Vzpostavitev povezav nujno zahteva obstoj fiduciarnega lastništva. Pretok papirjev izdanih v klirinškodopotni družbi »A« v klirinškodopotno družbo »B« je

<sup>90</sup> Euro so v obliki elektronskega plačilnega sredstva 1. januarja 1999 začele uporabljati Španija, Portugalska, Italija, Francija, Nemčija, Luksemburg, Belgija, Nizozemska, Irska in Finska. V naštetih državah in Grčiji je bil v fizični obliki dan v obtok 1. januarja 2002. Trenutno ima evropska monetarna unija 16 članic.

<sup>91</sup> Prenos materializiranih vrednostnih papirjev običajno ni podprt.

omogočen preko fiduciarnega računa družbe »B«, odprtega pri družbi »A«<sup>92</sup>. Povezava je lahko enosmerna ali obojesmerna. Enosmerna povezava omogoča le prenos papirjev izdanih v eni klirinškodopotni družbi med registri obeh družb, medtem ko obojesmerna povezava omogoča prenos papirjev izdanih v obeh družbah. Odločitev o vzpostavitvi enosmerne ali obojesmerne povezave je običajno odvisna od obstoja zadostnega ekonomskega interesa investitorjev glede nakupa in prenosa vrednostnih papirjev izdanih v drugi klirinškodopotni družbi v »domače« okolje. Ovire za vzpostavitev povezave se kljub morebitni prisotnosti zadostnega ekonomskega interesa v praksi pojavljajo na manj razvitih trgih in predvsem zaradi omejitev pri odpiranju fiduciarnih računov, omejitev imetij na teh računih glede tipa papirjev, nepoenotnih, neugodnih ali nedorečenih davčnih tretmajev, povezanih s fiduciarnim lastništvom, omejitev glede lastništva delniških družb, ipd<sup>93</sup>. Prenosi preko povezav so lahko omejeni tudi samo na določene tipe vrednostnih papirjev<sup>94</sup>.

Zaradi naštetih ovir se je izoblikovalo več tipov čezmejnih povezav med klirinškodopotnimi družbami (Payment and securities settlement systems in the European Union, 2007, str 65-66; [www.ecb.int](http://www.ecb.int)). Njihova natančna opredelitev s strani ECB je potrebna predvsem zaradi uporabe teh povezav pri izvedbi kreditno-monetarnih operacij centralnih bank članic Evrosistema za postopke zastav na imetju vrednostnih papirjev finančnih institucij v vlogi kreditorejmalca<sup>95</sup>:

- neposredna povezava (angl. *direct link*): Povezavo tvori fiduciarni račun odprt v imenu klirinškodopotne družbe investitorja (tj. »investor CSD«) v sistemu klirinškodopotne družbe, kjer so vrednostni papirji, ki so predmet prenosa, izdani (tj. »issuer CSD«). Pri prenosu papirjev ni udeleženih posrednikov. Klirinškodopotna družba izdajatelj v tem primeru zagotavlja vse storitve potrebne za namene poravnave poslov, morebitnih skrbniških storitev, vodenja denarnih računov, posojanja denarja in papirjev, ipd. Fiduciarni račun upravlja klirinškodopotna družba investitor<sup>96</sup>. Povezava je lahko enosmerna ali dvosmerna. Pravice in obveznosti obeh strani so običajno opredeljene v sporazumu o odpiranju fiduciarnega računa<sup>97</sup>.

---

<sup>92</sup> Za klirinškodopotno družbo »A«, v kateri so vrednostni papirji, ki so predmet čezmejnega prenosa izdani, se uporablja angleški izraz »issuer CSD«, za družbo »B«, kamor bodo ti papirji preneseni, pa »investor CSD«. Vrednostni papirji izdani v »issuer CSD«, ki jih drži »investor CSD« za svoj račun ali za račun svojih strank, so v tem primeru preneseni na fiduciarni račun odprt pri »issuer CSD«.

<sup>93</sup> Omenjene omejitve so bile v preteklosti ali pa so še vedno prisotne tudi v Sloveniji. Enosmerni povezavi za prenos vrednostnih papirjev iz registra nematerializiranih vrednostnih papirjev KDD v sisteme ICSD Clearstream in ICSD Euroclear sta bili vzpostavljeni šele 29. oktobra 2007 po uveljavitvi ZTFI. ZTFI je uvedel institut fiduciarnega lastništva.

<sup>94</sup> Povezave, ki jih vzdržuje KDD, teoretično omogočajo prenose vseh tipov vrednostnih papirjev, ki so izdani v KDD, vendar v praksi trenutno prihaja le do prenosov dolžniških instrumentov.

<sup>95</sup> Pri tem gre za t.i. kolateralizacijske postopke. Te sem s stališča reševanja problematike neučinkovitosti čezmejnih prenosov vrednostnih papirjev obravnaval v poglavju o reševanju navedene problematike s strani javnega sektorja.

<sup>96</sup> V praksi običajno ni omejitev glede števila odprtih fiduciarnih računov.

<sup>97</sup> Za tovrsten sporazum se uporablja angleški izraz »Account providing agreement«.

- neposredna povezava preko skrbnika (angl. *operated direct link* oz. *semi-direct link*)<sup>98</sup>: Tovrstna povezava je vzpostavljena običajno takrat, ko klirinškodpotna družba izdajateljica zaradi zakonskih ali drugih omejitev ne more zagotavljati vseh storitev, ki jih klienti klirinškodpotne družbe investitorja sicer želijo. Ta primer je običajen, če družba v kateri je odprt fiduciarni račun nima bančne licence<sup>99</sup>, če zaradi organizacijskih omejitev ni sposobna zagotavljati palete želenih storitev, ne podpira ustrezne komunikacije (npr. SWIFT komunikacijskih standardov), ipd.. Omenjene storitve se običajno nanašajo na izplačila upravičenj (dividend, kuponov, ipd.), davčne obravnave, odpiranje in vodenje denarnih računov, posojanje vrednostnih papirjev in denarja, glasovanja na skupščinah delničarjev ipd. Omenjene storitve lahko zagotavlja lokalna skrbniška banka. Fiduciarni račun odprt pri klirinškodpotni družbi izdajateljici v imenu klirinškodpotne družbe investitorice v tem primeru upravlja posrednik (tj. skrbniška banka), ki je član klirinškodpotne družbe izdajateljice.
- posredna povezava (angl. *relayed link*)<sup>100</sup>: Predstavlja dogovor o vzdrževanju stanj in prenosov vrednostnih papirjev med vsaj tremi klirinškodpotnimi družbami (tj. klirinškodpotnimi družbami izdajateljico, investitorko in vmesno družbo (angl. »*middle CSD*«)). Posredna povezava je tako sestavljena iz vsaj dveh neposrednih povezav (ali neposrednih povezav preko skrbnika). Povezava se običajno vzpostavi v primerih, ko ne obstaja zadosten ekonomski interes za neposredno povezavo.

Vsi našteti tipi povezav se lahko uporabljajo pri zastavah vrednostnih papirjev v kreditno-monetarnih operacijah Evrosistema pod pogojem, da ECB povezavam podeli oznako primernosti<sup>101</sup> ter hkrati oceni vse v povezavo vključene klirinškodpotne družbe kot ustrezne<sup>102</sup>.

Navedene povezave se običajno vzpostavijo ob predpostavki zadostnega ekonomskega interesa potencialnih uporabnikov. Zaradi že omenjenih razlik, ki opredeljujejo funkcije in izvedbene postopke nacionalnih klirinškodpotnih družb, so potrebni različni obsegi prilagoditev povezanih s pridobitvijo ustreznega statusa udeleženca (oz. člana) v domačem poravnalnem sistemu. Zaradi nevarnosti zavrnitve dostopa do članstva klirinškodpotne družbe v sistemu ciljane družbe iz morebitnih razlogov varovanja monopolnega položaja, nezadostnega ekonomskega interesa ali drugih razlogov, evropska direktiva MiFID in pozneje Evropski kodeks ravnanja glede kliringa in poravnav opredeljujeta natančna merila glede

<sup>98</sup> Povezave KDD z ICSD Clearstream in ICSD Euroclear potekajo preko slovenskih skrbniških bank (Nova Ljubljanska banka d.d. in UniCredit Banka Slovenija d.d.), ki upravljata za namen povezav odprte fiduciarne račune.

<sup>99</sup> V nekaterih državah se klirinškodpotne družbe ne smejo izpostavljati kreditnemu tveganju in zato tudi nimajo funkcije banke. Zakonska regulativa tega področja v Evropi ni poenotena in posredno predstavlja razlog za neenak konkurenčni položaj med nekaterimi klirinškodpotnimi družbami.

<sup>100</sup> Ta tip povezave ima KDD vzpostavljen s CSD Clearstream Frankfurt (preko ICSD Clearstream Luxemburg).

<sup>101</sup> V primeru posredne povezave morajo biti kot primerne ocenjene vse neposredne povezave, ki sestavljajo posredno povezavo.

<sup>102</sup> O ocenjevanju primernosti klirinškodpotne družbe za izvajanje zastav vrednostnih papirjev v kreditno-monetarnih operacijah Evrosistema bom govoril več v poglavju o vključevanju slovenske klirinško-poravnalne infrastrukture v skupni evropski finančni trg.

nivojev dostopa med sistemi klirinškodepotnih družb<sup>103</sup>. V odvisnosti od obsega prilagoditev za namene članstva, Kodeks ravnanja opredeljuje naslednje tipe enosmernih dostopov (Access and Interoperability Guideline, 2007, str. 3-5)<sup>104</sup>:

- enostranski standardni dostop (angl. *Standard Unilateral Access*): predvideva pridobitev statusa standardnega člana (udeleženca) z odprtjem računa nematerializiranih vrednostnih papirjev za potrebe povezave. Dostop je ponujen pod enakimi pogoji, kot veljajo za vse obstoječe člane. Standardni dostop je v skladu z določili direktive MiFID in Kodeksa ravnanja opredeljen kot pravica prosilca.
- enostranski prilagojeni dostop (angl. *Customised Unilateral Access*): predvideva pridobitev statusa člana z odprtjem računa nematerializiranih vrednostnih papirjev za potrebe povezave, vendar z dodatno ponudbo funkcionalnosti, ki so prilagojene prosilcu. Ciljana klirinškodepotna družba prilagojen dostop ni dolžna omogočiti oz. le v primeru, če je dosežen ustrezen dogovor. Zaračunano nadomestilo prosilcu za takó prilagojeno članstvo je lahko višje od nadomestila za standarden dostop. Na zahtevo drugih članov mora organizacija ponuditi enake storitve pod enakimi pogoji tudi njim.
- povezljivost (angl. *interoperability*): predvideva naprednejšo obliko obojestranske povezave. Za te namene organizacije razvijeta povsem prilagojene rešitve povezovanja med informacijskima sistemoma, za kar mora obstajati obojestranski ekonomski interes. Povezave med sistemoma lahko temeljijo tudi na standardnem ali prilagojenem nivoju članstva. V nasprotju z dostopoma, opisanimi v zgornjih alinejah, ta način dostopa običajno ni ponujen ostalim članom.

Število primernih neposrednih povezav, vzpostavljenih med (mednarodnimi) klirinškodepotnimi družbami iz držav članic Evropske monetarne unije, je doseglo število štiriinpetdeset, medtem ko je bilo posrednih povezav sedem<sup>105</sup> ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)). Veliko povezav še ni bilo ocenjenih oz. zaradi dolžine postopka, ki lahko traja tudi več kot eno leto, še čaka na dodelitev ocene. Do sedaj je bilo triindvajset poravnalnih sistemov ocenjenih kot primernih ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)).

Zgornji opis nakazuje le obstoj teoretičnih možnosti povezav med klirinško-poravnalnimi sistemi in čezmejnega prenosa vrednostnih papirjev. Ideja o enotnem evropskem finančnem

<sup>103</sup> Direktiva MiFID opredeljuje pravico tržnih udeležencev do nediskriminatornega postopka za sprejem v članstvo v posamezni klirinškodepotni družbi (tudi če kandidat za člana nima statusa rezidenta v zadevni državi) in izbiro preferenčnega ponudnika poravnalnih storitev za poravnavo poslov, sklenjenih na določeni borzi vrednostnih papirjev (izbira je možna pod pogojem, da ustreza povezava med borzo in želenim ponudnikom obstaja). Omenjena določila so uvedena v slovenski pravni red z ZTFI (poglavje 11.3 - Člani centralne klirinškodepotne družbe in 460. člen – Pravica borznega člana do izbire poravnalnega sistema). Kodeks ravnanja še razširja določila direktive MiFID na področje vzpostavljanja povezav med borzami vrednostnih papirjev, (mednarodnimi) klirinškodepotnimi družbami in klirinškimi družbami.

<sup>104</sup> Dokument definira tudi dostop do podatkov o poslih z vrednostnimi papirji (*transaction feed*), pri čemer ne gre za omogočanje prenosa vrednostnih papirjev, temveč za omogočanje pridobitve informacij med organizacijami v vertikalni smeri (tj. trgovalna platforma – klirinška družba oz. centralna nasprotna stranka – klirinškodepotna družba).

<sup>105</sup> Podatki se nanašajo na presečni datum 14. avgust 2009. ECB ocenjuje primernost povezav v približno letnih ciklih (natančnejša opredelitev zaradi javnosti nedostopnih pravil ni mogoča). Število povezav, ki niso opredeljene kot primerne oz. čakajo na oceno, ni znano. Povezave vzpostavljene preko KDD so bile ocenjene kot ustrezne 14. avgusta 2009.

trgu z učinkovitimi mehanizmi pretoka kapitala pa ima povsem drugačne razsežnosti. Vzpostavitev povezav med nekaterimi klirinško-poravnalnimi sistemi sicer zagotavlja določeno raven mobilnosti kapitala, vendar zastavljenega cilja s tem še ni mogoče doseči. Vzpostaviti je namreč treba takšno infrastrukturo, ki bo omogočala vsem investitorjem dostop do vseh trgov na učinkovit in stroškovno ugoden način. Odgovor privatnega sektorja na te zahteve je projekt domačega trga skupine Euroclear, rešitve komunikacijske mreže projekta Link Up Markets, povezovanje drugih manjših klirinško-poravnalnih sistemov in podpis Evropskega kodeksa ravnanja glede kliringa in poravnave poslov z vrednostnimi papirji.

#### **4.2 Domači trg skupine Euroclear**

Skupina Euroclear se je razvila v enega vodilnih evropskih ponudnikov klirinško-poravnalnih storitev tako za domače, kot čezmejne transakcije. Skupino sestavljajo naslednje nacionalne klirinškodopotne družbe in mednarodna klirinškodopotna družba ([www.euroclear.com](http://www.euroclear.com)):

- Euroclear Belgija;
- Euroclear Finska;
- Euroclear Francija;
- Euroclear Nizozemska;
- Euroclear Švedska;
- Euroclear Velika Britanija in Irska;
- ICSD Euroclear bank.

Cilj, ki si ga je skupina zastavila s skupno klirinško-poravnalno in skrbniško platformo je svojim klientom zagotoviti čezmejne storitve povezane z vrednostnimi papirji tako učinkovito in poceni, kot so te na voljo v okviru nacionalnih trgov. Ta cilj bi naj bil dosežen z enotno poravnalno platformo (*»Single Settlement Engine«*). Zagon platforme je bil postopen<sup>106</sup>. Na ta način je bila dosežena harmonizacija klirinško-poravnalnih postopkov in konsolidacija poravnalnih procesov v skupini Euroclear tako za posle v centralnobančnem denarju kot tudi v denarju poslovnih bank<sup>107</sup> (Taking Stock, 2005, str. 3). Pokrivanje tako številnih trgov bo omogočeno z multivalutno platformo. Kot pomemben preskok v ustvarjanju okolja brez meja, je izbira dostopa iz katerekoli članice skupine preko enotne platforme. Omenjena izbira pa hkrati omogoča tudi izbiro nacionalne zakonodaje, ki bi jo investitor v skladu z lastnimi interesi in cilji ocenil kot preferenčno<sup>108</sup>.

Opisana harmonizacija in konsolidacija bi, kot navaja Norman (2007, str. 234), v skupini Euroclear prinesla letne prihranke v višini 300 milijonov evrov. Če bi rešitve skupine Euroclear bile uvedene za vse evropske trge, bi skupni prihranki narastli na milijardo evrov,

---

<sup>106</sup> Na novo platformo je bil najprej priključen Euroclear Francija (maj 2006), CREST (avgust 2006) in Euroclear Bank (januar 2007). Ostale članice so bile priključene kasneje ([www.euroclear.com](http://www.euroclear.com)).

<sup>107</sup> Poravnava v centralnobančnem denarju se odvija preko nacionalnih klirinškodopotnih družb, medtem ko se poravnava v denarju poslovnih bank odvija preko ICSD Euroclear Bank. Strankam bi bila s tem omogočena izbira načina poravnave denarnega dela poslov z vrednostnimi papirji.

<sup>108</sup> Možnost uporabe več zakonodaj v okviru ene poravnalne platforme je ponujal že CREST, in sicer angleške in irske (leta 2001 sta se Euroclear in CREST združila). Leta 2007 se je CREST preimenoval v Euroclear UK & Ireland.

ki jih sicer povzroča neučinkovita evropska klirinško-poravnalna infrastruktura. Skupni stroški zagona platforme so bili ocenjeni na 500 milijonov evrov.

S tem načrti harmonizacije in konsolidacije še niso bili zaključeni. V naslednji fazi je skupina predstavila poravnalno platformo za poravnave poslov sklenjenih na trgovalnih platformah skupine Euronext<sup>109</sup> (*Euroclear Settlement of Euronext-zone Securities*). V bistvu je šlo za izgradnjo sistema, ki bi ob harmoniziranih postopkih združeval trgovalno, klirinško in poravnalno funkcijo za vse tipe vrednostnih papirjev. Platforma je začela delovati januarja 2009. Pred omenjeno konsolidacijo je nakup na lokalnem trgu (npr. v Franciji) zahteval oddajo naročila na tem trgu, kliring v lokalni klirinški družbi in uporabo lokalnega poravnalnega sistema. Euronext je omogočil povezavo prvega in drugega postopka, medtem ko je združitev s skupino Euroclear prinesla še funkcijo poravnave v skupni sistem. Na ta način je bila omogočena oddaja trgovalnega naročila v enotnem sistemu katerekoli v mrežo vključene borze, kliring na skupni platformi in poravnavo prav tako na skupni novi *Euroclear Settlement of Euronext-zone Securities* poravnalni platformi. Na ta način je bilo s strani skupine Euroclear ustvarjeno okolje brez ovir, ki bi jih predstavljale nacionalne meje, kar predvideva tudi ideja enotnega evropskega kapitalskega trga<sup>110</sup>. Pomanjkljivost rešitve skupine Euroclear je le-ta, da je uporabna le na trgih, ki jih skupina obvladuje. Menim, da konsolidacije vseh evropskih sistemov trenutno ni mogoče doseči.

Trenutno zadnja faza v naporih skupine Euroclear v ustvarjanju evropskega kapitalskega trga brez meja je vzpostavitev združene platforme (*»Single Platform«*) (tj. združene *Single Settlement Engine* in *Euroclear Settlement of Euronext-zone Securities*) v enotno platformo za enoten (čezmejen) dostop do poravnalnih in z njimi povezanih storitev. Dostop do platforme je omogočen preko modula *»Common Communication Interface«*<sup>111</sup>.

Na ta način je skupina Euroclear ustvarila pogoje sicer geografsko omejenega enotnega evropskega kapitalskega trga. S tem so bile v tem prostoru odpravljene Giovanninijeve ovire, za odpravo katerih je bil zadolžen privatni sektor. Predvidevamo lahko, da bo projekt TARGET2-Securities predvidoma oslabil poslovanje enotne platforme skupine Euroclear. Natančnejša analiza vplivov trenutno še ni mogoča.

Hkrati velja izpostaviti, da je, kot navaja Tranquillini (2009, str. 9), skupina Euroclear dosegla velik napredek v omogočanju učinkovitih in poceni čezmejnih transakcij z vrednostnimi

---

<sup>109</sup> Euronext je vseevropska borza vrednostnih papirjev s sedežem v Parizu in izpostavami v Belgiji, Franciji, Nizozemski, Portugalski in Veliki Britaniji. Poleg trgovanja z lastniškimi vrednostnimi papirji in izvedenimi instrumenti, skupina nudi tudi klirinške storitve. V letu 2007 je bila izvedena združitev z NYSE Group (ki ima v lasti borzo v New York-u). Tako je kot prva globalna borza vrednostnih papirjev nastala družba NYSE Euronext ([www.euronext.com](http://www.euronext.com)).

<sup>110</sup> Kot primer lahko navedem možnost, da investitor iz Francije poravna posel z nizozemskim vrednostnim papirjem s stranko iz Belgije. Poravnava bo za stranko iz Francije poravnana preko Euroclear Francija in za stranko iz Belgije preko Euroclear Belgija. Naročilo za posel je lahko oddano preko katerekoli borze iz opisanega sistema.

<sup>111</sup> *Common Communication Interface* je začela delovati januarja 2009, ko je belgijskemu in nizozemskemu trgu ponudila dostop do platforme *Euroclear Settlement of Euronext-zone Securities* ([www.euroclear.com](http://www.euroclear.com)).



papirji le na podlagi strategije širjenja skupine in združevanja klirinško-poravnalne infrastrukture ter povečanega povpraševanja po tovrstnih storitvah. S tem je bila popolnoma zavržena teza, da je znaten dvig učinkovitosti klirinško-poravnalne infrastrukture mogoče doseči le kot rezultat regulatornih pritiskov ali na način, ki ga s projektom TARGET2-Securities želi vsiliti ECB.

#### **4.3 Skupina klirinškodepotnih družb vključenih v projekt Link Up Markets**

Skupina Euroclear predstavlja le eno izmed treh skupin evropskih klirinškodepotnih družb, ki jih razdvajajo razlike v pogledih na prihodnost klirinško-poravnalne infrastrukture. Poleg skupine manjših ali srednje velikih klirinško-poravnalnih sistemov<sup>112</sup>, ki ohranjajo svoj samostojen status, kot star tekmelec skupine Euroclear deluje tudi skupina Clearstream. Ta je v skupini sedmih drugih klirinškodepotnih družb stopila v projekt Link Up Markets<sup>113</sup> ([www.linkupmarkets.com](http://www.linkupmarkets.com)). Zaradi borbe za prevlado na evropskem poravnalnem trgu ni veliko možnosti, da bi prišlo do združitve sistemov obeh tekmecev, kar bi sicer lahko pomenilo dobre obete za udejanjenje ideje o učinkoviti in poceni vseevropski klirinško-poravnalni infrastrukturi.

Tudi namen projekta Link Up Markets je dvig učinkovitosti in znižanje stroškov klirinško-poravnalnih storitev pri čezmejnih poslih z vrednostnimi papirji v Evropi. To bi naj bilo doseženo z vzpostavitvijo informacijskih in komunikacijskih povezav med vključenimi klirinškodepotnimi družbami (Link Up Markets – Direct cross-border access, 2009, str. 4-5). Razlike v specifičnih zahtevah in funkcionalnostih poravnalnih informacijskih sistemov posameznih družb pri medsebojni komunikaciji (tj. v primeru poravnave čezmejnih poslov in drugih storitev, ki zahtevajo medsystemsko komunikacijo) so premoščene z uporabo komunikacijskega modula. Ta ima vlogo povezovalnega elementa med informacijskimi sistemi članic. Vsaka v sistem Link Up Markets vključena družba torej ohranja vse obstoječe funkcionalnosti in druge posebnosti lastnega sistema in se s tem izogne stroškom, ki bi nastali pri harmonizaciji med obstoječimi rešitvami vključenih družb. Prilagoditvenim stroškom se s tem izognejo tudi klienti omenjenih družb. Zaradi enostavnosti rešitve, ki jo ponuja Link Up Markets, je bil rok za izvedbo projekta in priključitev posameznih članic na komunikacijski modul postavljen zelo drzno<sup>114</sup> (Link Up Markets launch on 30th March 2009 - Press Release, 2009, str. 1).

---

<sup>112</sup> V tej skupini se nahajajo Monte Titoli (Italija), Interbolsa (Portugalska), vse vzhodnoevropske klirinškodepotne družbe (tudi KDD) in Malta. Razen italijanske družbe gre za relativno manj pomembne sisteme z nizkim obsegom prometa. To je tudi poglavitni razlog za ne vključitev v katerega izmed aktualnih projektov, tako zaradi potencialnih visokih stroškov na strani samih družb in s tem tudi odsotnosti ekonomskega interesa za tak korak, kakor tudi premajhnega interesa s strani večjih družb, ki bi bile zainteresirane za sodelovanje tudi manjših sistemov v harmonizacijsko/konsolidacijskih pobudah.

<sup>113</sup> Gre za naslednje nacionalne klirinškodepotne družbe: Clearstream Banking Frankfurt (Nemčija), OeKB (Avstrija), SIX SIS (Švica), VP (Danska), Hellenic Exchanges (Grčija), Iberclear (Španija), Cyprus Stock Exchange (Ciper) in VPS (Norveška). Mednarodna klirinškodepotna družba ICSD Clearstream Banking Luxembourg v projekt ni vključena.

<sup>114</sup> V skladu z načrti je bil sistem operativen marca 2009 in sicer v letu dni od ustanovitve združenja Link Up Markets. Priključitev posameznih klirinškodepotnih družb na komunikacijski modul je v skladu z načrti potekala kakor sledi:

- marec 2009: Clearstream Banking Frankfurt, OeKB, SIX SIS in VP;

Sistem je zasnovan v skladu z zahtevami direktive MiFID, Evropskega kodeksa ravnanja glede kliringa in poravnave poslov z vrednostnimi papirji, nadzorniškimi priporočili ESCB-CESR in načrtom za odpravo Giovanninijevih ovir. Omogoča nekakšno predpripravo za lažji prehod na uporabo platforme TARGET2-Securities. V primerjavi z načrtovanim projektom TARGET2-Securities zagotavlja pri procesiranju čezmejnih transakcij bistveno razširjen nabor funkcionalnosti, prilagajanje nacionalnim posebnostim (uporaba že obstoječe infrastrukture in postopkov, ki jih investitorji, posredniki in klirinškodotne družbe uporabljajo že danes) ter stroškovno učinkovitost (The solution of Link Up Markets, 2008, str. 3-4).

Temeljna razlika med projektoma Link Up Markets in enotno poravnalno platformo skupine Euroclear je ta, da so bile za izvedbo projekta skupine Euroclear za izgradnjo enotne poravnalne infrastrukture potrebne izredno obsežne investicije. Projekt Link Up Markets je v nasprotju s tem za vzpostavitev povezovalne infrastrukture zahteval zanemarljivo malo vloženih sredstev. Večino naporov pri slednjem so članice vložile za vzpostavitev tehničnih povezav med družbami. Predpogoj za priključitev posamezne družbe na komunikacijski modul je bil namreč vzpostavitev v začetku poglavja opisanih povezav za prenos vrednostnih papirjev med centralnimi registri vrednostnih papirjev (The solution of Link Up Markets, 2008, str. 3). Ta zahteva se je sicer izkazala kot ovira pri vključevanju nekaterih manjših klirinškodotnih družb v projekt, saj le-te zaradi majhnega obsega čezmejnih poslov ne prepoznajo poslovne priložnosti v vzpostavitvi povezav do vseh ostalih članic<sup>115</sup>.

Kot navaja Tranquillini (2009, str. 11) je pristop, uporabljen s projektom Link Up Markets, v bistvu enostaven in poceni, vendar kratkotrajna rešitev za dvig učinkovitosti poravnave čezmejnih poslov z vrednostnimi papirji. Trajno učinkovita rešitev bi naj predstavljala priključitev na vseevropsko poravnalno platformo TARGET2-Securities. To bi dejansko pomenilo, da bi zahtevno delo prenove infrastrukture bilo preloženo z večino stroškov vred na Evrosistem. Na ta način se je torej mogoče učinkovito izogniti visokim investicijam, ki so bile sicer potrebne v predstavljenem projektu skupini Euroclear. Zaradi političnih pritiskov na članice skupine Euroclear, ki se kažejo v njihovem podpisu »*Memorandum of understanding*«<sup>115</sup> glede pristopa v projekt TARGET2-Securities, se je upravičenost visokih investicij pri vzpostavljanju enotne poravnalne platforme za članice skupine Euroclear pokazala kot zelo vprašljiva.

#### **4.4 Kodeks ravnanja glede kliringa in poravnave poslov z vrednostnimi papirji**

Idejo o kodeksu ravnanja glede kliringa in poravnave sem nakazal že v poglavju o pogledih javnega sektorja na reševanje problematike neučinkovitosti klirinško-poravnalne infrastrukture. Podrobneje jo predstavljam na tem mestu, kajti sama ideja je resda prišla iz direktorata za notranji trg in storitve, ki ga trenutno vodi komisar Charlie McCreevy, vendar

- 
- junij 2009: Hellenic Exchanges in Iberclear;
  - konec 2009: Cyprus Stock Exchange in VPS.

<sup>115</sup> To je tudi eden izmed poglobitvenih razlogov za trenutno majhen interes KDD po vključitvi v projekt.

pa je bil njen temeljni namen doseči soglasje in trdno zavezo obstoječih klirinških, poravnalnih in tudi trgovalnih sistemov glede izpolnjevanja meril za dvig konkurence, lažjega dostopa in transparentnosti trgovalnih in po-trgovalnih procesov. Izpolnjevanje meril je bilo torej popolnoma v domeni privatnega sektorja.

Ideja o podpisu kodeksa ravnanja je slonela na že predstavljeni usmeritvi Evropske komisije in še zlasti komisarja za notranji trg in storitve McCreevy-ja, ki je poudarjala iniciativo prostega trga in pomen konkurence. Kot navaja Norman (2007, str. 244) med tržnimi udeleženci ni bilo zaslediti navdušenja nad idejami skupine »*The Lamfalussy Committee of Wise Men*«, ki je v primeru nezadovoljivih rezultatov privatnega sektorja pri reševanju problematike neučinkovite klirinško-poravnalne infrastrukture brez odlašanja predlagala intervencijo javnega sektorja. Prav tako je bilo zaznati odpor nad direktivo MiFID, katere določila so bila pogosto označena kot zelo kompleksna in obremenjujoča za delovanje tržnih sil.

Komisar McCreevy je v pogajanja za oblikovanje vsebine kodeksa vključil vse evropske klirinškodpotne družbe, klirinške družbe (oz. centralne nasprotne stranke) in borze vrednostnih papirjev. Grožnja z direktivo je bila pomembna spodbuda za hitro doseglo soglasja (Clearing and Settlement in the European Union – The way forward, 2004, str. 11-12). Kodeks je bil podpisan 7. novembra 2006 (Clearing and settlement: Commissioner McCreevy welcomes industry's new Code of Conduct – Press release, 2006). Zahteve kodeksa so bile zbrane v treh skupinah, ki so bile med seboj soodvisne:

- Preglednost objavljenih cenikov trgovalnih in po-trgovalnih storitev: zahteve so se nanašale na javno objavo cenikov, opis ponujenih storitev, pogojev za dostop do storitev in objavo pravilnikov za popuste in rabate.
- Zagotavljanje neoviranega in nediskriminatornega dostopa do storitev za stranke ponudnikov storitev in vzpostavljanje povezav med informacijskimi sistemi samih ponudnikov storitev<sup>116</sup>.
- Ponudba razvezanih (tj. posameznih) storitev in zagotavljanje podatkov o prihodkih in stroških po posameznih predpisanih skupinah storitev.

Roki za prilagoditev merilom so bilo postavljeni zelo ambiciozno. Prvi sklop meril so se podpisnice zavezale izpolniti do konca leta 2006 in nato še preostala sklopa v polletnih presledkih. Vse zahteve kodeksa so bile izpolnjene do 1. januarja 2008<sup>117</sup>.

Nekatera določila kodeksa je mogoče povezati z Giovanninijevimi ovirami ali z direktivo MiFID. Kljub temu kodeks predstavlja bistven korak naprej prav z jasno izpostavljenimi cilji, ki vsak zase kažejo na v praksi najbolj kritične elemente klirinško-poravnalne infrastrukture, ki preprečujejo nastanek učinkovitega konkurenčnega okolja mnogih alternativnih

---

<sup>116</sup> Dolžnost zagotavljanja dostopa med ponudniki storitev se je nanašala na vse kombinacije povezav med klirinškodpotnimi družbami, klirinškimi družbami (oz. centralnimi nasprotnimi strankami) in borzami vrednostnih papirjev (European Code of Conduct for Clearing and Settlement, 2006, str. 7).

<sup>117</sup> V kolikor je posamezna družba podpisala kodeks kasneje, je obveznost izpolnjevanja vseh predpisanih meril veljala takoj ob podpisu.

ponudnikov storitev. Že bežen pogled na spletne strani ponudnikov klirinških, poravnalnih in trgovalnih storitev je namreč razkrival, da klient, ki bi želel poiskati opise ponujenih storitev in njihove cene ter jih morda primerjati s ponudbo drugih ponudnikov, ne bo imel lahkega dela. Poglavitne težave, na katere je kodeks opozarjal in jih skušal odpraviti so naslednje:

- tarife so bile povečini zelo zapleteno in nejasno formulirane, pogosto tudi javno nedostopne;
- pomanjkljivi opisi storitev in težko povezljivi s tarifami;
- nejasen obstoj popustov in kriterijev za njihovo uveljavitev ali njihova dostopnost le na zahtevo;
- izstavljeni računi za opravljene storitve brez detajlne razčlenitve postavk in težko povezljivi s tarifami;
- storitve so bile pogosto ponujene le v sklopih. Strankam je bilo tako onemogočeno koristiti le posamezno storitev in/ali jo uporabiti v povezavi z drugo, sicer soodvisno storitvijo drugega ponudnika;
- pridobitev storitve je bila pogosto pogojena s statusom rezidenta;
- ločeno računovodsko prikazovanje podatkov vezanih na posamezno razvezano storitev ni bilo mogoče;
- vzpostavljanje tehničnih povezav med ponudniki klirinških, poravnalnih in trgovalnih storitev je potekalo na netransparentni osnovi in ob nejasno definiranih pravilih. Na ta način je bilo mogoče odvrniti alternativne ponudnike storitev od vstopa na domač trg; ipd.

Šele popolna razpoložljivost informacij glede cen, jasne opredelitve in pravil za dostop do storitev so bile porok za vzpostavitev višjega nivoja konkurence in dejanske možnosti izbire za kliente. Kodeks naj bi torej omogočil dostop do katerekoli storitve v katerikoli državi iz katerekoli države. Pomembna razlika med pristopom, ki sta ga utemeljila Giovannini na eni strani in McCreevy na drugi, je bil način za njuno udejanjenje, Giovannini je predvideval doseganje teh razmer z uvedbo ustrezne regulacije, medtem ko je McCreevy poskusil z dogovorom med samimi ponudniki teh storitev (McCreevy, 2006, str. 4). Kakor se je izkazalo v praksi, je bil uspešnejši McCreevy, ki mu ni uspelo prepričati le vseh ponudnikov omenjenih storitev na področju Evropske unije, temveč tudi mnoge na širšem Evropskem področju. Kodeks je do maja 2009 podpisalo 21 borz vrednostnih papirjev, 13 klirinških družb in centralnih nasprotnih strank ter 35 klirinškodopotnih družb<sup>118</sup> (Status on Code of Conduct implementation – Status report, 2009, str. 3).

O uspehih kodeksa je sicer potrebno soditi v dveh korakih. Prvi predstavlja dogovor o podpisu dokumenta in pogajanja o njegovi vsebini, medtem ko drugi korak predstavlja dejansko spoštovanje v kodeksu opredeljenih meril. Kot velik dosežek na prvi stopnji lahko ocenimo že zelo kratko obdobje štirih mesecev, ki so minili od najave namere o pripravi kodeksa julija 2006, pa do podpisa novembra istega leta. Kot trdno zagotovilo za dejansko uresničevanje dogovora so bili podpisi predsednikov uprav družb podpisnic. Kot navaja Norman (2007, str.

---

<sup>118</sup> Dejansko je število še višje, saj so nekatere podpisnice nastopile kot skupine (npr. NYSE Euronext, LCH.Clearnet, NASDAQ OMX Exchanges, itd.).

248), je bilo to bistveno trdnejše zagotovilo za končen uspeh, kot pa če bi bil dogovor podpisan npr. s strani treh združenj klirinškodopotnih družb, klirinških družb in borz vrednostnih papirjev<sup>119</sup>. Zaradi takrat ocenjene veliko večje verjetnosti za uspešno dosego dogovora so bile iz pogajanj namerno izpuščene skrbniške banke, ki bi lahko zaradi želje po zaščiti svojih dosedanjih praks zelo otežile pogajalski proces. Prav tako se je kodeks nanašal samo na področje lastniških vrednostnih papirjev in namerno izpuščal derivative in dolžniške instrumente. Vključitev slednjih je pričakovana v kasnejših fazah predvidene zaostrojitve meril (McCreevy, 2006, str. 4). Omeniti želim še ob samem podpisu ohlapno definirano področje drugega sklopa kodeksa, ki se nanaša na dostope. To področje je zahtevalo poglobljene razprave in pogajanja. Primaren cilj kodeksa je bil namreč odpiranje do sedaj bolj ali manj zaprtih klirinških in poravnalnih trgov ter ustvarjanje konkurenčnih razmer. Direktiva MiFID je sicer predstavljala neke vrste teoretično izhodišče za liberalizacijo dostopov do storitev za uporabnike po-trgovalnih storitev. Naloga kodeksa pa je bila omogočiti izvedbo teoretičnih določil tudi v praksi. Šele vzajemni učinki kodeksa in direktive MiFID naj bi dali, kot navaja McCreevy (2006, str. 2-3), ustrezne rezultate. Junija 2007 je bil objavljen dokument »*Access and Interoperability – Guideline*«, ki je zelo natančno opredeljeval načine zagotavljanja dostopov med ponudniki trgovalnih in po-trgovalnih sistemov. Opredeljenih je bilo kar 14 tipov povezav tako med različnimi tipi organizacij (tj. horizontalne in vertikalne povezave), kakor tudi glede na različne obsege funkcij, ki jih povezava podpira (Access and Interoperability – Guideline, 2007).

Implementacija določil kodeksa ravnanja je bila tesno povezana z Giovanninijevimi ovirami in skupino CESAME, ki je skrbela za koordinacijo aktivnosti za njihovo odpravo. Menim, da bi šele uspešno opravljeno delo na obeh področjih hkrati lahko ustvarilo pogoje za prost dostop uporabnikov storitev do svojih preferenčnih ponudnikov infrastrukture in s tem želen dvig učinkovitosti evropskih klirinško-poravnalnih sistemov.

Že omenjen drugi korak pri ocenjevanju uspešnosti kodeksa ravnanja predstavlja ocenjevanje dejanskega napredka pri doseganju opredeljenih meril. To delo je prevzela skupina »*Clearing and Settlement Code of Conduct Monitoring Group*«<sup>120</sup>, ki na polletni osnovi pripravlja poročila z detajlnimi opisi izpolnjevanja meril in navedbami kršitev<sup>121</sup>. V skladu z rezultati poročil lahko zaključim, da se je ta kombinacija samoregulacije podpisnic in strogega nadzora izpolnjevanja predpisanih meril pokazala kot izjemno uspešna. Na podlagi teh ugotovitev je torej mogoče razumeti skeptičnost tržnih udeležencev ob v prejšnjem poglavju opisanem poskusu popolne spremembe v organizaciji klirinško-poravnalne infrastrukture s strani Evrosistema.

---

<sup>119</sup> Gre za naslednja združenja:

- ECSDA: European Central Securities Depositories Association;
- FESE: Federation of European Securities Exchanges;
- EACH: European Association of Central Counterparty Clearing Houses.

<sup>120</sup> Sestavljena je iz enajstih predstavnikov Evropske komisije, predstavnika ECB in CESR.

<sup>121</sup> Poročila so objavljena na spletni strani Evropske komisije: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/clearing/mog\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/mog_en.htm). Na tej strani so objavljena tudi poročila o izpolnjevanju meril iz kodeksa ravnanja, pripravljena s strani podpisnic (tj. ECSDA, FESE in EACH).

## **5 Vključevanje slovenske klirinško-poravnalne infrastrukture v enotni evropski finančni trg**

### **5.1 Zaznavanje sprememb v evropskem klirinško-poravnalnem segmentu**

Za države centralne in vzhodne Evrope, ki so postale članice Evropske unije leta 2004 ali kasneje, velja splošna ugotovitev, da so njihovi kapitalski trgi relativno slabo razviti. Borze vrednostnih papirjev in klirinško-poravnalni sistemi so se v teh državah začeli razvijati v smeri uporabe mednarodnih standardov in postopkov zelo pozno. Njihov razvoj je bil zaznamovan s preходом v tržno gospodarstvo in procesom privatizacije do tedaj pretežno državne ali družbene lastnine. V Sloveniji je bila Ljubljanska borza vrednostnih papirjev ustanovljena šele leta 1989, KDD pa leta 1995.

Kapitalski trgi teh držav imajo povečini naslednje značilnosti, ki zavirajo njihov razvoj in predvsem hitrejšo uveljavitev v enotnem evropskem finančnem trgu:

- nizek promet na domačem trgu;
- majhno število vzpostavljenih povezav z drugimi (mednarodnimi) klirinškodopotnimi družbami ali okrnjen nabor funkcionalnosti vzpostavljenih povezav;
- nizek obseg čezmejnih poslov;
- nizka likvidnost papirjev (predvsem v manjših gospodarstvih);
- tržna kapitalizacija mnogih podjetij na prehodu v tržno gospodarstvo ne dosega niti njihovih knjigovodskih vrednosti;
- počasno uvajanje novih (tudi izvedenih) finančnih instrumentov v trgovalne segmente;
- ponekod še ni omogočeno ali ustrezno podprto fiduciarno lastništvo (predvsem iz davčnega vidika ali lastniških omejitev), itd.

Postopki v trgovalni in po-trgovalni infrastrukturi so bili v teh državah naravnani predvsem v zadovoljevanje potreb domačih gospodarstev, saj so bila le-ta izrazito notranje orientirana in potreb po prilagajanju mednarodnim standardom poslovanja klirinško-poravnalnih sistemov ni bilo. Nacionalni klirinški in poravnalni sistemi so delovali in v nekaterih državah še vedno delujejo v povsem monopolnih razmerah<sup>122</sup>. Šele evropski integracijski procesi so spodbudili odpiranje kapitalskih trgov tudi navzven. Zlasti pomemben premik pri odpravi ponekod kar uzakonjenih monopolnih razmer je prinesla implementacija direktive MiFID v nacionalne zakonodaje in sprejetje Kodeksa ravnanja. MiFID tako predvideva, da lahko reguliran tržni segment ponudi svojim klientom možnost proste izbire pri uporabi poravnalne infrastrukture (European Code of Conduct for Clearing and Settlement, 2006, str. 7). S tem problem proste izbire ponudnikov po-trgovalnih storitev v praksi še zdaleč ni popolnoma razrešen saj je možnost izbire omejena le na tiste ponudnike, s katerimi je določena trgovalna platforma

---

<sup>122</sup> Monopolne razmere (predvsem v smislu zakonskih in administrativnih ovir za dostop alternativnih ponudnikov storitev) v članicah Evropske unije zasledimo predvsem v državah, ki še niso članice Evropske monetarne unije in se na podlagi tega še vedno lahko ubranijo pritiskov po prilagajanju in odpiranju nacionalne infrastrukture globalnemu trgu. Primer tega je lahko Poljska, kjer zaradi nedorečenega fiduciarnega imetništva povezave med domačimi in tujimi klirinško-poravnalnimi sistemi še vedno niso vzpostavljene.

vzpostavila povezavo in katere je nacionalni nadzornik trga vrednostnih papirjev opredelil kot ustrezne. Šele ob izpolnitvi teh pogojev se lahko v praksi pojavijo alternativne možnosti za uporabnike storitev, ki bi se odločali v skladu s svojimi preferencami. Kodeks ravnanja ob opredelitvah iz direktive predvideva še nadaljnje korake v smeri proste izbire ponudnikov klirinško-poravnalnih storitev. Kodeks ravnanja namreč predvideva, da lahko katerikoli ponudnik storitev (organiziran trg, MTF, klirinška družba/centralna nasprotna stranka ali klirinškodopotna družba) zahteva od drugega ponudnika vzpostavitev povezave med sistemoma<sup>123</sup> (European Code of Conduct for Clearing and Settlement, 2006, str. 7-8).

Horizontalne in vertikalne povezave med sistemi niso bile vzpostavljane le na nivoju povezav za pretok informacij in vrednostnih papirjev med sistemi, ampak tudi v smislu lastniških povezav (Blue book: Payment and Securities Settlement Systems in the European Union, 2007, str. 61-62). Finančno močnejše zahodne borze so namreč postajale lastnice pomembnih lastniških deležev srednje in vzhodno-evropskih borz. Ob tem je potrebno omeniti še vzpostavitev MTF trgovalnih platform, ki so prevzele velik del likvidnosti nacionalnim trgom. Tudi s stališča slovenskega kapitalskega trga velja izpostaviti MTF trgovalne platforme, ki delujejo v okviru družbe EuroMTS Limited<sup>124</sup> in pokrivajo velik del sekundarnega trga z državnimi dolžniškimi vrednostnimi papirji ([www.euromts-ltd.com](http://www.euromts-ltd.com)). Poleg platform MTS Slovenia in MTS Poland je bila ustanovljena tudi platforma NewEuroMTS, ki predstavlja zelo likviden sekundarni segment za državne obveznice držav, ki so se pridružile Evropski uniji leta 2004 in 2007.

Konsolidacija v klirinško-poravnalnem sektorju še ni tako izrazita. Vsekakor ni mogoče spregledati določil direktive MiFID, na podlagi katerih je v prihodnje pričakovan prenos klirinško-poravnalnih operacij iz obstoječih sistemov na tiste, ki jih bodo favorizirale trgovalne platforme. Iz tega stališča se zdi, da prevzemi klirinškodopotnih družb morda niso tako zanimivi, saj je ob lastništvu trgovalne infrastrukture lažje preprosto preusmeriti poravnalne poti na alternativne sisteme. V kolikor se klirinškodopotne družbe ne bi pravočasno odzvale na opisane spremembe jim grozi možnost izgube pomembnega dela posla. V skrajnem primeru pa bi bil, kljub ohranitvi funkcije registrarja in centralnega depozitarja, lahko ogrožen tudi njihov obstoj. Potreba po prilagajanju harmonizacijskim trendom in spremembah v naboru dejavnosti je pomembna zlasti za male klirinškodopotne družbe. Mednje se uvršča tudi KDD.

Vloga KDD se je v obdobju od ustanovitve leta 1995 do danes spreminjala in spremembe bodo spričo evolucij globalne klirinško-poravnalne industrije v prihodnje še izrazitejše. Dosedanje poslovanje na lokalnem trgu vrednostnih papirjev je bilo pretežno omejeno na operativno in tehnično podporo lastninskemu preoblikovanju podjetij ter borznemu trgovanju. Posledica tega procesa je postopno zmanjšanje števila imetnikov računov pri KDD<sup>125</sup>, padec

---

<sup>123</sup> Pri tem gre lahko za horizontalno ali vertikalno povezavo med sistemi.

<sup>124</sup> Lastnik družbe EuroMTS Limited, ki upravlja omenjene trgovalne platforme, je družba MTS SpA. Večinski lastnik slednje (preko 60-odstotni delež) je družba Borsa Italiana.

<sup>125</sup> Upoštevajoč podatke ob koncu leta je bilo v sistemu centralnega registra KDD odprtih največ računov konec leta 2002 (1.964.243 računov, 1.012.586 imetnikov), medtem ko je bilo konec leta 2008 odprtih le še 690.968

obsega osnovnih storitev KDD, krepitev klirinško-poravnalnih dejavnosti na izvenborznem trgu, agresivnejši pristop Ljubljanske borze vrednostnih papirjev glede krepite njene vloge na trgu kapitala in vedno večje število primerov kapitalskega povezovanja olastninjenih podjetij in zapletenejših korporacijskih dejanj, še posebej različnih statusnih preoblikovanj. Tako se je poslovanje KDD neizogibno prevesilo v novo obdobje, ki ga je ob zaključku lastninjenja zaznamoval predvsem vstop v Evropsko monetarno unijo. Navedenim dejstvom se mora pospešeno in hitro prilagajati tudi poslovanje KDD, in sicer v vseh svojih segmentih poslovanja. Ravno iz zgoraj navedenega izhaja, da bo v prihodnjem obdobju poslovanje KDD osredotočeno predvsem na aktivno sodelovanje pri razvoju v prvi fazi povezljivega<sup>126</sup> ter kasneje tudi integriranega klirinško-poravnalnega omrežja ponudnikov tovrstnih storitev v okviru enotnega evropskega finančnega trga.

Tako se poslovanje na celotnem finančnem trgu in trgu finančnih instrumentov vse bolj usmerja od izolacije k povezljivosti in internacionalizaciji, v razvoj avtomatiziranih, povezljivih in netveganih storitev (t.j. izpolnitvenih mehanizmov za direktne posle, poravnane izven borze), k iskanju konkurenčnih prednosti znotraj bančnega segmenta in k razvoju storitev (predvsem skrbniških), v globalizacijo dostopnosti finančnih storitev in vedno bolj zahtevno tehnološko in komunikacijsko podprtost poslovanja, ki zagotavlja povezljivost in lažjo dostopnost med sistemi klirinško-poravnalnih ponudnikov v Evropski uniji. KDD, kot bistven element lokalnega in relativno pomemben element nastajajočega vseevropskega finančnega trga, mora tem spremembam slediti s pripravo takšnih strategij poslovanja, ki bodo težila k popolni integraciji v enotnem evropskem finančnem prostoru v kontekstu ponudnikov klirinško-poravnalnih storitev in predvsem z aktivnim sodelovanjem v procesu izgradnje trdnega, skladnega, povezanega in stroškovno učinkovitega evropskega trga. S tem bodo tudi lokalnim uporabnikom klirinško-poravnalne infrastrukture zagotovljene primerljive, učinkovite, kakovostne, stroškovno optimizirane in raznovrstne storitve. Obenem je potrebno zagotavljati kontinuirano podporo članom KDD pri zagotavljanju storitev svojim strankam, Banki Slovenije, izdajateljem vrednostnih papirjev, Ljubljanski borzi in drugim s KDD povezanim klirinško-poravnalnim sistemom.

## **5.2 Prilagajanje slovenske klirinško-poravnalne infrastrukture harmonizacijskim in konsolidacijskim premikom v Evropi**

Prilagajanje poslovanja slovenske klirinško-poravnalne infrastrukture poteka na več nivojih. Zaradi preglednosti prikaza bom tovrstne aktivnosti razdelil na aktivne in pasivne. Kot pasivno prilagajanje bom obravnaval aktivnosti povezane z izpolnjevanjem uveljavljenih mednarodnih standardov poslovanja klirinško-poravnalnih sistemov, ki zagotavljajo mednarodno primerljivost storitev domačih klirinško-poravnalnih storitev KDD in ki posredno omogočajo učinkovito podporo slovenskim institucijam ob njihovem povezovanju in vključevanju v evropske sisteme. Kot aktivno prilagajanje pa obravnavam tiste aktivnosti oz. projekte, ki so povezani z razvojem novih oz. modifikacijo obstoječih funkcionalnosti v

---

računov (628.871 imetnikov) ([www.kdd.si](http://www.kdd.si)). Rastoča pomembnost OTC segmenta v primerjavi z borznimi transakcijami je razvidna iz tabele 4.

<sup>126</sup> Pogosto se uporablja angleški izraz *interoperability*.



skladu s številnimi harmonizacijskimi in konsolidacijskimi projekti, ki se trenutno izvajajo v Evropski uniji z osnovnim ciljem vzpostavitve učinkovitega skupnega evropskega finančnega trga.

### 5.2.1 Pasivno prilagajanje

#### 5.2.1.1 Zagotavljanje ohranitve statusa primernega skrbnika za izvajanje kreditno-monetarnih operacij ESCB

Z vstopom v Evrosistem 1. januarja 2007 je Banka Slovenije v celoti prevzela določila Statuta ESCB in ECB, na podlagi katerega morajo biti vse kreditne operacije<sup>127</sup> centralnih bank članic ESCB polno zavarovane s primernim finančnim premoženjem (angl. *collateral*) ([www.bsi.si](http://www.bsi.si)). Med drugim le-tega predstavljajo dolžniški vrednostni papirji, izdani znotraj Evropskega gospodarskega prostora (angl. *European Economic Area*) pri centralni banki ali centralni klirinškodpotni družbi, ki se poravnava v evroobmočju skozi račune v Evrosistemu ali skozi poravnalne sisteme za posle z vrednostnimi papirji. Primerni vrednostni papirji<sup>128</sup> morajo biti vknjiženi v ustreznih poravnalnih sistemih. V skladu z zahtevo ECB morajo biti ti sistemi usklajeni s Standardi za uporabo sistemov poravnave vrednostnih papirjev v kreditnih operacijah ESCB (Standards for the Use of EU Securities Settlement Systems in ESCB Credit Operations, 1998, str. 5). KDD je že leta 2006 ECB predložila izpolnjen vprašalnik za izvedbo samoocene.

Slovenski sistem poravnave poslov z vrednostnimi papirji KDD - Centralne klirinško depotne družbe d.d. je že prejel formalno oceno usklajenosti nasproti Standardom Evropske centralne banke za uporabo sistemov poravnave vrednostnih papirjev v kreditnih operacijah Evropskega sistema centralnih bank. Usklajenost z navedenimi standardi je bila na osnovi opravljene podrobne analize in pregleda obstoječega sistema formalno potrjena s strani Sveta ECB 19. oktobra 2006<sup>129</sup> ([www.kdd.si](http://www.kdd.si)).

Da bi bilo mogoče za zavarovanje terjatev uporabiti tudi vrednostne papirje izdane v KDD in preko vzpostavljenih povezav le-te prenašati v sisteme Clearstream Banking Luxembourg (in nadalje v Clearstream Banking Frankfurt), je bilo potrebno izvesti še oceno neposredne povezave KDD - Clearstream Banking Luxembourg in posredne povezave KDD - Clearstream Banking Luxembourg - Clearstream Banking Frankfurt. Razkritje večine relevantnih informacij s strani KDD je bilo opravljeno že s predložitvijo omenjene samoocene poravnalnega sistema. Pozitivno oceno tako neposredne, kot tudi posredne povezave, je Evrosistem objavil v juliju 2009<sup>130</sup> (New relayed link and underlying direct link approved - Press release, 2009).

---

<sup>127</sup> Vključno s posojilom čez dan za namene zagotavljanja likvidnosti v plačilnih sistemih.

<sup>128</sup> Seznam primernega finančnega premoženja objavlja ECB na spletni strani: <http://www.ecb.int/paym/coll/assets/html/index.en.html>.

<sup>129</sup> Formalna ocena tako predstavlja ponovitev že v letu 2003 izvedene neformalne ocene ustreznosti sistema KDD.

<sup>130</sup> Seznam primernih poravnalnih sistemov in povezav med njimi objavlja ECB na svojih spletnih straneh ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)). Septembra 1998 je bilo objavljeno prvo poročilo, v katerem je bilo kot primernih ocenjenih 29

Formalna usklajenost sistema KDD s standardi ECB za uporabo sistemov poravnave poslov z vrednostnimi papirji v kreditno monetarnih operacijah ESCB je tako za KDD kot za Banko Slovenije izrednega pomena, saj bo Banka Slovenije prek takega sistema lahko izvajala eno svojih ključnih funkcij - izvajanje kreditnih operacij monetarne politike. Ocena poravnalnega sistema KDD in navedenih povezav je pomembna tudi s stališča izvedljivosti projekta CCBM2, o čemer sem govoril v poglavju o aktivnostih javnega sektorja.

#### *5.2.1.2 Dolgoročno zagotavljanje skladnosti z evropskim kodeksom ravnanja glede obračuna in poravnave poslov z vrednostnimi papirji*

KDD je skupaj z drugimi člani Združenja evropskih centralnih depotnih družb (ECSDA - European Central Securities Depositories Association), člani Združenja evropskih borz vrednostnih papirjev (FESE - Federation of European Stock Exchanges) ter člani Združenja evropskih klirinških družb in centralnih nasprotnih strani (EACH - European Association of Central Counterparty Clearing Houses) Evropski komisiji že v letu 2006 predala podpisan kodeks ravnanja glede obračuna in poravnave poslov z lastniškimi vrednostnimi papirji ([www.kdd.si](http://www.kdd.si)). S podpisom kodeksa se je KDD pridružila stanovskim institucijam v okviru združenja ECSDA ter drugim podpisnicam, ki nastopajo na trgu vrednostnih papirjev kot ponudniki trgovalnih ali po-trgovalnih storitev, v prizadevanju za večjo transparentnost in krepitev konkurence med ponudniki trgovalnih in po-trgovalnih storitev na evropskem trgu kapitala. Kakor je predvideno za vzpostavitev sistema TARGET2-Securities, bo tudi implementacija Kodeksa ravnanja spremenila podobo infrastrukture celotnega evropskega kapitalskega trga oz. njegovih institucij. Tako bo vlagateljem omogočeno trgovanje s pomembno skupino vrednostnih papirjev znotraj trdnega, skladnega, povezanega in stroškovno učinkovitega evropskega trga ter prosta izbira med ponudniki trgovalnih in po-trgovalnih storitev v celotnem evropskem prostoru.

Kodeks je bil s strani KDD implementiran v naslednjih korakih ([www.kdd.si](http://www.kdd.si)):

- do 31. decembra 2006: doseganje meril glede transparentnosti cen ponujenih storitev;
- do 30. junija 2007: omogočanje dostopa in povezljivosti med sistemi različnih ponudnikov trgovalnih in po-trgovalnih storitev;
- do 1. januarja 2008: členitev storitev in zagotavljanje računovodskih podatkov o prihodkih in stroških po posameznih skupinah storitev.

V skladu z zavezami iz kodeksa mora KDD tudi dolgoročno zagotavljati zaveze, ki so vsebovane v kodeksu, pri čemer bo dolgoročno najbolj obremenjujoča zaveza o povezljivosti (oz. dostopnosti) informacijskih sistemov, ki bo omogočala dostop drugim zainteresiranim inštitucijam v verigi trgovalnih in po-trgovalnih storitev do domačega sistema posamezne

---

poravnalnih sistemov za posle z vrednostnimi papirji iz Evropske unije. Zaradi konsolidacijskih procesov je število primernih sistemov (podatki se nanašajo na avgust 2009) padlo na 23. Kot ustrezne je bilo do 14. avgusta 2009 ocenjenih 54 neposrednih povezav in 7 posrednih povezav (med slednjimi je tudi povezava KDD - Clearstream Banking Luxembourg - Clearstream Banking Frankfurt).

inštitucije. Na ta način bo uporabnikom storitev hkrati omogočena prosta izbira ponudnikov posameznih storitev. Doseganje tega cilja je v soglasju z implementacijo MiFID direktive.

Skladnost z zavezami iz kodeksa je KDD pričela zagotavljati konec leta 2007. Od vključno leta 2009 je skladnost z zavezami predmet rednega preverjanja s strani zunanjih neodvisnih revizorjev<sup>131</sup> in Evropske komisije, zato bo usklajenost potrebno stalno zagotavljati. Na spoštovanje samih zavez iz kodeksa pa ne smemo gledati kot na izolirano dejavnost, saj izpolnjevanje teh zavez sodi v širši spekter aktivnosti, ki so namenjene povečanju učinkovitosti poravnave transakcij s finančnimi instrumenti med različnimi ponudniki klirinško-poravnalnih storitev in ki med drugimi vključujejo tudi aktivnosti povezane z delom Giovanninijeve skupine, izpolnjevanjem ESCB-CESR nadzorniških standardov, upoštevanjem pravil dobre prakse na področju kliringa in poravnave poslov z vrednostnimi papirji, ipd..

#### *5.2.1.3 Izpolnjevanje zahtev Združenja globalnih skrbnikov*

Namen rednih ocen poravnalnega sistema KDD s strani Združenja globalnih skrbnikov<sup>132</sup> je tujim investitorjem podati informacijo in zagotovilo o varnosti klirinško-poravnalnega sistema KDD, v okviru katerega so izdani vrednostni papirji, ki so predmet čezmejnih naložb ([www.theagc.com](http://www.theagc.com)). V skladu z zakonom »Investment Company Act« (člen 17f-17), sprejetim s strani regulatorja trga vrednostnih papirjev ZDA (*U.S. Securities and Exchange Commission*), lahko na ozemlju ZDA ustanovljene investicijske družbe investirajo v vrednostne papirje izdane in deponirane le v tistih tujih klirinškodepotnih družbah, za katere je bila izdana ocena primernosti s stališča tveganj, povezanih s skrbništvom papirjev v teh družbah. Ocena posamezne klirinškodepotne družbe tako v skladu z določili zgoraj navedenega zakona obsega preverjanje kriterijev, ki so povezani z naslednjimi elementi (2008-2009 Depository Information-gathering project, 2009, str. 16):

- naborom ponujenih storitev;
- ugledom na trgu;
- kakovostjo storitev;
- finančnimi kazalci poslovanja družbe;
- instrumenti obvladovanja tveganj;
- zavarovanji v primeru napak pri poslovanju;
- zunanjim in notranjim nadzorom nad poslovanjem družbe;
- prejetimi ocenami bonitetnih agencij;
- ostalimi ukrepi za zagotavljanje varnosti imetij vrednostnih papirjev, ki se vodijo na računih v zadevni klirinškodepotni družbi.

---

<sup>131</sup> Pregled skladnosti z zavezami kodeksa ravnanja lahko izvaja tudi zunanji revizor računovodskih izkazov podpisnice.

<sup>132</sup> Združenje globalnih skrbnikov (angl. *Association of Global Custodians*) je neformalno združenje osmih skrbniških bank, ki se pojavljajo kot globalno najpomembnejši skrbniki in ponudniki storitev, povezanih z vrednostnimi papirji, predvsem za institucionalne mednarodne investitorje. Združenje pri svojem delu deluje tudi v interesu drugih skrbnikov (pretežno delujočih v skladu s pravnim redom ZDA).

Preverba sistema KDD se izvaja na letni osnovi s pomočjo navedenega vprašalnika in prav tako s strani posameznih skrbniških bank, ki izvajajo podrobnejše preverbe z obiski v KDD. Izpolnjeni vprašalniki so na voljo vsem zainteresiranim stranem in so v skladu z dogovorom med KDD in Združenjem globalnih skrbnikov tudi javno objavljeni na spletnih straneh KDD.

#### *5.2.1.4 Podpora slovenskim institucijam ob njihovem povezovanju in vključevanju v evropske sisteme*

Slovenske institucije, ki jih bo KDD v tehnološko–infrastrukturnem smislu morala neposredno ali posredno podpreti ob njihovem povezovanju z različnimi evropskimi klirinško-poravnalnimi sistemi oz. institucijami so predvsem naslednje:

- člani KDD (banke, borznoposredniške družbe, družbe za upravljanje in ostali);
- Ljubljanska borza in (posredno) izdajateljji;
- Banka Slovenije.

##### **5.2.1.4.1 Člani KDD**

Svetovne razvojne smernice na področju integracije klirinško-poravnalnih sistemov z drugimi sistemi (bančnimi, borznoposredniškimi in skrbniškimi sistemi, sistemi vzajemnih skladov, družb za upravljanje, sistemi zalednih pisarn, borznimi in delno tudi centralnobančnimi sistemi) vse bolj poudarjajo naslednje aspekte:

- pomen tesnega integriranja zalednih pisarn in postopnega prekinjanja izključujočih povezav med borzami in klirinškodpotnimi družbami ter vpeljavo t.im. arhitekture odprte mreže (angl. *Open network architecture*);
- avtomatizacijo delovnih procesov in neposredno sistemsko procesiranje podatkov (o sklenitvah in predvidenih/izvršenih obveznostih iz borznih poslov, o vnesenih in izvršenih inštrukcijah tipa OTC-DVP, o korporacijskih dejanjih, izplačilih dividend, obresti oz. drugih donosov, o vrednosti portfelja v zastavi, ipd.) in samih transakcij v realnem času po načelu t.im. direktnega procesiranja (angl. *Straight Through Processing - STP*).

Takšno strankam prijazno in usmerjeno procesiranje podatkov, ki temelji na popolni avtomatizaciji in standardizaciji vsebin in formatov sporočil, ne glede na število sodelujočih platform, sistemov ali aplikacij, kakorkoli vpletenih v samo procesno verigo, vsem strankam v realnem času zagotavlja obveščanje tako o sami transakciji kot tudi o njenem procesnem statusu. Najpomembnejša pridobitev zgoraj opisanega sistema je ta, da nedvomno zelo zmanjša oz. odpravi možne napake in prisotna operativna tveganja, katerim se izpostavljajo sodelujoče stranke. To v končni fazi pomeni bistveno večjo stabilnost celotnega sistema. Visoko operativno tveganje namreč predstavlja enega izmed največjih nezaželenih posledic razdrobljene trgovalne in klirinško-poravnalne infrastrukture v Evropi pri izvedbi čezmejnih transakcij z vrednostnimi papirji.

Potrebno je poudariti, da bo s strani KDD sicer poskrbljeno za izvedbo tehnološko–infrastrukturne plati projekta avtomatizacije delovnih procesov ter procesiranja podatkov po načelu *Straight Through Processing*, vendar bo v tem kontekstu nedvomno ključnega pomena

tudi pomoč oz. predstavitev želja in potreb samih članov KDD ter drugih v povezane dejavnosti vključenih institucij (tj. vzajemni skladi, skrbniki, ipd) pri določitvi formata in predvsem vsebine sporočil, saj bodo prav omenjene institucije končni kupci teh po meri stranke narejenih in informacijsko oplemenitenih sporočil.

Za te namene bi KDD morala:

- svojim članom zagotoviti tehnično podporo pri posredovanju nalogov iz prilagojenih članskih (tj. zalednih) aplikacij neposredno v informacijski sistem centralnega registra KDD (npr. omogočanje sprejemanja in oddajanja nalogov, odpiranja in zapiranja računov, alokacijskih nalogov, v kasnejši fazi tudi prenosov finančnih instrumentov, vpisov pravic tretjih na vrednostnih papirjih, ipd.) in avtomatizacijo poslovnih procesov po načelu *Straight Thought Processing*, ki bo omogočala predvsem pocenitev poslovanja za člane KDD;
- z aktivno politiko preusmerjanja izvenborznega poslovanja članov v segment OTC-DVP poslov zagotavljati zmanjševanje tveganj pri izpolnjevanju obveznosti iz poslov s finančnimi instrumenti;
- svojim članom trajno zagotavljati neposredno zajemanje podatkov iz informacijskega sistema centralnega registra KDD v realnem času;
- nuditi skrbniške oz. klirinško-poravnalne storitve za t.im. oddaljene člane Ljubljanske borze (angl. *remote membership*), ki niso hkrati tudi neposredni člani KDD.

Izvajanje navedenih podpornih aktivnosti KDD je v veliki meri odvisno od potrebe po prilagajanju standardov, ki jih bo v primeru posredne ali neposredne priključitve v sistem TARGET2-Securities zavezana upoštevati KDD. O s tem povezanih vprašanjih in že identificiranih predvidenih zapletih je govora v nadaljevanju poglavja.

#### 5.2.1.4.2 Ljubljanska borza in (posredno) izdajatelji vrednostnih papirjev

Pri integraciji evropskih trgovalnih sistemov so za razliko od integracije evropskih klirinško-poravnalnih sistemov identificirane težave oz. ovire, ki bi jih za doseg tega cilja bilo potrebno odstraniti, bistveno manj kompleksne in manj številne, saj gre v primeru trgovalnega segmenta za razširitev kotacij s finančnimi instrumenti povezanih organiziranih trgov.

Povezovanje lokalnega organiziranega trga z nekaterimi že obstoječimi vseevropskimi trgovalnimi platformami<sup>133</sup> je odvisno tudi od intenzivnosti interesa nekaterih večjih (sicer zelo redkih) slovenskih izdajateljev, da bi se za doseg večje likvidnosti svojih delnic prosto odločali glede kraja kotacije svojih izdaj in se v tem okviru odločili tudi za delno ali celotno kotacijo v tujini.

---

<sup>133</sup> Trenutno delujoče vseevropske trgovalne platforme so npr. NYSE Euronext (povezuje trge Belgije, Francije, Nizozemske in Portugalske), NASDAQ OMX Exchanges povezuje trge Danske, Švedske, Finske, Islandije, Litve, Latvije in Estonije), SWX Europe (Velika Britanija, Švica), itd (Status on Code of Conduct implementation, 2009, str. 3).

Integracija organiziranih trgov povzroča največje preglavice prav klirinško-poravnalni infrastrukturi, to pa predvsem zaradi nekompatibilnosti informacijskih sistemov ter s tem povezanih nestandardiziranih formatov in vsebin sporočil, prejetih od novih trgovalnih platform. Za namen nemotenega izvajanja predvidenih klirinško-poravnalnih operacij je zato vselej potrebna tudi prilagoditev lokalnega informacijskega sistema klirinško-poravnalnega agenta. Sodelovanje, kooperativnost in zavzetost pri povezovanju informacijskih sistemov borz in klirinško-poravnalnih sistemov je sicer predvidena med podpisniki Kodeksa ravnanja (European Code of Conduct for Clearing and Settlement, 2006, str. 8).

V primeru kotacije slovenskih delnic (ki ne bi bila izvedena le s pomočjo potrdila o deponiranju) na vseevropski trgovalni platformi bi se teoretično lahko pojavila potreba, da KDD, ki želi ostati poravnalni agent za finančne instrumente izdane pri KDD, v svojem sistemu v realnem času omogoči sprejemanje trgovalnih podatkov v standardiziranem vsebinskem sporočilnem formatu, ki ga podpira potencialna bodoča trgovalna platforma (npr. v primeru priključitve na trgovalni sistem Xetra, ki ga uporablja tudi Dunajska borza). Ta se nedvomno vsebinsko in oblikovno razlikuje od sporočil, ki jih KDD trenutno sprejema od Ljubljanske borze. Za sprejemanje teh novih zunanjih sporočil bi bilo prav tako potrebno sistemsko omogočiti samo izvajanje poravnalnih operacij znotraj lokalnega klirinško-poravnalnega sistema.

Obenem je za internacionalizacijo poslovanja Ljubljanske borze prav tako pomembno tudi, da KDD z Ljubljansko borzo in njeno novo lastnico<sup>134</sup> (tj. Wiener Börse AG) tesno sodeluje pri razvoju novih trgovalnih produktov in vzpostavitvi morebitnih novih čezmejnih tehničnih povezav KDD z evropsko klirinško-poravnalno infrastrukturo, preko katere bo omogočeno nadnacionalno izvajanje klirinško-poravnalnih operacij na osnovi poslov, sklenjenih na Ljubljanski borzi. Vsekakor pa bo KDD v tem procesu v sodelovanju z novim lastnikom Ljubljanske borze in njenimi člani preučila morebitne potrebne spremembe (npr. sprememba ali poenostavitve Pravil in Navodil poslovanja KDD, izvedba potencialnih tehničnih prilagoditev informacijskega sistema centralnega registra, ipd.) v zvezi z obstoječim načinom poravnavanja borznih poslov na KDD.

#### 5.2.1.4.3 Banka Slovenije

Piramidna integracija plačilnih sistemov na ravni Evropske unije je že izvedena. Nacionalni denarni plačilni sistemi bruto poravnave v realnem času so se najprej povezali prek decentraliziranega sistema TARGET, sedaj pa so povezani še prek centraliziranega sistema TARGET2<sup>135</sup> (Osnovne informacije o sistemu TARGET2, str. 1). Za nemoteno integracijo

---

<sup>134</sup> Kvalificirani oz. večinski delničar je Wiener Börse AG z 81,013% deleža delnic Ljubljanske borze ([www.ljse.si](http://www.ljse.si)).

<sup>135</sup> Transevropski sistem bruto poravnave v realnem času (*Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system* –TARGET) je t.im. sistem bruto poravnave v realnem času, preko katerega lahko banke izvajajo medbančna plačila in plačila strank. Sistem bruto poravnave v realnem času je plačilni sistem, v katerem obdelava in poravnava potekata v realnem času (neprekinjeno) in ne v obliki obdelave v paketih. Omogoča poravnavo transakcij s takojšnjo dokončnostjo. Bruto poravnava pomeni, da je vsako plačilo poravnano posamično.

Banke Slovenije v evropski finančni prostor je izrednega pomena kontinuirana podpora KDD, predvsem na spodaj naštetih področjih:

- zagotavljanje usklajenosti poravnalnega sistema KDD s standardi ECB za uporabo sistemov poravnave poslov z vrednostnimi papirji v kreditnih operacijah ESCB, kjer morajo biti vse kreditne operacije (vključno s posojilom čez dan za namene zagotavljanja likvidnosti v plačilnih sistemih) zavarovane z ustrezno zastavo vrednostnih papirjev;
- nudenje tehnološke in infrastrukturne podpore pri procesu tehnične integracije informacijskega sistema Banke Slovenije z informacijskim sistemom centralnega registra KDD in sistemom CCBM2, ki bo nova enotna tehnična platforma v lasti Evrosistema in bo namenjena upravljanju z zavarovanjem kreditnih operacij Evrosistema. CCBM2 bo tako nadomestil obstoječo informacijsko platformo CCBM<sup>136</sup>, ter zagotovil večjo tehnično in stroškovno učinkovitost ter harmonizacijo izvajanja splošnega okvira zavarovanja in izvajanja kreditnih operacij Evrosistema, hkrati pa tudi zmanjšanje stroškov na strani nasprotnih strank.
- sodelovanje KDD in Banke Slovenije pri vzpostavitvi nove enotne vseevropske klirinško-poravnalne infrastrukture (tj. TARGET2-Securities).

Že sedaj lahko z gotovostjo ugotovimo, da bo podpora KDD Banki Slovenije kot članici Evrosistema imela predvsem značaj prilagoditev informacijskega sistema in z njim povezanih rešitev v smislu uvajanja dodatnih oz. novih klirinško-poravnalnih sporočil (npr. skupine SWIFT poravnalnih sporočil tj. skupine MT5xx). Predvidoma naj bi se ti procesi oz. projekti s strani Evrosistema začeli podrobneje definirati v letu 2009 in 2010, kar bo tudi podlaga za angažiranje KDD v prihodnje.

## **5.2.2 Aktivno prilagajanje**

### *5.2.2.1 Vzpostavljjanje povezav z (mednarodnimi) klirinškodopotnimi družbami (še postopek vzpostavitve likov)*

---

TARGET je začel delovati 4. januarja 1999, istočasno z uvedbo evra in je v tem času zagotovil storitev obdelave plačil v realnem času z dokončnostjo znotraj dneva skoraj vsem kreditnim institucijam v Evropski uniji. TARGET2 je vseevropski plačilni sistem bruto poravnave v realnem času za plačila v evrih, ki ga upravlja Evrosistem.

Sistem TARGET2 je pričel z delovanjem dne 19.11.2007 kot naslednik sistema TARGET. TARGET2 v nasprotju s svojim predhodnikom (tj. sistemom TARGET1) temelji na enotni tehnološki platformi. Tako so vsem udeležencem sistema TARGET2 na voljo enake storitve, ne glede na to iz katere države je posamezen udeleženec.

Sistem TARGET2-Slovenija je nacionalna komponenta, ki deluje na enotni skupni platformi sistema TARGET2, pravno formalno pa je sistem pod nadzorom in upravljanjem Banke Slovenije. TARGET2-Slovenija je pričel s svojim delovanjem 19.11.2007 ([www.bsi.si](http://www.bsi.si)).

<sup>136</sup> Vse operacije Evrosistema za povečevanje likvidnosti morajo biti v celoti zavarovane s primernim finančnim premoženjem. Operacije povečanja likvidnosti med Banko Slovenije in njenimi nasprotnimi strankami se izvajajo na podlagi vzpostavljenega zavarovanja v korist Banke Slovenije na primernem finančnem premoženju. Vsaka nasprotna stranka, ki je ustanovljena v Republiki Sloveniji, lahko za zavarovanje terjatev Banke Slovenije uporabi katerokoli primerno finančno premoženje, izdano v Republiki Sloveniji ali v drugi državi. Pri uporabi finančnega premoženja, izdanega izven Republike Slovenije, govorimo o čezmejni uporabi finančnega premoženja pri kateri se uporablja korespondenčni centralno bančni model (CCBM) oz. povezave med poravnalnimi sistemi vrednostnih papirjev ([www.bsi.si](http://www.bsi.si)).

Čezmejna tehnična povezava KDD z evropsko klirinško-poravnalno infrastrukturo pomeni takšno povezavo, ki omogoča izvajanje čezmejnih poravnav poslov, sklenjenih z vrednostnimi papirji in drugimi finančnimi instrumenti<sup>137</sup>. Z vidika KDD je možnih več teoretičnih načinov oz. modelov vzpostavitve čezmejnih tehničnih povezav z lokalnimi klirinškodopotnimi družbami oziroma mednarodnimi klirinškodopotnimi sistemi. V skladu z argumenti, predstavljenimi v poglavju o reševanju problematike neučinkovitosti s strani privatnega sektorja, se je kot optimalna izkazala vzpostavitev dveh enosmernih t.im. neposrednih povezav preko skrbnika (angl. *operated direct link*) med sistemi KDD in ICSD Clearstream Banking Luxembourg ter ICSD Euroclear Bank, ki bi jo bilo pozneje možno dopolniti z morebitnimi obratnimi povezavami. Obe povezavi sta bili hkrati odprti 29. oktobra 2007 ([www.kdd.si](http://www.kdd.si)). Vzpostavljena povezava pomeni, da je bil v imenu tuje klirinškodopotne družbe v centralnem registru KDD odprt fiduciarni račun, na katerega so vknjiženi vsi finančni instrumenti imetnikov, ki ne bodo imeli računa, odprtega neposredno v KDD. To pomeni, da bo tuja klirinškodopotna družba izvrševala pravice iz teh finančnih instrumentov za račun tretjih oseb (ekonomskih oz. beneficiarnih imetnikov finančnih instrumentov), njihova stanja v zvezi s temi finančnimi instrumenti pa bo vodila na njihovih računih v svojem sistemu. Velja izpostaviti, da vzpostavitev take vrste povezave za investitorje ne pomeni edine, temveč zgolj alternativno možnost oz. drugačen način izvajanja čezmejne poravnave sklenjenih poslov, ki je tudi sicer možna prek mreže skrbniških bank in ne nujno prek uporabe infrastrukture KDD<sup>138</sup>.

Potreba po vzpostavitvi omenjenih povezav pa ni bila izključno v poslovnem interesu investitorjev, temveč tudi slovenskih izdajateljev. Z vzpostavitvijo povezave med KDD in omenjenima mednarodnima klirinškodopotnima družbama je bila primarno uresničena ideja o olajšanem postopku vpisa državnih vrednostnih papirjev na račune tistih tujih naložbenikov, ki sodelujejo na primarnih avkcijah dolžniških papirjev, vendar nimajo odprtega svojega računa neposredno v sistemu KDD. Ti imajo namreč zaradi racionalizacije in večje preglednosti svojega poslovanja skrbniški račun odprt zgolj v mednarodnih klirinškodopotnih družbah (npr. Clearstream Banking Luxembourg ali Euroclear Bank). Zaradi te povezave prav tako ni več nobenega razloga, da bi Ministrstvo za finance izdajalo obveznice v omenjenih sistemih tujih družb, saj je z omenjeno povezavo zagotovljena njihova preprosta in večplastno učinkovita prenosljivost med sistemi KDD in tujimi poravnalnimi sistemi<sup>139</sup>.

S stališča aktivnega pristopa prilagajanja slovenske klirinško-poravnalne infrastrukture menim, da je potrebno nadaljevati s projekti nadgradnje klirinško-poravnalnih povezav med KDD in (mednarodnimi) klirinškodopotnimi družbami. To je pomembno zlasti iz naslednjih vidikov:

---

<sup>137</sup> V skladu s terminologijo ECB se čezmejna poravnava (angl. *Cross-border settlement*) izvrši v državi, različni od države v kateri se nahaja ena ali obe stranki sklenjenega posla (Glossary of terms related to payment, clearing and settlement systems, 2008, str. 6).

<sup>138</sup> Vse teoretične možnosti povezav so opisane v poglavju o neučinkovitosti klirinške in poravnalne infrastrukture.

<sup>139</sup> Do tedaj so bile namreč izdaje Republike Slovenije, ki so bile denominirane v tuji valuti, izdane v tujini predvsem zaradi lažjega dostopa do čim večje baze tujih investitorjev ter njihovih zahtev po vpisu papirjev na račune v njihovih preferenčnih klirinškodopotnih družbah.



- razširitev spektra finančnih instrumentov, ki se trenutno lahko poravnava preko takih povezav. Trenutno je delovanje povezave predvsem zaradi še vedno nerešene slovenske davčne problematike omejeno zgolj na dolgoročne dolžniške vrednostne papirje, katerih izdajatelj je Republika Slovenija<sup>140</sup>. Razširitev nabora finančnih instrumentov, ki se lahko poravnava preko tovrstne povezave, je torej lahko vsekakor zanimiva poslovna priložnost za KDD tudi v smislu konkuriranja drugim klirinško-poravnalnimi ponudnikom v Evropi v prihodnje.
- preučitev potencialnega pristopa k projektu Link Up Markets<sup>141</sup>.
- preučitev možnosti nudenja specifičnih storitev poddepozitarjem preko vzpostavitve ustrezno zastavljenih klirinško-poravnalnih povezav (npr. vzpostavitev t.im. obojestranskih tehničnih klirinško-poravnalnih povezav, ki bodo KDD omogočile opravljanje storitev vodenja evidence imetnikov tujih vrednostnih papirjev, ki so vpisani v dobro računa vrednostnih papirjev izbranega poddepozitarja (tj. skrbniške banke)<sup>142</sup>. Smiselno podobna storitev (tj. vodenje poddepozitarnih evidenc za vrednostne papirje izdane v KDD) se lahko ponudi tudi članom KDD v primeru spremembe 255. člena ZTFI<sup>143</sup>, če bo sprememba omenjenega člena omogočila vzpostavitev fiduciarnih računov vrednostnih papirjev za vse finančne instrumente, tudi za člane KDD.
- uporaba tovrstnih nadgrajenih povezav za namen izvedbe posredne integracije poravnalnega in informacijskega sistema KDD ter načrtovanega vseevropskega poravnalnega sistema TARGET2-Securities.

Vsebinsko nadaljevanje nadgradnje omenjenih povezav bo v prvi vrsti odvisno od spremembe zakonodaje, ki spada v delovno področje Ministrstva za finance. Predviden začetek dela delovne skupine, ustanovljene s strani ministrstva ter zadolžene za spremembo področne zakonodaje, je postavljen v leto 2009. Predvidoma bo šlo za dalj časa trajajoč projekt, saj bodo imeli posegi v področno zakonodajo tudi znatne postranske vplive na druga vsebinsko povezana področja. V skupini namerava KDD aktivno sodelovati, saj ima za to jasen pozitiven poslovni vzgib.

Na osnovi morebitno spremenjene zakonodaje bi bilo mogoče prenoviti smernice v zvezi z načinom vzpostavljanja oz. nadgrajevanja povezav med ponudniki klirinško-poravnalnih storitev. Te bodo uporabne pri morebitnih vzpostavitvah povezav z drugimi ponudniki klirinško-poravnalnih storitev v EU, za katere bi tuji ali slovenski investitorji v prihodnje izrazili poslovni interes. To je potrebno tudi zato, ker bi prihodnje poslovne potrebe lahko poleg t.im. »operated direct link« povezave narekovala tudi razvoj alternativnih načinov medsebojnega povezovanja tehničnih infrastruktur.

<sup>140</sup> Davčni tretma pri izplačilih dividend, kuponov in drugih donosov je namreč različen za državne izdaje na eni strani (ugodnejši tretma) in druge izdajatelje na drugi.

<sup>141</sup> Zahteve glede članstva v projektu Link Up Markets narekujejo vzpostavitev obojestranskih povezav v vseh klirinškodopotnimi družbami članicami. Podrobneje sem o tem govoril v poglavju o reševanju problematike neučinkovitosti klirinško-poravnalne infrastrukture s strani privatnega sektorja.

<sup>142</sup> O tem bom podrobneje govoril v nadaljevanju.

<sup>143</sup> 255. člen ZTFI govori o fiduciarnem imetništvu.

#### *5.2.2.2 Trgovanje z državnimi izdajami izdanimi v sistemu KDD na trgovalni platformi MTS Slovenia*

S strani KDD so bili pogoji glede omogočanja trgovanja s papirji slovenskih izdajateljev (vpisanih v centralni register KDD) na trgovalni platformi MTS Slovenia izpolnjeni že z vzpostavitvijo povezav z ICSD Clearstream in ICSD Euroclear in zato pri tem ne gre za samostojen projekt KDD. V preteklosti so se nekateri izdajatelji dolžniških instrumentov odločali za izdaje papirjev v tujini. S tem so zasledovali svoj interes ponuditi instrumente čim širšemu krogu (predvsem tujih) investitorjev in doseči čim ugodnejšo ceno v segmentu primarnega trga. Hkrati pa so zadovoljili tudi željam tujih investitorjev po vključbi papirjev na račune v njihovih preferenčnih klirinškodpotnih družbah, saj le-ti zaradi različnih vzrokov pogosto niso imeli računov odprtih v sistemu KDD. Z odprtjem povezav med KDD in ICSD Clearstream ter Euroclear se je tako pojavila možnost izpolnitve vseh naštetih interesov tudi z izdajami papirjev v Sloveniji. S stališča dolžniških instrumentov je velikega pomena tudi obstoj trga, kjer bo zagotovljena ustrezno visoka likvidnost izdaj. Z ukinitvijo segmenta trgovanja z vrednostnimi papirji Republike Slovenije preko uradnih vzdrževalcev likvidnosti konec leta 2007 je izginil pomemben sekundarni segment državnih dolžniških instrumentov<sup>144</sup>.

Kot pomemben sekundarni segment se je v letu 2007 pojavila trgovalna platforma MTS Slovenija, ki danes predstavlja pomemben sekundarni trg državnih izdaj Republike Slovenije<sup>145</sup>. Deluje v okviru družbe EuroMTS Limited iz Londona, ki upravlja številne trgovalne platforme, namenjene dolžniškim državnim izdajam. Prav učinkovita povezava med KDD ter ICSD Clearstream in ICSD Euroclear je bila bistvenega pomena za začetek trgovanja. Omenjene izdaje so izdane v sistemu KDD in nato povečini prenesene v sisteme, kjer se posli iz platforme tudi poravnavajo. Izvrševanje poravnalnih operacij je namreč

---

<sup>144</sup> Trgovanje z vrednostnimi papirji RS preko uradnih vzdrževalcev likvidnosti (TUVL) je bil segment trgovanja, ki ga je Ljubljanska borza pripravila v sodelovanju z izdajateljem Republiko Slovenijo, s ciljem pospešitve sekundarnega trgovanja z državnimi vrednostnimi papirji ([www.ljse.si](http://www.ljse.si)). Na segmentu TUVL se je trgovalo z državnimi obveznicami s standardiziranim načinom oblikovanja amortizacijskega načrta, ki so bile sprejete v borzno kotacijo (izdaje državnih obveznic s fiksno obrestno mero v slovenskih tolarjih) in kratkoročnimi vrednostnimi papirji Republike Slovenije, ki so bili uvrščeni na prosti trg borze ter jih v obeh primerih za ta namen določi Ministrstvo za finance Republike Slovenije. Sklepanje poslov je potekalo izključno preko uradnih vzdrževalcev likvidnosti, ki so lahko samo borzni člani, ki jih je na podlagi kriterijev izbral izdajatelj, Ministrstvo za finance, in jim je ta status podelila borza. Uradni vzdrževalci likvidnosti so sklepali posle v svojem imenu in za svoj račun, njihove stranke v poslih pa so bile lahko fizične ali pravne osebe. Z vzpostavitvijo trgovanja preko TUVL je bil narejen pomemben korak pri urejanju trgovanja poslov večjih vrednosti na segmentu republiških vrednostnih papirjev in je prinašalo vrsto prednosti, ker je bilo:

- likvidnejše, zaradi sistema vzdrževalcev likvidnosti;
- transparentnejše, zaradi razpoložljivih informacij o ponudbah za nakup in prodajo ter sklenjenih poslih;
- učinkovitejše, zaradi nižjih stroškov transakcij in
- varno, saj je ustrezno regulirano in nadzorovano.

Trgovanje v segment TUVL je na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev potekalo od 1. septembra 2005 do 28. decembra 2007.

<sup>145</sup> V kotacijo so trenutno uvrščene izdaje RS59, RS63, RS64, RS65 in SLOVEN4. Vse razen zadnje so izdane v sistemu KDD.

urejeno v sistemih Euroclear Bank Brussels in Clearstream Banking Luxembourg (www.mtsslovenia.com).

Odprtje omenjenih povezav se je tako izkazalo kot predpogoj za uveljavitev prakse izdajanje državnih obveznic v Sloveniji in ne v tujini. Hkrati pa so bili s tem izpolnjeni interesi države, ki je lahko ponudila instrumente širokemu mednarodnemu krogu investorjev in prav tako KDD, ki je s tem dosegla vsaj delno uporabo domače po-trgovalne infrastrukture.

#### *5.2.2.3 Sodelovanje v projektu Link Up Markets*

Projekt Link Up Markets je zasnovan v krogu osmih klirinškodopotnih družb: Clearstream Banking AG Frankfurt (Nemčija), Hellenic Exchanges S.A. (Grčija), IBERCLEAR (Španija), Österreichische Kontrollbank AG (Austrija), SegalInterSettle AG (Švica), VP Securities Services (Danska), VPS (Norveška) ter Cyprus Stock Exchange<sup>146</sup> (Ciper) (Driving post-trade efficiencies in Europe: Link Up Markets and the benefits of interoperability, 2008, str. 1). Predvideva vzpostavitev povezovalne infrastrukture (Link Up Markets komunikacijski modul), ki bo omogočala vsaki vključeni klirinškodopotni družbi poenostavljen dostop do storitev vseh ostalih članic za vse tipe vrednostnih papirjev (razen derivativov). Sistem je zasnovan v skladu z zahtevami direktive MiFID, Evropskega kodeksa ravnanja glede kliringa in poravnave poslov z vrednostnimi papirji, nadzorniškim standardom ESCB-CESR, načrtom za odpravo Giovanninijevih ovir in projektom T2S. V primerjavi z načrtovanim projektom TARGET2-Securities zagotavlja pri procesiranju čezmejnih transakcij bistveno razširjen nabor funkcionalnosti, prilagajanje nacionalnim posebnostim (uporaba že obstoječe infrastrukture in postopkov, ki jih investitorji, posredniki in klirinškodopotne družbe uporabljajo že danes) ter stroškovno učinkovitost. Infrastruktura bo ob popolnem zagonu<sup>147</sup> v letu 2009 omogočala investitorjem in posrednikom enotno vstopno točko za dostop do približno 50% celotnega evropskega trga vrednostnih papirjev in ponujala vse najnaprednejše poravnalne in skrbniške storitve. Kliring in poravnava za domače transakcije ostajata tako nespremenjena.

Link Up Market se nedvomno kaže kot perspektivna razvojna možnost slovenska klirinško-poravnalne infrastrukture, vendar je odločitev o aktivnem vstopu v projekt odložena predvsem zaradi naslednjih razlogov:

- organizacijska pravila Link Up Markets zahtevajo vzpostavitev povezav do sistemov vseh drugih članic projekta, kar pa je s stališča ekonomske upravičenosti na strani KDD trenutno povsem nesprejemljivo;
- trenutna nedorečenost nadaljnjih korakov, povezanih s sodelovanjem KDD v projektu TARGET2-Securities, otežuje sprejemanje strateško tako pomembnih odločitev.

---

<sup>146</sup> Ciprska borza je operater nacionalne klirinškodopotne družbe. Ni med ustanovnimi članicami, saj se je v projekt vključila šele oktobra 2008.

<sup>147</sup> V letu 2009 se v skladu z načrtom izvaja postopna priključitev članic na komunikacijski modul.

#### *5.2.2.4 Sodelovanje v projektu vzpostavitve vseevropske poravnalne platforme TARGET2-Securities*

KDD skupaj z Banko Slovenije in Združenjem bank Slovenije že od leta 2006 dalje aktivno sodeluje pri projektu vzpostavitve vseevropske poravnalne platforme TARGET2-Securities, ki naj bi ga Evrosistem vzpostavil predvidoma do leta 2013. Namen projekta TARGET2-Securities je zagotovitev infrastrukture za učinkovito poravnavo poslov z vrednostnimi papirji v centralnobančnem denarju preko vzpostavitve enotne platforme za izvedbo prenosa vrednostnih papirjev in plačila zanje.

Projekt TARGET2-Securities naj bi po predvidevanjih ECB za evropske ponudnike klirinško-poravnalne infrastrukture in predvsem za njene uporabnike (banke, borzno-posredniške družbe, zavarovalnice, itd.) imel več pozitivnih učinkov (Tumpel, 2006). Izraziti pozitivni učinki naj bi bili naslednji:

- dolgoročno znižanje stroškov za razvoj informacijskih platform zaradi prenosa razvojnih funkcij na Evrosistem;
- povečanje nivoja tekmovalnosti med nacionalnimi in mednarodnimi klirinškodopotnimi družbami ter skrbniškimi bankami na trenutno razdrobljenem področju opravljanja klirinško-poravnalnih storitev;
- pospešitev procesa konsolidacije ponudnikov storitev in dvig ravni njihove poslovne učinkovitosti;
- pospešitev procesa harmonizacije in standardizacije na tehničnem, vsebinskem, komunikacijskem, tarifnem, produktnem, varnostnem in ostalih področjih;
- zaradi centralizacije poslovanja z vrednostnimi papirji na enotni platformi naj bi se bistveno izboljšala optimizacija upravljanja z likvidnostjo uporabnikov, kar je med drugim pomembno tudi za učinkovitost izvajanja kreditno monetarnih operacij Evrosistema;
- sprožanje povratnega dinamičnega efekta, kar v bistvu pomeni povečanje fizičnega obsega transakcij, opravljenih z vrednostnimi papirji, in sicer zaradi znatnega znižanja transakcijskih stroškov čezmejne poravnave;
- pomembno skrajšanje skrbniške verige posrednikov pri čezmejni poravnavi transakcij, sklenjenih z vrednostnimi papirji, kar naj bi izzvalo še dodaten pritisk na znižanje transakcijskih nadomestil ponudnikov storitev.

V skladu z izvedbenim načrtom naj bi posamezne nacionalne depotne družbe na poravnalno platformo TARGET2-Securities tehnično prenesle račune imetnikov vrednostnih papirjev za namen poravnave poslov, sklenjenih med posameznimi imetniki računov (User requirements: TARGET2-Securities, 2009). Na ta način bi se naj ustvarila centralna baza računov vrednostnih papirjev, ki bi v pravnem smislu sicer ostali v domeni centralnih klirinškodopotnih družb. Uspešen zagon takšnega sistema naj bi po mnenju Evrosistema pomembno zmanjšal predvsem transakcijske stroške izvedbe čezmejnih poravnav poslov, (v primerjavi z nadomestili za izvajanje t.im. nacionalnih transakcij, ki so že sedaj nizki), sklenjenih z vrednostnimi papirji, hkrati pa bi pripomogel k razvoju enega najpomembnejših nedokončanih projektov v Evropski uniji. To je obstoj enotnega, cenejšega in učinkovitejšega

kapitalskega trga. Projekt TARGET2-Securities naj bi zato bil eden izmed pomembnih dolgoročnih infrastrukturnih projektov, ki bi posredoval občuten impulz k harmonizaciji na več trenutno še fragmentiranih področjih, značilnih za obravnavano tematiko (npr. vsebinski in pravni koncepti, tehnične rešitve, poslovne prakse, sporočilni standardi, varnostni standardi, povezljivost med sistemi, dostop do sistemov, ipd.).

Z vzpostavitvijo sistema TARGET2-Securities bi se tako neizogibno in pomembno spremenila tudi podoba infrastrukture celotnega evropskega kapitalskega trga oz. v njegovo delovanje vpetih institucij. K odločitvi Evrosistema za projekt TARGET2-Securities naj bi v največji meri prispevala ocena o dodatnih letnih stroških, ki nastajajo zaradi nepoenotnega trga vrednostnih papirjev<sup>148</sup>.

Potrebno je opozoriti, da projekt TARGET2-Securities trenutno še ni vsebinsko, tehnično, funkcionalno, arhitekturno, varnostno, kvantitativno, ipd. povsem dorečen. Vsekakor pa lahko na osnovi podatkov in konceptov, ki so že na voljo, ugotovim, da bo za izvedbo tega projekta nujno tesno sodelovanje vseh v projekt vključenih institucij, kar pomeni tudi veliko dodatnih naporov in stroškov za vse udeležence v projektu. Predvidevam, da bo projekt pomembno finančno, vsebinsko, tehnično in funkcionalno vplival na obstoječo klirinško-poravnalno infrastrukturo (KDD in ostale klirinškodpotne družbe) ter v pomembni meri tudi na vse njene uporabnike (npr. izdajatelje in člane) v Sloveniji in Evropski uniji. Predvsem iz stališča informiranja slednjih, ki jim je na novo zasnovana klirinško-poravnalna infrastruktura namenjena, je Evrosistem opravil številne konzultacije s tržnimi udeleženci. V ta namen so bile tudi ustanovljene t.im. nacionalne uporabniške skupine (angl. *national user groups* – NUGs), ki naj bi skrbele za izmenjavo informacij glede projekta s predstavniki zainteresiranih strani v vsaki državi članici Evropske monetarne unije (ter Švice, Danske, Švedske in Norveške), opozarjale na specifične zahteve klirinško-poravnalnega procesa, vezanega na posamezno državo in pripravo analize vplivov priključitve na novo poravnalno platformo. Nacionalno uporabniško skupino Slovenije sestavljajo predstavniki Banke Slovenije, KDD, poslovnih bank, Združenja članov borze, Združenja bank Slovenije, izdajateljev in ponudnikov zalednih informacijskih aplikacij.

Ob upoštevanju izhodiščnega stališča ECB, ki v svojem dokumentu »Draft working document on TARGET2-Securities – The perimeter« (2006, str. 3) navaja, da bi morala platforma ponuditi enak ali višji nivo poravnalnih storitev, kot jih klirinškodpotne družbe nudijo že danes, se s stališča slovenskih zainteresiranih strani pojavlja mnenje, da je v projektu TARGET2-Securities smotno sodelovati, vendar ne brezpogojno in predvsem ob upoštevanju želja članov KDD v zvezi z vzpostavitvijo tovrstne povezave. Zato je neposredni tehnični

---

<sup>148</sup> Pripravljen dokument s strani Evrosistema, ki se opira tudi na študijo družbe Clearstream iz leta 2002 in študiji družbe Euroclear iz let 2002 ter 2006, »T2S economic impact assessment«, navaja različne scenarije implementacije in uporabe nove poravnalne platforme ter s temi povezanimi prihranki, ki bi jih uporaba platforme v primerjavi z uporabo sedanje evropske klirinško-poravnalne infrastrukture omogočala (T2S economic impact assessment, 2008, str. 4). »Optimističen« scenarij tako predvideva letne prihranke za vse udeležence poravnalnega procesa v višini od 223 do 338 milijonov evrov. »Pesimističen« scenarij pa predvideva letne prihranke v višini 30 do 61 milijonov evrov. Razponi so navedeni zaradi dodatnih stroškov, ki bi jih prehod na nov sistem povzročil klirinškodpotnim družbam.

vstop v takšen sistem lokalnim uporabnikom sistema smiselno ponuditi šele takrat, ko bodo KDD in njeni člani ocenili, da je k omenjenemu sistemu smotrno pristopiti tako z vsebinskega kot tudi s tehničnega, varnostnega, funkcionalnega in stroškovnega vidika, oziroma v časovni točki, ko bo sistem TARGET2-Securities svojim uporabnikom oz. članom ponujal najmanj enako raven storitev in funkcionalnosti, kot so sedaj na voljo v informacijskem sistemu KDD ter ob najmanj enaki oz. nižji ceni ekvivalentnih storitev<sup>149</sup>. Menim, da z vidika obvladovanja in upravljanja z operativnimi tveganji ne bi bil priporočljiv predčasen vstop v kakršenkoli ne dovolj dodelan ali funkcionalno ne dovolj bogat klirinško-poravnalni sistem, saj bi se s takimi dejanji članom KDD in njihovim strankam lahko povzročile motnje v normalnem poslovanju oz. v skrajni meri tudi zastoj pri opravljanju vsakodnevnih operacij. Zgoraj omenjeno izhodišče je izrednega pomena za opredelitev časovne komponente in načina vključevanja v projekt vzpostavitve povezave med informacijskim sistemom centralnega registra KDD in TARGET2-Securities.

#### 5.2.2.4.1 Strategije vključevanja v projekt vzpostavitve poravnalne platforme TARGET2-Securities

Evrosistem od nacionalnih klirinškodopotnih družb pričakuje, da bodo v procesu odločanja o vstopu oz. načinu vstopa v sistem T2S primarno upoštevale interese:

- nacionalnega trga oziroma lokalnih uporabnikov klirinško-poravnalnih storitev, in
- lastnikov lokalnih klirinško-poravnalne infrastrukture oziroma plačnikov stroškov prilagoditev lokalne poravnalne platforme zahtevam in funkcionalnostim sistema TARGET2-Securities.

Izhajajoč iz tega je stališče KDD, da svojim članom dostop do sistema T2S preko infrastrukture KDD omogoči le:

- če bodo člani KDD oziroma drugi uporabniki to želeli oziroma zahtevali, ker bodo v tem videli svoj ekonomski interes in smisel (slednja pa sta odvisna predvsem od trenutnih in načrtovanih stroškov za izvedbo poravnave poslov z vrednostnimi papirji pri posameznem uporabniku), in
- če bodo delničarji KDD oziroma druge zainteresirane osebe zagotovili sredstva za financiranje projekta.

V skladu z dokumentom Predstavitev značilnosti poravnalnega informacijskega sistema TARGET2-Securities (2007, str. 7), v zvezi z vključitvijo v sistem TARGET2-Securities, ima KDD na voljo tri možnosti ravnanja:

- se ne vključi v projekt in uporabnikom še naprej ponuja storitve, ki so na voljo že sedaj,
- se vključi v projekt na način neposrednega dostopa,

---

<sup>149</sup> Tudi ECB v predstavitvenih dokumentih projekta TARGET2-Securities navaja zahtevo, naj se nacionalne klirinškodopotne družbe odločajo o priključitvi na novo poravnalno platform predvsem glede na želje in potrebe nacionalnih uporabnikov klirinško-poravnalnih storitev in ne na podlagi lastnih interesov (Target 2 Securities – The blueprint, 2007, str. 11). Glede na to, da so klirinškodopotne družbe povečini privatne institucije s profitnim motivom delovanja, bi bilo ponekod mogoče pričakovati odpor do sodelovanja v projektu, katerega posledica je nenazadnje odvzem poravnalne funkcije obstoječim ponudnikom te storitve.

- se vključi v projekt na način posrednega dostopa.

Vse te možnosti predvideva tudi dokument Cross-CSDs settlement and external CSDs (2007, str. 3). Če obidem možnost ne-vključitve v projekt, kar zaradi že obstoječih političnih pritiskov obravnavam kot dejstvo, ostaneta na voljo dve možnosti, ki ju opisujem v nadaljevanju.

#### 5.2.2.4.2 Neposreden vstop v TARGET2-Securities

Ker neposreden dostop do sistema TARGET2-Securities preko infrastrukture KDD ne more biti omejen le na tisti del poravnave poslova z vrednostnimi papirji, ki se nanašajo na čezmejne poravnave, temveč bi moral obsegati tudi poravnave domačih poslova z vrednostnimi papirji, predvidevam, da bi takšen dostop imel vsaj naslednje pomembne negativne učinke, ki bi bremenili tako KDD kot tudi uporabnike njenih klirinško-poravnalnih storitev:

- občutno zvišanje stroškov vzdrževanja informacijskih platform (to velja tako za KDD kot tudi za njene člane) zaradi nujnosti vzdrževanja dvojnih sistemov kot posledice nezmožnosti popolne ukinitve obstoječih delov informacijske infrastrukture KDD<sup>150</sup>;
- zelo visoke fiksne stroške izvedbe prilagoditev informacijskih sistemov;
- koncentracija tveganj v sistemu TARGET2-Securities kot posledica monopolizacije poravnalnih funkcij, kar prinaša večja operativna tveganja v primeru tehničnih težav oz. motenj v delovanju vseh na poravnalno platformo TARGET2-Securities vezanih platform in s tem vseh storitev, ki so odvisne od uspešnosti izvajanja poravnave (npr. vodenje delniških knjig, izvrševanje korporacijskih dejanj, ipd.);
- prenos procesa določanja prioritete glede razvojnih želja in potreb članov KDD v zvezi s sistemskimi funkcionalnostmi klirinško-poravnalne infrastrukture na Evrosistem kot razvijalca in upravljalca sistema TARGET2-Securities. Glede na relativno omejeno ekonomsko pomembnost slovenskega kapitalskega trga kot dela evropskega kapitalskega trga to pomeni, da bodo imele razvojne želje in potrebe članov KDD po vsej verjetnosti zelo nizko prioriteto, kar lahko na daljši rok močno negativno vpliva na poslovanje članov KDD s strankami oziroma investitorji v domačem okolju;
- neoptimalna raven vseh poravnalnih poslovnih funkcionalnosti, ki so sedaj vsebinsko, tehnično in ekonomsko praktično optimirane in integrirane v informacijskem sistemu centralnega registra KDD, zaradi njihove razcepitve v dva informacijska sistema. Neoptimalno ali suboptimalno stanje se bo odražalo kot upočasnjeno procesiranje poravnalnih inštrukcij oziroma upočasnjeno delovanje informacijskega sistema v primerjavi s trenutnim stanjem ter kot vnos precejšnjih pravnih in operativnih tveganj v lokalno klirinško-poravnalno infrastrukturo;
- znatni dvig komunikacijskih stroškov med člani KDD, KDD in sistemom TARGET2-Securities zaradi predvidene nove komunikacijske arhitekturne zasnove sistema TARGET2-Securities in zaradi znatno večjega prometa sporočil med poravnalnima platformama;

<sup>150</sup> O tem bom podrobneje govoril v nadaljevanju poglavja.

- zahtevnost izvedbe neposrednega dostopa do sistema TARGET2-Securities bi terjala občutne ekonomske, časovne, tehnične, kadrovske in vsebinske vložke, predvsem za prilagoditev zalednih pisarn lokalnih uporabnikov klirinško-poravnalnih storitev in vseh z njimi povezanih aplikacijah.

Glede na navedbe v dokumentu T2S change management process (2009, str. 6-10) bosta ob priključitvi na platformo TARGET2-Securities vsaka funkcionalna modifikacija informacijskega sistema KDD (ki bo hkrati zahtevala spremembe v funkcionalnostih sistema TARGET2-Securities) in tudi uveljavitev zahtev po implementaciji obstoječih nacionalnih specifik bistveno težje izvedljivi. Enaka ugotovitev velja tudi za nujne spremembe, ki bi bile potrebne zaradi morebitnih (sicer dokaj pogostih) sprememb naše zakonodaje. Zahtevke po spremembah sistema TARGET2-Securities se glede na populacijo, ki bi ji spremembe koristile, delijo na:

- skupne zahtevke po spremembah (angl. *common changes*): so tiste, ki zadevajo vsako novo funkcionalnost ali storitev, katere koristi bi bil deležen širši krog v projekt vpletenih strani, katere bi bile potrebne zaradi zakonodajnih ali regulatornih sprememb v večini članic Evropske unije ali tiste tehnične zahteve, ki bi jih podprla večina klirinškodopotnih družb.
- posamične zahtevke po spremembah (angl. *reserved changes*): podani s strani ene klirinškodopotne družbe ali centralne banke, ki niso v interesu širokega kroga v projekt vpletenih strani.

Spremembe s široko podporo naj bi bile izvedene na podlagi sredstev iz t.im. skupnega proračuna projekta, medtem ko naj bi bili zahtevki posameznih članov povsem samoplačljivi. Glede na trenutno razpoložljive funkcionalne opise sistema TARGET2-Securities in glede na slovenski zakonodajni okvir, ki opredeljuje nabor funkcionalnosti, ki jih je KDD dolžna zagotavljati že sedaj, je jasno, da bodo slovenski zahtevki po spremembah in dopolnitvah na funkcionalnem področju spadali v »samoplačniško« kategorijo. Hkrati naši predlogi verjetno ne bodo imeli pomembnega »harmonizacijskega učinka« na celoten krog v projekt vpletenih strani. Glede na obvezo KDD (v skladu z Zakonom o trgu finančnih instrumentov, poglavje 11.2.2), da uporabnikom svojih storitev (tudi v primeru priključitve na platformo TARGET2-Securities bi slovenski uporabniki dostopali do poravnalnih storitev preko infrastrukture KDD) brezpogojno zagotavlja varen, učinkovit sistem in s slovensko zakonodajo usklajen nabor storitev, je predstavljena strategija Evrosistema s slovenskega stališča vsekakor zelo sporna.

Poleg tega je potrebno izpostaviti, da bi neposredna integracija s sistemom T2S pomenila neposredno integracijo KDD, članov KDD in drugih uporabnikov storitev KDD, kakor tudi nadzornikov KDD (ATVP in Banke Slovenije) s sistemom, v katerem trenutno še vedno obstaja kopica nedodelanih, nedorečenih ali celo neprimernih vsebinskih, pravnih, operativnih, ekonomskih, tehničnih, komunikacijskih in ostalih rešitev, kar bi za vse navedene predstavljalo prevzemanje znatnih tveganj na praktično vseh področjih poslovanja z nematerializiranimi vrednostnimi papirji. S podrobnostmi predstavljenih rešitev oziroma



razhajanj med sistemom TARGET2-Securities in slovenskim klirinško-poravnalnem okoljem, se ukvarja tudi slovenska nacionalna uporabniška skupina in se na njih odziva s pripravo komentarjev na uporabniške zahteve sistema TARGET2-Securities (gre za zbirko dokumentov »*User requirements: TARGET2-Securities*«).

#### 5.2.2.4.3 Posredni vstop v TARGET2-Securities

Zaradi številnih negativnih učinkov morebitnega neposrednega vstopa v sistem TARGET2-Securities je s strani slovenskih uporabnikov klirinško-poravnalne infrastrukture vse bolj atraktivna možnost posrednega dostopa KDD do infrastrukture TARGET2-Securities. Pri posrednem dostopu bi KDD do sistema TARGET2-Securities dostopala preko ustrezno nadgrajenih povezav med KDD - ICSD Clearstream Banking Luxembourg oziroma KDD - ICSD Euroclear Bank ali preko sistema katerekoli izbrane klirinškodepotne družbe, ki bi za KDD opravljala funkcijo t.im. tehničnega izdajatelja (angl. *technical issuer*) za vse vrednostne papirje izdane v sistemu KDD, kar je predpogoj za posredno povezavo KDD ter platformo TARGET2-Securities (Cross-CSDs settlement and external CSDs, 2007, str. 27-28). KDD še vedno ohrani vlogo izdajatelja domačih vrednostnih papirjev. Prav tako vodi račune vrednostnih papirjev imetnikov, ki so lahko neposredni računi imetnikov ali fiduciarni računi. Povezavi do sistema klirinškodepotne družbe, ki je neposredno vključena v TARGET2-Securities, sta tipa "*direct operated link*", pri čemer domači skrbnik nastopa kot operater povezave in vodi fiduciarni račun za mednarodno klirinškodepotno družbo v skladu z obstoječimi Pravili KDD.

Upoštevajoč pravne, tehnične, tržne, operativne, ekonomske ter ostale značilnosti in potrebe lokalnega okolja, ugotavljam, da je strategija posrednega povezovanja infrastrukture KDD s sistemom TARGET2-Securities tudi dolgoročno najprimernejša. Posredna sistemska integracija med sistemoma KDD in TARGET2-Securities bo tako omogočila poslovanje in poravnavanje poslov z vrednostnimi papirji v skladu s pričakovanji in poslovnimi potrebami uporabnikov storitev KDD (bank, njihovih strank in ostalih). Ocena o smotnosti in ustreznosti posredne sistemske integracije je predmet potrditve članov nacionalne uporabniške skupine.

### 5.3 Funkcijske razvojne možnosti slovenske klirinško-poravnalne infrastrukture

Kot sem že omenil v uvodu tega poglavja, trenutno dogajanje povezano s klirinško-poravnalnim segmentom v Evropski uniji nakazuje izrecno potrebo po spremembah v obstoječem ustroju in dejavnostih klirinškodepotnih družb. Ta potreba je še posebej izrazita v manjših nacionalnih klirinško-poravnalnih sistemih, ki so bodisi zaradi skromnih dimenzij nacionalnega kapitalskega trga ali zaradi specifičnih potreb nacionalne ekonomije razvili le omejen nabor dejavnosti. Odpiranje kapitalskih trgov široki množici ponudnikov tako trgovanih kakor po-trgovanih storitev z vrednostnimi papirji, nakazuje neizbežen spopad na trgu in borbo za obstoj, ki je bil še pred nekaj leti praktično samoumeven.

Glede na to, da se KDD v skladu s standardi<sup>151</sup> Banke za mednarodne poravnave uvršča med sistemsko pomembne institucije, je podvržena zelo strogim regulatornim merilom, ki natančno opredeljujejo njene dejavnosti (www.bsi.si). Dejavnosti KDD opredeljuje ZTFI, ki postavlja tudi osnovna merila pri opredeljevanju nadaljnjih razvojnih strategij. V prizadevanjih KDD po ponudbi storitev, ki bi bile po sami vsebini in kakovosti izvedbe kar najbolj podobne storitvam najrazvitejših klirinško-poravnalnih sistemov, je potrebno poiskati tista področja, ki jih KDD do sedaj zaradi že omenjenih razlogov ni pokrivala. Takšno področje je vloga klirinškodpotne družbe investitorja (angl. *investor CSD*), v skladu s katero naj bi KDD omogočila vodenje evidenc imetnikov v zvezi s tujimi finančnimi instrumenti. Naslednja razvojna možnost je prevzem funkcije centralne nasprotne stranke. Za vsako od navedenih razvojnih možnosti bom v nadaljevanju predstavil analize možnosti izvedbe.

### **5.3.1 Vodenje evidenc imetnikov v zvezi s tujimi finančnimi instrumenti**

Na kapitalskem trgu povpraševalci iščejo optimalne vire kapitala, ponudniki pa optimalne investicijske možnosti. Njihova izbira med različnimi viri kapitala oziroma med različnimi investicijskimi možnostmi bo boljša, če bodo imeli na voljo več raznovrstnih možnosti. Zaradi tega si je potrebno prizadevati za odstranjevanje dejanskih ovir, ki gospodarskim subjektom ožijo izbiro zakonitih možnosti. Eden izmed najkorenitejših ukrepov za širitev poslovnih možnosti na kapitalskem trgu je odprava ovir za čezmejne posle, torej vzpostavitev vedno večjega enotnega trga, ki ni omejen z državnimi mejami. V primeru Slovenije to konkretno pomeni odpravljanje ovir za slovenske izdajatelje finančnih instrumentov pri dostopu do tujih investorjev ter odpravljanje ovir za slovenske investitorje pri dostopu do tujih finančnih instrumentov.

Vsaka stranka pri poslu z vrednostnimi papirji doseže interes, ki ga s poslom zasleduje, ne takrat ko je posel sklenjen, temveč šele takrat, ko je posel izpolnjen (tj. poravnan). Vprašanje poravnave poslov s finančnimi instrumenti je zato osrednje vprašanje pri odpravljanju ovir za trgovanje s finančnimi instrumenti med poslovnimi subjekti iz različnih držav oziroma za trgovanje med poslovnimi subjekti iz iste države, vendar s tujimi finančnimi instrumenti.

Seveda lahko trgovanje s finančnimi instrumenti, kjer je tako ali drugače prisoten tuj element, bodisi gre za poslovna subjekta iz različnih držav bodisi gre za finančni instrument iz tuje države ali pa gre za oboje navedeno hkrati, vedno poteka tako, da obe za posel zainteresirani stranki neposredno vstopita na kapitalski trg domicilne države finančnega instrumenta, s čimer trgovanje in poravnava s tem finančnim instrumentom postaneta taka, kot da bi šlo za domače trgovanje in domačo poravnavo. Vendar pa ta možnost za veliko večino poslovnih subjektov ni izvedljiva, saj bi bila povezana s previsokimi stroški. Za rešitev zapleta je potreben drug način, po katerem lahko domači poslovni subjekti trgujejo s tujimi poslovnimi subjekti in/ali s tujimi finančnimi instrumenti ter obratno.

---

<sup>151</sup> Standardi so opredeljeni v dokumentu Core Principles for Sistemically Important Payment Systems (2001), ki jih je pripravil *Committee on Payment and Settlement Systems* ustanovljen s strani Banke za mednarodne poravnave.

#### 5.3.1.1 Oris trenutnega stanja na trgu

Tipičen pristop pri trgovanju s finančnimi instrumenti, kjer je tako ali drugače prisoten tuj element, je pritegnitev skrbnika ali verige skrbnikov<sup>152</sup>, ki koncentrirajo ponudbo in povpraševanje vseh svojih strank. Skrbnik je tako tisti, ki za račun svojih strank trguje s tujimi poslovnimi subjekti (oz. s tujimi skrbniki, če sta ponudba in povpraševanje tujih poslovnih subjektov prav tako koncentrirani pri skrbniku). Če se skrbnik vključi v razmerje med prodajalcem in kupcem finančnih instrumentov na strani prodajalca, je on tisti, ki v razmerju do kupca nastopa kot prodajalec, v razmerju do svoje stranke pa nastopa kot mandatar, ki izvršuje prodajno naročilo. Če se skrbnik vključi v razmerje med prodajalcem in kupcem finančnih instrumentov na strani kupca, je on tisti, ki v razmerju do prodajalca nastopa kot kupec, v razmerju do svoje stranke pa nastopa kot mandatar, ki izvršuje nakupno naročilo. Ker se imetništvo finančnih instrumentov v sodobnem okolju prenaša z vpisom v ustrezni register vrednostnih papirjev in ker kot prodajalec oziroma kupec nastopa skrbnik, je skrbnik tisti, ki je v zadevnem registru voden kot imetnik finančnih instrumentov, ki so predmet posla<sup>153</sup>.

Dejstvo, da skrbnik ni imetnik finančnih instrumentov za svoj lastni račun, temveč za račun svojih strank, se odraža v tipu računa. Gre za fiduciarni račun, ki je v slovenski pravni red uveden s 255. členom ZTFI. Ker so na tem računu tipično združena stanja vseh strank skrbnika, prihaja do sprememb na tem računu samo v primeru poravnave poslov, ki jih sklepajo stranke tega skrbnika s strankami drugih skrbnikov, ne pa tudi pri poravnavi poslov, ki jih sklepajo stranke tega skrbnika med seboj. V slednjem primeru se agregatna količina finančnih instrumentov, katerih imetnik je skrbnik za račun svojih strank, namreč ne spremeni. V obeh primerih pa je očitno, da je za pravno varnost strank (tj. za pravno varnost končnih investitorjev) izjemnega pomena kakovost evidenc skrbnika o tem, za račun katerih svojih strank poseduje katere in koliko finančnih instrumentov.

Kot sem že omenil, je dostop tujih poslovnih subjektov do slovenskih finančnih instrumentov zagotovljen preko dveh mednarodnih klirinškodopotnih družb ter preko drugih tujih in domačih skrbnikov, ki so za račun tujih poslovnih subjektov v centralnem registru nematerializiranih vrednostnih papirjev, ki ga vodi KDD, vpisani kot imetniki zadevnih vrednostnih papirjev.

Dostop slovenskih poslovnih subjektov do tujih finančnih instrumentov je zagotovljen preko domačih skrbnikov, ki so za njihov račun vpisani kot imetniki finančnih instrumentov v tujih registrih finančnih instrumentov. Sama KDD v vlogi takšnega skrbnika ne nastopa, saj trenutno nima na razpolago kapacitet, s katerimi bi zadovoljila vsem potrebam strank v zvezi s fiduciarnim imetništvom tujih finančnih instrumentov kot so npr. glasovanje na skupščinah v tujini, vnaprejšnje posredovanje donosov, obračun davčnih odtegljajev, analize trgov, ipd..

---

<sup>152</sup> Običajno v vlogi skrbnika (angl. *custodian*) nastopa skrbniška banka.

<sup>153</sup> Skrbnik je torej t.im. zakoniti imetnik (angl. *legal owner*) vrednostnih papirjev, ki se vodijo na fiduciarnem računu, medtem, ko so njegove stranke t.im. beneficiarni imetniki (angl. *beneficial owner*).

### 5.3.1.2 Normativni okvir obveznosti vodenja poddepoja finančnih instrumentov

Zaradi pravne varnosti strank (tj. končnih investitorjev) v primerih, ko kot imetnik finančnih instrumentov nastopa skrbnik za račun teh strank, je v skladu z ZTFI<sup>154</sup> predvidena obveznost skrbnika, da vzpostavi in vodi poddepo teh finančnih instrumentov. Poddepo je v skladu z ZTFI<sup>155</sup> opredeljen kot evidenca imetnikov finančnih instrumentov, ki jo vodi poddepozitar (tj. skrbnik) in v katero vpisi nimajo pravnih učinkov neposredno v razmerju do izdajatelja finančnih instrumentov, temveč imajo pravne učinke v razmerju do poddepozitarja. Na ta način z vpisom v poddepo nastane pravica stranke zahtevati od poddepozitarja, da za njen račun uresničuje pravice iz teh finančnih instrumentov in da po njenem nalogu za njen račun razpolaga s temi finančnimi instrumenti. Vpis finančnih instrumentov v poddepo v dobro posamezne stranke učinkuje v razmerju do njenih upnikov in do upnikov poddepozitarja tako, da se ti finančni instrumenti štejejo za premoženje stranke (tj. beneficiarnega imetnika)<sup>156</sup>.

### 5.3.1.3 Izvedljivost vodenja poddepoja s strani KDD

Za vodenje centralnega registra, ki ena izmed temeljnih dejavnosti KDD, ZTFI določa bistveno strožje in kompleksnejše zahteve kot za vodenje poddepoja. Tako je organizacijskim zahtevam za vodenje centralnega registra namenjen celoten oddelek 11.2.2 ZTFI, še podrobnejše zahteve pa vsebuje Sklep ATVP o organizacijskih zahtevah za vodenje centralnega registra in upravljanje poravnalnega sistema (2007). Poleg tega vodenje centralnega registra urejajo še ZNVP ter Pravila poslovanja KDD. Ta obširni nabor detajlnih pravil zagotavlja imetnikom nematerializiranih vrednostnih papirjev in imetnikom pravic tretjih, ki so vpisani v centralni register KDD najvišjo stopnjo pravne varnosti. Najvišjo stopnjo pravne varnosti še dodatno potrjuje tudi že omenjeno dejstvo, da je bila KDD ocenjena kot ustrezna institucija za izvajanje kreditno monetarnih operacij Evrosistema. Hkrati pa enakost in preglednost ureditve za vse nematerializirane vrednostne papirje, ki so vpisani v centralni register, za imetnike nematerializiranih vrednostnih papirjev pomeni višjo

---

<sup>154</sup> Prvi odstavek 247. člena ZTFI.

<sup>155</sup> Drugi odstavek 18. člena ZTFI.

<sup>156</sup> V skladu s 247. členom ZTFI mora poddepozitar v poddepoju za vsako vrsto finančnih instrumentov stranke voditi:

- skupno stanje posamezne vrste finančnih instrumentov;
- osebne podatke o stranki,
- stanja in vse spremembe stanj finančnih instrumentov;
- stanja in vse spremembe stanj pravic tretjih na finančnih instrumentih;
- zneske izplačil stranki na podlagi uresnitve pravic iz finančnih instrumentov.

Poddepo mora poddepozitar voditi tako, da je kadar koli mogoče preveriti:

- vsako spremembo stanja finančnih instrumentov posamezne stranke glede količine in pravnega temelja te spremembe;
- vsako spremembo stanja pravic tretjih na finančnih instrumentih posamezne stranke glede količine in pravnega temelja te spremembe;
- vsako izplačilo posamezni stranki na podlagi uresnitve pravic iz finančnih instrumentov,
- skupno stanje finančnih instrumentov posamezne vrste, ki jih vodi v poddepoju, in primerjavo tega stanja s stanjem finančnih instrumentov v centralnem depozitu ali drugem vmesnem poddepoju.

Poleg tega mora poddepozitar v poddepoju omogočiti vpis in vodenje pravic tretjih (zastavne pravice, užitka, odkupne pravice, predkupne pravice in pravice do prepreževanja razpolaganja).

stopnjo operativne in tehnične učinkovitosti. Višja stopnja učinkovitosti pa običajno pomeni tudi stroškovno optimalnejši nivo.

Glede na obrazloženo ni razlogov, da funkcionalnost sistema centralnega registra ne bi bila uporabljena tudi za vodenje evidenc v zvezi s tujimi finančnimi instrumenti (tj. za potrebe vodenja poddepoja, ki ga mora zagotavljati poddepozitar), ob predpostavki obstoja zadostnega poslovnega interesa. Čeprav, kot sem argumentiral, sama KDD trenutno ne razpolaga s kapacitetami, ki bi ji omogočale nastopati v vlogi skrbnika (tj. poddepozitarja), pa to vendarle ni ovira, da KDD funkcionalnosti sistema centralnega registra ne bi dala na razpolago drugim slovenskim skrbnikom (tj. poddepozitarjem za tuje finančne instrumente), ki bi za to izkazali poslovni interes. Na ta način KDD ne bi prevzela funkcije poddepozitarja, temveč bi le ponudila obstoječo infrastrukturo, ki že sedaj zagotavlja najvišjo stopnjo pravne varnosti in operativne učinkovitosti za namene vodenja evidenc domačih poddepozitarjev v zvezi s tujimi finančnimi instrumenti.

Na ta način bi KDD na posredni način izpolnila svoj cilj povečevanja učinkovitosti in varnosti klirinško-poravnalne infrastrukture, saj bi bila tako investitorjem zagotovljena najširša možna izbira zakonitih investicijskih možnosti z vzpostavitvijo platforme za lažje sklepanje poslov s tujimi finančnimi instrumenti med domačimi investitorji, ki so stranke različnih domačih skrbnikov. Naveden sklep velja še toliko bolj, če bi se v poznejši fazi, ob dejstvu, da bi poravnava poslov potekala pri KDD, v trgovalni proces s tujimi finančnimi instrumenti vključil tudi domači organizirani trg. Na ta način bi dostop do tujih finančnih instrumentov za domače investitorje postal lažji, cenejši in preglednejši, saj bi jim bila enaka storitev, kot jim je na razpolago v zvezi z domačimi finančnimi instrumenti, zagotovljena tudi v zvezi s tujimi finančnimi instrumenti.

Pozitivni stranski učinki realizacije predstavljenih razvojnih možnosti na domačem kapitalskem trgu bi se odražali v izboljšani preglednosti trga, saj bi bilo zmeraj mogoče več evidenc pridobiti na enem samem mestu.

### **5.3.2 Uvedba funkcije centralne nasprotne stranke**

ESCB-CESR nadzorniška priporočila prevzemanje položaja centralne nasprotne stranke obravnavajo kot pomemben način upravljanja s tveganji neizpolnitve obveznosti nasprotne stranke in borznih poslov (Recommendations for securities settlement systems and central counterparties in the European Union, 2009, str. 7-8)<sup>157</sup>. Klirinškodopotnim družbam, ki trenutno ne nastopajo v vlogi centralne nasprotne stranke, nalagajo izvedbo analize izvedljivosti uvedbe te funkcije. ESCB-CESR priporočila v 4. priporočilu za klirinškodopotne družbe, ki ne nastopajo v vlogi centralne nasprotne stranke, sicer brezpogojno ne predpisujejo njene uvedbe, temveč zgolj zahtevajo preučitev uspešnosti oz. primernosti morebitnih že obstoječih sorodnih postopkov za obvladovanje tveganj neizpolnitve obveznosti nasprotne

---

<sup>157</sup> ESCB-CESR nadzorniška priporočila so bila objavljena maja 2009. Nacionalne centralne banke in regulatorji trga vrednostnih papirjev naj bi na njihovi podlagi začeli izvajati nadzor nad klirinškodopotnimi družbami predvidoma v letu 2010 ali 2011.

stranke pri borznih poslih z vrednostnimi papirji. Prav tako priporočila brezpogojno ne podpirajo uvedbe funkcije centralne nasprotne stranke, če bi se pokazala ekonomska neupravičenost uvedbe in s tem npr. zaradi premajhnega obsega borznih transakcij dvig nadomestil, povezanih z zagotavljanjem storitev kliringa in poravnav. Glede izvedljivosti prevzemanja položaja centralne nasprotne stranke s strani KDD je tako potrebno preveriti pravne, organizacijske, ekonomske in druge vidike.

#### *5.3.2.1 Opredelitev centralne nasprotne stranke, njenih funkcij in obstoječi postopki kliringa v KDD*

Kot je opredeljeno v 2. odstavku 20. člena ZTFI je centralna nasprotna stranka oseba, ki zaradi poravnave poslov s finančnimi instrumenti, sklenjenih na organiziranem trgu, na MTF ali zunaj organiziranega trga in MTF v breme lastnega kapitala prevzema odgovornost za izpolnitev obveznosti strank v razmerju do nasprotnih strank teh poslov tako, da v vsakega od slednjih vstopi kot novi prodajalec v razmerju do kupca in kot novi kupec v razmerju do prodajalca.

Centralna nasprotna stranka lahko poleg zgoraj omenjene funkcije opravlja tudi funkcijo upravljalca poravnalnega sistema. V skladu s 1. odstavkom 20. člena ZTFI lahko centralna nasprotna stranka vodi oz. upravlja poravnalni sistem za poravnavo poslov s finančnimi instrumenti, sklenjenih na organiziranem trgu, na MTF ali zunaj organiziranega trga in MTF.

V skladu s 7. členom Sklepa o podrobnejših pravilih za poravnavo borznih poslov in pogojih za prevzemanje položaja centralne nasprotne stranke in opravljanje drugih poslov, pri katerih prevzema kreditno tveganje nasprotne stranke (2007, str. 2-3), lahko centralna nasprotna stranka v zvezi z upravljanjem poravnalnega sistema centralne nasprotne stranke opravlja naslednje storitve in posle:

- storitve upravljanja informacijskega sistema za poravnavo borznih poslov;
- preverjanje, če stanje finančnih instrumentov in denarnih sredstev članov poravnalnega sistema zadošča za izpolnitev sklenjenih poslov;
- zagotavljanje pravočasnega posredovanja nalogov za bremenitev računov finančnih instrumentov in denarnih sredstev v zvezi z izpolnitvijo obveznosti;
- zagotavljanje finančnih zavarovanj za izpolnitev obveznosti iz sklenjenih borznih poslov;
- zagotavljanje stanja finančnih instrumentov in denarnih sredstev z izvršitvijo zavarovanja v primeru nezadostnega stanja denarnih sredstev ali finančnih instrumentov;
- upravljanje in izvrševanje zavarovanj, zagotovljenih s strani članov poravnalnega sistema;
- preverjanje kreditne sposobnosti članov poravnalnega sistema.

V skladu s 1. odstavkom 8. člena Sklepa mora centralna nasprotna stranka pred začetkom upravljanja poravnalnega sistema pridobiti ustrezno dovoljenje ATPV.

KDD izvaja klirinške in poravnalne storitve pri borznih poslih z vrednostnimi papirji, sklenjenih na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev. Pri postopku kliringa in poravnave denarnih obveznosti in obveznosti prenosa vrednostnih papirjev iz borznih poslov KDD uporablja t.im. »DVP Model 2«, priporočen s strani Banke za mednarodne poravnave, ki predvideva neto obračun in poravnavo na denarnem delu transakcij (t.im. multilateralni pobot) in bruto princip pri prenosu vrednostnih papirjev (Delivery versus payment in securities settlement systems, 1992, str. 20-21). KDD trenutno ne nastopa v vlogi centralne nasprotne stranke, saj za obveznosti iz borznih poslov z vrednostnimi papirji ne jamči s svojim premoženjem, temveč s premoženjem svojih članov. Kljub temu je razvila kompleksne in, kot se je pokazalo v praksi, zelo učinkovite mehanizme in postopke za upravljanje tveganj neizpolnitve obveznosti iz borznih poslov z vrednostnimi papirji.

Poravnalni člani nosijo polno odgovornost za izpolnitev svojih obveznosti iz borznih poslov. Poravnalni člani odgovarjajo tudi za izpolnitev obveznosti drugih poravnalnih članov v primeru, če jih slednji niso izpolnili. Sredstva za izpolnitev obveznosti poravnalnih članov, ki niso izpolnili svojih obveznosti, zagotavljajo vsi poravnalni člani z vplačili v jamstveni sklad v skladu s Pravili KDD. KDD izpolni obveznost poravnalnih članov, ki niso izpolnili svojih obveznosti, s sredstvi jamstvenega sklada. KDD za obveznosti poravnalnih članov ne odgovarja s svojim premoženjem in tako ne opravlja funkcije centralne nasprotne stranke. Omenjene odgovornosti poravnalnih članov in obveznosti KDD so opredeljene v ZTFI in Pravilih poslovanja KDD<sup>158</sup>.

---

<sup>158</sup> Omenjene odgovornosti poravnalnih članov in obveznosti KDD so opredeljene v ZTFI in Pravilih poslovanja KDD, kakor sledi:

455. člen ZTFI opredeljuje odgovornost poravnalnih članov KDD in KDD za poravnavo borznih poslov:

- (1) Poravnalni člani polno odgovarjajo za izpolnitev svojih obveznosti iz borznih poslov in za izpolnitev obveznosti iz borznih poslov borznega člana, za katerega so v skladu s pravili centralne klirinškodopotne družbe prevzeli odgovornost za poravnavo njegovih poslov.
- (2) Poravnalni člani odgovarjajo tudi za izpolnitev obveznosti drugih poravnalnih članov, ki so nastale na podlagi borznih poslov, v obsegu in na način, določen v pravilih centralne klirinškodopotne družbe.
- (3) Za kritje obveznosti na podlagi odgovornosti iz prvega in drugega odstavka tega člena morajo poravnalni člani v jamstveni sklad vplačati ustrezne vložke v skladu s pravili in navodili centralne klirinškodopotne družbe.
- (4) Centralna klirinškodopotna družba ne odgovarja za obveznosti poravnalnih članov na podlagi poravnave borznih poslov v breme svojega kapitala, temveč samo v breme premoženja jamstvenega sklada in drugega premoženja, ki ga prejme kot kritje za obveznosti na podlagi odgovornosti poravnalnih članov iz prvega in drugega odstavka tega člena.

3. in 4. odstavek 90. člena Pravil poslovanja KDD opredeljujeta prevzemanje obveznosti poravnalnih članov iz borznih poslov s strani KDD:

- (3) Klirinškodopotna družba opravlja vsa pravna dejanja v zvezi s poravnavo borznih poslov v svojem imenu in za račun poravnalnih članov tako, da v notranjem razmerju do poravnalnih članov pravice pridobiva v dobro poravnalnih članov in obveznosti prevzema v breme poravnalnih članov, če ni v zvezi s posameznimi pravnimi dejanji v teh pravilih določeno drugače.
- (4) Za obveznosti iz tretjega odstavka tega člena klirinškodopotna družba ne odgovarja s svojim premoženjem, temveč samo s premoženjem jamstvenega sklada.

#### *5.3.2.2 Učinkovitost obstoječih mehanizmov KDD za upravljanje tveganj neizpolnitve obveznosti iz borznih poslov*

Robustnost in učinkovitost mehanizmov in postopkov, ki jih je razvila KDD za namene upravljanja tveganj neizpolnitve obveznosti iz borznih poslov, se kaže v tem, da KDD od začetka svojega delovanja ni zabeležila nobene neizvršene poravnave borznega posla ne na strani papirjev ne denarja. Jamstveni sklad je bil aktiviran le 17 krat in vsakokrat z razlogom krajše zamude poravnalnih članov pri plačilu neto denarnih obveznosti ali dodatnega plačila likvidnostne rezerve. Pri tem poravnalni člani niso utrpeli škode ali izgub, saj zamude niso bile povezane z nelikvidnostjo članov. Aktivacija jamstvenega sklada še ni bila nikoli posledica nelikvidnosti poravnalnega člana.

Uvedba funkcije centralne nasprotne stranke torej s stališča uspešnosti obstoječih mehanizmov KDD za upravljanje s tveganji neizpolnitve obveznosti iz borznih poslov dejansko ni utemeljena.

#### *5.3.2.3 Zakonske omejitve opravljanja funkcije centralne nasprotne stranke in splošna prepoved izpostavljanja kreditnemu tveganju nasprotne stranke za klirinškodpotne družbe*

Proti uvedbi funkcije centralne nasprotne stranke v nabor dejavnosti KDD (kot centralne klirinškodpotne družbe) trenutno govori jasna zakonska prepoved prevzemanja kreditnega tveganja in nastopanja v vlogi centralne nasprotne stranke.

425. člen ZTFI opredeljuje prevzemanje položaja centralne nasprotne stranke in prevzemanje kreditnega tveganja nasprotne stranke s strani KDD:

- Centralna klirinškodpotna družba ne sme prevzemati položaja centralne nasprotne stranke.
- Centralna klirinškodpotna družba v zvezi s poravnavo borznih in drugih poslov z vrednostnimi papirji ali izplačilom obveznosti iz vrednostnih papirjev ne sme kreditirati poravnalnih članov, izdajateljev ali drugih oseb ali opravljati drugih poslov, pri katerih bi prevzela kreditno tveganje nasprotne stranke.

Dejavnosti KDD (kot centralne klirinškodpotne družbe) so natančno opredeljene v 1. odstavku 407. člena ZTFI:

- storitve vodenja centralnega registra nematerializiranih vrednostnih papirjev in skrbniške storitve v zvezi s korporacijskimi dejanji izdajateljev nematerializiranih vrednostnih papirjev v skladu z XI. poglavjem ZNVP,
- storitve upravljanja poravnalnega sistema za poravnavo borznih poslov, če pridobi dovoljenje agencije za opravljanje teh storitev v skladu s pododdelkom 11.2.3 tega zakona,
- skrbniške storitve v zvezi s prevzemom v skladu z ZPre-1,
- storitve v zvezi z zagotavljanjem sočasnosti izpolnitve pri poravnavi drugih poslov, katerih predmet so nematerializirani vrednostni papirji,
- storitve v zvezi z izplačilom donosov iz nematerializiranih vrednostnih papirjev,



- druge storitve v zvezi s poslovanjem z nematerializiranimi vrednostnimi papirji in izpolnjevanjem obveznosti ter uveljavljanjem pravic iz vrednostnih papirjev,
- prodajo in vzdrževanje računalniških programov, ki jih razvije za opravljanje svojih storitev iz 1. do 6. točke tega odstavka in druge s tem povezane posle.

V skladu s 3. odstavkom 407. člena ZTFI, KDD ne sme opravljati nobenih drugih dejavnosti razen naštetih v 1. odstavku 407. člena ZTFI.

Trenutno veljavni pravni okvir, ki opredeljuje dejavnosti KDD kot centralne klirinškodopotne družbe, ne dopušča prevzemanja funkcije centralne nasprotne stranke. Za namene prevzemanja te funkcije s strani KDD in izpostavljanja kreditnemu tveganju nasprotne stranke, kot dopuščajo priporočila ESCB-CESR, bi bile potrebne spremembe ZTFI in podrejenih pravnih virov.

ZTFI ne podaja polne opredelitve kdo lahko prevzame funkcijo centralne nasprotne stranke. Če bi upravljavec poravnalnega sistema za poravnavo borznih poslov (razen centralne klirinškodopotne družbe) želel prevzeti ta položaj (in opravljati druge posle, pri katerih prevzema kreditno tveganje nasprotne stranke v skladu s 4. odstavkom 459. člena ZTFI), bi moral za to pridobiti dovoljenje ATVP. V tem primeru veljajo zanj vsa določila in zahteve, ki v skladu z ZTFI veljajo za upravljavce poravnalnega sistema, kakor sledi:

- pododdelek 11.2.1: Statusni ustroj centralne klirinškodopotne družbe;
- pododdelek 11.2.2: Organizacijske zahteve za vodenje centralnega registra in upravljanje poravnalnega sistema;
- pododdelek 11.2.3: Dovoljenje za upravljanje poravnalnega sistema ter nadzor agencije in Banke Slovenije;
- oddelek 11.3: Člani centralne klirinškodopotne družbe.

ZTFI ob upravljavcu poravnalnega sistema ne opredeljuje nobene druge osebe, ki bi lahko prevzela funkcijo centralne nasprotne stranke, hkrati pa tudi ne omejuje izvajanje te funkcije le na poravnalne sisteme. Tako ni opredeljeno, kdo lahko in kakšne so zahteve za opravljanje funkcije, če ta oseba hkrati ne upravlja tudi poravnalnega sistema. Na globalnem trgu sicer poznamo klirinške sisteme, ki opravljajo izključno funkcijo kliringa in centralne nasprotne stranke (npr. LCH-Clearnet), hkrati pa nimajo funkcije poravnalnega sistema. Obstoj teh subjektov slovenski pravni okvir ne opredeljuje.

#### *5.3.2.4 Organizacijska izvedljivost*

Kot sem navedel, bi moral subjekt, ki ima položaj upravljavca poravnalnega sistema, izpolnjevati kadrovske, tehnične, organizacijske in finančne zahteve, zahteve glede obvladovanja tveganj in ostale zahteve. Pridobiti bi moral tudi dovoljenje ATVP za prevzemanje funkcije centralne nasprotne stranke ali opravljanja drugih poslov, pri katerih bi prevzemal kreditno tveganje nasprotne stranke. Prilagoditve bi bile potrebne tudi na strani uporabnikov klirinških storitev in sicer predvsem v obliki prilagoditev programske podpore.

Glede na dopustnost opravljanja funkcije centralne nasprotne stranke za klirinškodopotne družbe, kakor jo opredeljujejo ESCB-CESR nadzorniška priporočila in glede na ZTFI, ki jasno prepoveduje prevzemanje te funkcije za KDD, bi lahko le-ta zgolj teoretično ustanovila samostojno pravno osebo, ki bi prevzela to funkcijo. ESCB-CESR priporočila za klirinškodopotne družbe, ki nimajo funkcije centralne nasprotne stranke, ne sugerirajo uvedbe te funkcije, temveč zgolj preučitev uspešnosti oz. primernosti že obstoječih sorodnih postopkov za obvladovanje tveganj neizpolnitve obveznosti nasprotne stranke pri borznih poslih z vrednostnimi papirji. Prav tako priporočila ne podpirajo uvedbe funkcije centralne nasprotne stranke, če bi se pokazala ekonomska neupravičenost uvedbe in s tem npr. zaradi premajhnega obsega borznih transakcij dvig nadomestil, povezanih z zagotavljanjem storitev kliringa in poravnave.

Organizacijske zahteve za pravno osebo, ki bi opravljala funkcijo centralne nasprotne stranke in hkrati ne bi imela funkcije poravnalnega sistema, v ZTFI ali omenjenem Sklepu trenutno niso opredeljene.

#### *5.3.2.5 Ekonomska upravičenost uvedbe funkcije centralne nasprotne stranke*

Ekonomska upravičenost prevzema funkcije centralne nasprotne stranke oz. ustanovitve samostojne pravne osebe s to funkcijo je za slovenski trg pogojena predvsem z naslednjimi dejavniki:

- obsegom (in vrednostjo) borznih transakcij;
- dejavniki, ki bi lahko v prihodnje vplivali na obseg borznih transakcij;
- višino nadomestil za opravljanje kliringa in storitev upravljanja tveganj neizpolnitve obveznosti iz borznih poslov;
- projekcijami glede morebitnih prenosov opravljanja funkcije kliringa in poravnave za slovenski borzni trg na nerezidenčne subjekte.

Eden izmed pogojev za uvedbo funkcije centralne nasprotne stranke za KDD (oz. v primeru ustanovitve samostojne pravne osebe) je, da stroški izvajanja kliringa s funkcijo centralne nasprotne stranke ne bi presegali vrednosti, ki jih KDD na podlagi Tarife KDD zaračunava poravnalnemu članom z nadomestilom za poravnavo kupnine pri borznih poslih. Ta znaša 0,005% zneska kupnine, ki je predmet borznega posla<sup>159</sup>. Pri tem izhajam iz predpostavke, da bi s temi sredstvi moral nov subjekt s funkcijo centralne nasprotne stranke financirati svoje delovanje oz. opravljanje te funkcije.

Vrednostni obseg poravnave, ki jih KDD izvaja v okviru borznega poravnalnega mehanizma za posle sklenjene na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev, je naslednji<sup>160</sup>:

---

<sup>159</sup> V skladu s Tarifo KDD ([www.kdd.si](http://www.kdd.si)) znaša minimalno nadomestilo 0,14€, maksimalno nadomestilo pa 3,41€. Nadomestilo se obračuna za obe stranki borznega posla.

<sup>160</sup> Podatki za določeno obdobje so zbrani glede na datum poravnave posla (T+2) in ne po datumu sklenitve posla (T+0). Borzni posli s svežnji, ki se poravnavajo v okviru poravnalnega mehanizma OTC-DVP, niso vključeni.

*Tabela 1: Vrednost poravnjav borznih poslov sklenjenih na Ljubljanski borzi*

<i>obdobje</i>	<i>vrednost poravnjav v €</i>
2006	1.004.595.073
2007	2.190.141.919
2008	1.208.043.080
januar 2009	43.956.536
februar 2009	36.783.886
marec 2009	47.127.720

*Vir: Statistika – izbrane vrednosti (www.kdd.si)*

Vrednostni obseg poslov se je v letu 2008 in še izraziteje v 2009, kot posledica finančne krize, močno zmanjšal. Zmanjševanje že tako skromnega obsega poslov na Ljubljanski borzi radikalno zmanjšuje tudi predviden obseg prihodkov, ki bi bile zbrani iz naslova zgoraj omenjenih nadomestil za opravljanje klirinških storitev in ki bi bila pri subjektu s funkcijo centralne nasprotne stranke namenjena financiranju njegovega delovanja.

Razlogi, ki bodo v prihodnje najverjetneje povzročili še dodatno zmanjševanje ali vsaj nenaraščanje obsega borznih poslov in še dodatno zmanjšali ekonomsko smiselno uvedbo funkcije centralne nasprotne stranke za slovenski trg vrednostnih papirjev so predvsem naslednji:

- Konstantno zmanjševanje števila izdajateljev in njihovih izdaj, ki kotirajo na organiziranem trgu (borzna kotacija in prosti trg Ljubljanske borze vrednostnih papirjev):

*Tabela 2: Število izdajateljev in izdaj vrednostnih papirjev uvrščenih v trgovalne segmente Ljubljanske borze*

<i>preseki*</i>	<i>št. izdaj</i>	<i>št. izdajateljev</i>
2006	205	129
2007	188	112
2008	187	107

**Legenda:** \* Podatki na 31. december

*Vir: Letno statistično poročilo 2006, 2007, 2008*

- Konsolidacija lastništva (prevzemi in iztisnitve malih delničarjev) in posledičen umik papirjev iz kotacij.
- Večina papirjev iz borzne kotacije ima zelo nizko likvidnost. Hkrati pa je večina prometa, narejenega na podlagi majhnega odstotka izdaj v borzni kotaciji, kar je razvidno iz tabele 3. V primeru prevzema katerega izmed spodaj omenjenih podjetij se

bi promet še občutno znižal. Deleži najprometnejših papirjev v celotnem prometu Ljubljanske borze je naslednji:

*Tabela 3: Izdaje z največjim obsegom prometa na Ljubljanski borzi*

<i>izdajatelj</i>	<i>promet v 2008 (v %)</i>
Krka	41,39
Telekom	8,28
NKBM	7,79
Petrol	5,82
Mercator	5,62
ostali	31,10

*Vir: Letno statistično poročilo - 2008*

- Izostanek novih produktov (npr. izvedenih finančnih instrumentov) s katerimi bi se trgovalo na Ljubljanski borzi, saj se izvedeni instrumenti (ki temeljijo na delnicah slovenskih izdajateljev) izdajajo v tujini in trgovanje z njimi poteka na tujih borzah (npr. Stuttgart).
- Izvedeni finančni produkti, s katerimi bi se trgovalo na Ljubljanski borzi, se ne pojavljajo tudi zaradi neugodne davčne zakonodaje (40% davek na dobiček za prodajo v prvem letu).
- Država se še vedno pojavlja kot pomemben lastnik slovenskih podjetij, kar ne pripomore k dvigu obsega borznih poslov. Postopen umik države iz lastništva je naravnani predvsem na iskanje strateških vlagateljev, kot kupcev večjih paketov delnic, kar prav tako ne vpliva na obseg borznih poslov.
- Z investicijskimi kuponi vzajemnih skladov se razen redkih izjem ne trguje na Ljubljanski borzi, čeprav je KDD vzpostavila vso potrebno infrastrukturo za poravnavo poslov.
- Večinski lastnik Ljubljanske borze je postala Dunajska borza, kar ob globalnih konsolidacijskih trendih v trgovalnem sektorju lahko v prihodnosti (po nekaterih scenarijih) pomeni zmanjšanje lokalnega trgovanja in posledično tudi kliringa in poravnave preko infrastrukture KDD. Skladno z direktivo MiFID bi se lahko zgodil tudi popoln prenos poravnave borznih poslov v drug sistem, kar še dodatno slabi poslovno priložnost uvedbe funkcije centralne nasprotne stranke.
- Številni vrednostno veliki posli (svežnji) se tako poravnajo preko poravnalnih mehanizmov OTC-DVP in OTC-FOP, ki jih ponuja KDD (trend naraščanja obsega OTC poslova je razviden iz tabel spodaj). Veliki posli in svežnji grejo običajno mimo

borze. Preusmerjanje prometa na OTC segment je pogojeno tudi s tarifno politiko borze (previsoka nadomestila v primerjavi z nadomestili za izvedbo kliringa in poravnave) in vezavo sredstev za namene mehanizmov upravljanja s tveganji (jamstveni sklad). Hkrati pa bi se tudi v primeru uvedbe funkcije centralne nasprotne stranke moral oblikovati neke vrste jamstveni sklad, ki bi vezal likvidnostna sredstva članov, kar bi podobno kot sedaj preusmerjalo posle v OTC segment.

*Tabela 4: Vrednostna primerjava borznih in OTC poslov*

<i>obdobje</i>	<i>borzne poravnave</i>	<i>OTC poravnave</i>	<i>% OTC v vseh poravnava</i>
2006	1.004.595.073	4.079.089.164	80%
2007	2.190.141.919	6.779.765.632	76%
2008	1.208.043.080	4.486.477.372	79%
januar 2009	43.956.536	215.311.462	83%
februar 2009	36.783.886	504.763.520	93%
marec 2009	47.127.720	209.642.361	82%

**Opomba:**

- TUVL je vštet v OTC segment.
- Podatki za OTC segment so brez FOP poravnave za netržne papirje.

*Vir: Statistika – izbrane vrednosti (www.kdd.si)*

*Tabela 5: Primerjava borznega in OTC segmenta po številu poslov*

<i>obdobje</i>	<i>borzne poravnave</i>	<i>OTC poravnave</i>	<i>% OTC v vseh poravnava</i>
2006	80.865.788	284.239.159	78%
2007	68.347.436	321.008.335	82%
2008	51.021.562	283.761.992	85%
januar 2009	2.621.536	12.017.828	82%
februar 2009	2.578.672	15.567.390	86%
marec 2009	2.716.552	8.186.307	75%

**Opomba:**

- TUVL je vštet v OTC segment.
- Podatki za OTC segment vsebujejo tudi FOP poravnave netržnih papirjev.

*Vir: Statistika – izbrane vrednosti (www.kdd.si)*

Ob upoštevanju vrednosti borznih poravnave v letu 2008 in predpostavki obračuna nadomestila za klirinške storitve v višini 0,005% bi dosegel znesek letnih nadomestil za izvajanje funkcije centralne nasprotne stranke cca. 120.000€. Ob predpostavki prepolovljenih vrednosti borznih transakcij, kakor je zaslediti v prvem četrtletju 2009 pa celo samo cca. 60.000€. Omenjeni zneski nadomestil predstavljajo najvišje potencialne prihodke subjekta, ki bi izvajal funkcijo centralne nasprotne stranke, iz naslova nadomestil za izvajanje klirinških storitev in funkcije centralne nasprotne stranke in ki naj bi v celoti predstavljali sredstva za kritje vseh stroškov

opravljanja te funkcije. Ocenjujem, da bi ob vseh zakonsko predpisanih zahtevah na organizacijskem, kadrovskem, tehničnem in drugih področjih stroški delovanja takega subjekta bistveno presegali ocenjene zneske nadomestil za njegove storitve. To jasno kaže na v ekonomskem smislu popolnoma nesmiselno uvedbo funkcije centralne nasprotne stranke za slovenski trg vrednostnih papirjev.

#### *5.3.2.6 Sklep analize*

V skladu s podanimi argumenti ocenjujem, da je iz pravnega, organizacijskega in ekonomskega stališča uvedba funkcije centralne nasprotne stranke za slovenski organiziran trg vrednostnih papirjev neutemeljena. Stroški vzpostavitve te funkcije bi občutno presegali potencialne prihodke nadomestil, ki bi bila obračunana uporabnikom. Morebitno vztrajanje pri njeni uvedbi bi neizogibno povzročilo dvig nadomestil, ki bi bremenila uporabnike, kar pa je tudi s stališča predstavljenega v okviru ESCB-CESR nadzorniških priporočil nesprejemljivo. Nesmotnost uvedbe funkcije centralne nasprotne stranke je še podkrepljena z dejstvom, da obstoječi mehanizmi upravljanja s tveganji neizpolnitve obveznosti nasprotne stranke pri borznih poslih z vrednostnimi papirji delujejo na najvišji stopnji zanesljivosti in učinkovitosti ter tako popolnoma ekvivalentno nadomeščajo to funkcijo.

### **5.4 Zakaj Slovenija še vedno potrebuje lastno klirinško-poravnalno infrastrukturo?**

Glede na že omenjeno majhnost slovenskega kapitalskega trga se neizbežno postavlja vprašanje o ekonomski smotrnosti vzdrževanja lastne po-trgovalne (in tudi trgovalne) infrastrukture. V luči globalnih konsolidacijskih trendov, širokih možnosti, ki jih ponuja sodobna informacijska in komunikacijska tehnologija (ki praktično odpravlja potrebe po fizični prisotnosti ponudnikov vse večjega kroga finančnih storitev) in glede na dejstvo, da se vrednostni papirji razen redkih izjem pojavljajo v nematerializirani obliki, se zdi ob upoštevanju možnosti doseganja ekonomij obsega, prenos trgovalnih in po-trgovalnih storitev na katerega izmed večjih, mednarodno delujočih ponudnikov teh storitev razmisleka vredna alternativa sedanjemu stanju.

Konsolidacijski trendi v klirinško-poravnalni infrastrukturi so tudi na področju Evropske unije evidentni (Payment and Securities Settlement Systems in the European Union, 2007, str. 66-69). Kljub temu pa je potrebno upoštevati dejstvo, da je bil dosednji proces konsolidacije klirinške in poravnalne infrastrukture povečini usmerjen v oblikovanje le enega ponudnika za področje posamezne države. Razlog za omejen konsolidacijski proces se povečini skriva v zelo različnih pravnih, nadzorniških, davčnih, gospodarskih in drugih aspektih, ki determinirajo delovanje celotne podporne infrastrukture kapitalskega trga. Na omenjenih področjih v Evropski uniji namreč še vedno ni zaslediti zadostne želje in pripravljenosti do poenotenja.

Centralizacijo poravnalne infrastrukture v Evropski uniji velikopotezno napoveduje Evrosistem s projektom TARGET2-Securities. Kljub vsem že omenjenim predvidenim pozitivnim učinkom na učinkovitost infrastrukture pa menim, da trenutno še vedno obstajajo prevladujoči razlogi za ohranitev t.im. nacionalne klirinško-poravnalne infrastrukture v

Sloveniji. Obstajata torej dva pglavitna razloga, zaradi katerih sem mnenja, da njen obstoj tudi v prihodnje ni vprašljiv:

- zelo specifična zakonodaja, katere posledica so številne posebnosti v postopkih v okviru klirinško-poravnalnega procesa. Ti postopki se bistveno razlikujejo od postopkov večine drugih klirinško-poravnalnih sistemov, kar slednje odvrača od vstopa na slovenski trg.
- relativno majhna pomembnost slovenskega kapitalskega trga z nizkim obsegom poslov zmanjšuje ekonomsko zanimivost vstopa drugih ponudnikov klirinško-poravnalnih storitev.

Podrobnejši pregled nekaterih predvsem regulatornih nacionalnih specifik kaže na težavnost prenosa po-trgovalne infrastrukture na drugega izvajalca<sup>161</sup>:

- KDD je po zakonu zavezan preveriti veljavnost vsakega poravnalnega naloga pred njegovo izvedbo. V te namene je KDD razvila kompleksne postopke validacije nalogov (kot predpogoj za izvršitev nalogov v sistemu KDD), ki se izvaja v odvisnosti od tipa transakcije (več kot 80 različnih tipov), restrikcij (15 tipov), računa vrednostnih papirjev (11 tipov) in nivoja članstva v KDD (3 tipi). Neustrezna validacija ima lahko za posledico odškodninsko odgovornost izvajalca klirinško-poravnalnega postopka. Validacijski postopki se med državami bistveno razlikujejo, kar dela slovenskega povsem neprimerljivega in neuskladjivega s sistemi drugih držav.
- Podatki iz centralnega registra KDD se na podlagi funkcije registrarja in centralnega depozitarja smatrajo kot primaren in edini relevanten vir informacij za vse uporabnike storitev v zvezi z vrednostnimi papirji (člani, investitorji, izdajatelji, državni organi,...). Tu gre še posebej izpostaviti državne organe pri pridobivanju informacij za potrebe izvedbe njihovih nalog v skladu z zakonskimi pooblastili. V primeru prenosa npr. poravnava na drugo osebo bi bilo nujno zagotoviti usklajevanje podatkov v realnem času.
- specifični postopki oplemenitenja (angl. *enrichment*) podatkov iz nalogov zajemajo zaradi zahtev Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje – 1 (ZISDU-1) tudi uporabo t.im. registrskih kod<sup>162</sup>.
- Zaradi pretežno enostopenjskega sistema, člani KDD odpirajo račune imetnikov neposredno v sistemu KDD. Odprtje računa zajema tudi imenovanje imetnika računa (običajno je to beneficiarni imetnik) in vzdrževanje vrste podatkov, potrebnih za validacije, oplemenitenje nalogov, itd.. KDD v smislu svoje funkcije registrarja tudi vodi delniške knjige izdajateljev. V primeru prenosa npr. poravnava na drugega

---

<sup>161</sup> Pregled argumentov je oblikovan tudi glede na funkcionalnosti, ki bi jih moral ponuditi poravnavni sistem TARGET2-Securities, vendar jih zaradi že omenjenih razlogov ne predvideva.

<sup>162</sup> ZISDU-1 prepoveduje, da bi družbe za upravljanje same vodile račune vrednostnih papirjev za investicijske (pokojsinske, vzajemne) sklade, ki jih te upravljajo. Ti računi morajo biti odprti pri skrbniški banki (ki je član KDD), ki pa sama ne sme opravljati borzno-posredniških storitev povezanih s transakcijami na teh računih. Za to morajo najeti druge brokerje ali banko (ne tisto, ki upravlja račun sklada za zadevno družbo za upravljanje). Broker tako pri vnosu naloga uporabi registrsko kodo in s tem »omogoča« družbi za upravljanje trgovanje preko borze.

izvajalca bi slednji lahko v svojem informacijskem sistemu vzdrževal le določene podatke, ki bi bili namenjeni izključno poravnavam. Če bi bili podatki ločeni med sistemoma, bi bila KDD v skladu z zakonom še vedno odgovorna za njihovo pravilnost.

- Odprto je tudi vprašanje dokončnosti poravnav poslov. V skladu z ZNVP je ta dosežena s samo spremembo v informacijskem sistemu centralnega registra KDD. Ob tem pa npr. TARGET2-Securities predvideva doseganje dokončnosti v svojem sistemu.

KDD mora v prvi vrsti uporabnikom zagotavljati storitve, ki so popolnoma usklajene z nacionalno zakonodajo, hkrati pa varne in učinkovite. Vse spremembe dosedanje ustaljene prakse so izvedene le kot posledica zakonodajnih sprememb ali v smislu izboljšanja učinkovitosti in zanesljivosti dosedanjih postopkov. Vsak prehod na premalo dodelan sistem ali sistem, ki ni prilagojen nacionalni zakonodaji ali sistem, ki vodi v manj učinkovite ali otežene postopke, se s strani sistemsko pomembne institucije smatra kot popolnoma nedopusten.

Majhen ekonomski interes je ključna ovira za prevzem klirinško-poravnalnega posla v Sloveniji s strani drugega ponudnika. Če pa se določen interes že pojavi (npr. TARGET2-Securities), pa le-ta ne ponuja celovite obravnave po-trgovalnega področja, kot ga trenutno zagotavlja KDD, temveč postavlja rešitve v smislu enotnega sklopa pravil za celotno Evropo. Upoštevanje lokalnih specifik v tem primeru ni prioritetnega pomena, saj je funkcionalno prilagajanje sistema v praksi predvideno le na zahtevo najbolj vplivnih članic<sup>163</sup> (T2S change management process, 2009, str. 6-8). V skladu z dokumentom bo uveljavljanje zahtev slovenskih uporabnikov klirinško-poravnalnih storitev in zahtev na podlagi sprememb zakonodaje zelo oteženo predvsem zaradi navedb, da bodo imeli zahtevki podani na podlagi lokalnih specifik nizko prioriteto. Kot prioritetni se bodo obravnavali le tisti, ki bodo odražali želje večine uporabnikov sistema TARGET2-Securities in tiste, ki bodo imele ugoden ekonomski vpliv na skupnost vseh uporabnikov. V primeru vztrajanja pri upoštevanju lokalnih zahtev pa bi klirinškodopna družba (ali nacionalna centralna banka), ki bi tak zahtevek podala, morala prevzeti vse z razvojem nove funkcionalnosti povezane stroške.

Glede na zelo specifično slovensko zakonodajo in relativno manj pomemben položaj slovenskih uporabnikov je mogoče pričakovati, da bo kljub morebitnemu prenosu funkcije poravnav na novo vseevropsko poravalno platformo KDD tista, ki bo morala vzdrževati vzporedni sistem, ki bo opravljal vse tiste funkcionalnosti, katerih TARGET2-Securities ne predvideva. Pri tem se bomo neizogibno srečali s primerom podvajanja infrastrukture, medtem, ko bodo stroški bremenili uporabnike. Tak scenarij je seveda v popolnem nasprotju z idejo povečevanja učinkovitosti po-trgovalnih procesov in zniževanja z njihovo izvedbo povezanih stroškov.

---

<sup>163</sup> Podrobneje sem o tej problematiki govoril pri obravnavi morebitnega neposrednega vstopa KDD v sistem TARGET2-Securities.



Glede na povedano sem mnenja, da korenite spremembe v slovenski klirinško-poravnalni infrastrukturi še niso na vidiku. Če pustimo ob strani »intervencionistične« posege Evrosistema, ki, kakor je zaslediti iz odzivov potencialnih uporabnikov platforme TARGET2-Securities, prinašajo ogromne stroške ob zelo dvomljivih in skrajno težko preverljivih napovedih o koristih, interesa morebitnih alternativnih ponudnikov še ni zaslediti. Menim, da osnovno poslanstvo po-trgovalne infrastrukture govori o ponudbi kar najbolj učinkovite, varne in stroškovno ugodne infrastrukture v okviru danih razmer na področju pravne, davčne, nadzorniške ureditve in danim nivojem informacijskih, komunikacijskih in tehničnih pogojev, ki determinirajo poslovanje tako ponudnikov infrastrukture kot njenih uporabnikov. Vsekakor pa ni osnovno poslanstvo ponudnikov po-trgovalne infrastrukture v uvajanju praks pod pretvezo mednarodne primerljivosti, od katere so uporabniki infrastrukture deležni le visokih prilagoditvenih stroškov in marginalnih koristi. Specifičen položaj slovenskih družb, katerih dejavnost sega na področje storitev z vrednostnimi papirji, se odraža v zelo omejenem obsegu prometa. Podpora njihovem poslovanju je infrastruktura, ki podpira njihov posel na njim najbolj prikladen način in ne na način, ki ga pričakujejo akterji na nekaterih najrazvitejših kapitalskih trgih z obsegom prometa povsem neprimerljivim slovenskim razmeram.

## **Sklep**

Kapitalski trgi so lahko učinkoviti le toliko, kolikor je učinkovita njihova podporna infrastruktura. Kliring in poravnava predstavljata temeljno infrastrukturo, ki omogoča prenose kapitala med gospodarskimi celicami. Ker na njih v veliki meri sloni stabilnost celotnega gospodarstva, je bistvenega pomena njihova učinkovitost, varnost in zanesljivost.

Pol stoletja po vzpostavitvi prvih mehanizmov za poravnavo poslov z evroobveznicami v Evropi, se je evropska klirinško-poravnalna infrastruktura razvila v skrajno kompleksen in razdrobljen sistem, ki odraža neštete razlike in nacionalne posebnosti, ki državam Evropske unije tudi na mnogih drugih področjih niso tuje. Vprašanje, ki se ob tem postavlja je, ali je tak sistem sposoben učinkovito podpreti finančne trge Evropske unije? Načrt vzpostavitve enotnega evropskega finančnega trga, ki predstavlja eno izmed osrednjih idej evropske integracije, nujno potrebuje mehanizme, ki bi zagotovili kar najoptimalnejše pogoje za prost pretok kapitala.

Številne raziskave so potrdile bolj ali manj neoptimalne razmere v evropski klirinško-poravnalni infrastrukturi. Mehanizmi za kliring in poravnavo čezmejnih poslov v Evropski uniji so v primerjavi z mehanizmi za podporo transakcij znotraj posameznih držav ali v visoko učinkovitem okolju ZDA, predvsem predragi, med seboj težko uskladjivi, prekompleksni in končno neučinkoviti. Rezultat tega stanja je neoptimalna alokacija kapitala, kar tudi dolgoročno zavira rast evropskega gospodarstva.

Nacionalni kapitalski trgi so se v številnih državah začeli razvijati v obdobju, ko so jih ločevale ostre politične meje in omejitve v mobilnosti kapitala. Iz teh temeljev so zrastle številni danes zelo vplivni, predvsem nacionalno orientirani subjekti v klirinško-poravnalni sferi. Šele v devetdesetih letih in z Maastrichtsko pogodbo, ki je konkretneje začrtala ideje o

gospodarski in monetarni uniji, so se pojavile težnje po razvoju takšnih rešitev, ki bi povezale razdrobljeno infrastrukturo. Šele desetletje kasneje pa se je začela Evropa zavedati poraznih sposobnosti dejanske podpore visokotečnim idejam o enotnem evropskem finančnem trgu. Ta ni bi bil sposoben podpreti evropskega gospodarstva na način, da bi mogel konkurirati gospodarstvu ZDA. Klirinško-poravnalna infrastruktura v ZDA se je po dveh desetletjih trajajočih pritiskih po harmonizaciji postopkov in konsolidaciji, razvila v popolnoma centraliziran sistem, ki je s svojo učinkovitostjo in nizkimi stroški uporabe navdušil številne evropske politike. Ti so začeli zagovarjati tezo, da privatni sektor, kot upravljavec infrastrukture, zavaljo koristi, ki jih ima od obstoječih razmer, ni pripravljen niti sposoben sam izvesti sprememb, ki bi nudile zadostno podporo uresnitvi ideje o enotnem evropskem finančnem trgu.

Pomena učinkovite klirinško-poravnalne infrastrukture sta se v pravi meri začele zavedati Evropska komisija in ECB. Ti sta tudi na podlagi svojih regulatornih pooblastil in političnega vpliva naredile številne korake, ki so bolj ali manj v soglasju s privatnim sektorjem, spreminjali ustroj evropske klirinško-poravnalne infrastrukture. Kako je videti, bo Evrosistem vzpostavil lastno vseevropsko poravnalno infrastrukturo za posle z vrednostnimi papirji, ki bo povezala vse nacionalne trge v skupen evropski trg in s tem dokončno v Evropi odpravila pojem čezmejnih transakcij. Menim, da je tak korak je v Evropi mogoče narediti le z veliko mero samovolje in avtoritarne države.

Nov ustroj klirinško-poravnalne infrastrukture brez dvoma ni po volji obstoječim upravljavcem infrastrukture, ki bi jim nov sistem odvzel eno izmed temeljnih dejavnosti, v katero so investirali enormna finančna sredstva. Vsekakor je potrebno omeniti skupino Euroclear, ki jo obravnavam kot edinega predstavnika privatnega sektorja, ki je uspešno ponudil učinkovito rešitev za neučinkovite klirinško-poravnalne procese v Evropi. Kljub temu je potrebno priznati, da zaradi neskladja z interesi tekmecev na trgu ni sposoben ponuditi rešitve za področje celotne Evropske unije.

Ni mogoče spregledati dejstva, da integracija ali celo konsolidacija ni v interesu vseh ponudnikov klirinško-poravnalnih storitev. Še posebej načrt Evrosistema lahko namreč ogrozi pomemben del njihovega posla. Razumevanje za interese obstoječih ponudnikov je pokazala le Evropska komisija, katere poteze odražajo trdno podporo ideji o konkurenčnem okolju in prostem trgu mnogih ponudnikov. Zdi se, da le-ta upošteva sicer dobro znano dejstvo o različnosti interesov članic Evropske unije. Kot sem v magistrskem delu pokazal, so se v Evropi pojavile številne pobude s skupnim ciljem harmonizacije in integracije evropske klirinško-poravnalne infrastrukture. Kljub skupnemu cilju pa se načini, po katerih ga bi dosegli, med seboj radikalno razlikujejo. Na ta način se zelo jasno kaže stara težava evropske skupnosti, ki le s skrajnimi naporji, če sploh, dosega soglasja glede uresničevanja premnogih tako imenovanih skupnih ciljev.

Dober primer otežene integracije v skupni evropski finančni trg predstavlja slovenska klirinško-poravnalna infrastruktura. Ta se je razvijala predvsem v smeri podpore

privatizacijskih postopkov in zadovoljevanja nacionalnih gospodarskih, davčnih in regulatornih ciljev. Tako je razvila postopke in mehanizme, ki se zaradi nacionalnih posebnosti pogosto radikalno razlikujejo od postopkov drugih nacionalnih klirinškodpotnih družb. Popolna harmonizacija tako ni izvedljiva brez radikalnih posegov v zakonodajni okvir, niti zaželen s strani uporabnikov klirinško-poravnalnih storitev. Postopki so namreč popolnoma prilagojeni prav njim in nikakor ne pričakovanjem gospodarskih subjektov na nekaterih najrazvitejših kapitalskih trgih, z obsegom prometa povsem neprimerljivim slovenskim razmeram.

Predvsem zaradi navedenega dejstva pogoste neusklajljivosti nacionalnih interesov sem mnenja, da je popolna harmonizacija klirinško-poravnalnih postopkov ali celo konsolidacija infrastrukture po vzoru ZDA trenutno še zelo oddaljen cilj. Finančni sektor je zaradi enormnih dobičkov, ki jih generira, namreč nadvse nenaklonjen visokotečim idejam evropskih politikov, v kolikor te nimajo zadostne podlage v trdnih ekonomskih izračunih s pozitivnim predznakom. Tudi načrt ECB, ki je v projekt vzpostavitve vseevropske poravnalne platforme TARGET2-Securities vložila vso svojo avtoriteto, politični vpliv in tudi dobršno mero samovolje, se na podlagi izkušenj lahko konča le s suboptimalno rešitvijo za evropski kapitalski trg.

## Literatura in viri

1. 2008-2009 Depository Information-gathering project – A Report for Clients and Participating Depositories, General Questions Raised by Depository Representatives. (2009). Washington D.C.: The Association of Global Custodians. Najdeno 15. junija 2009 na spletnem naslovu:  
[http://www.theagc.com/Comment.Letters/SEC/DIGP/2008-2009%20DIGP%20CD%20Rom%20\(Final\).pdf](http://www.theagc.com/Comment.Letters/SEC/DIGP/2008-2009%20DIGP%20CD%20Rom%20(Final).pdf)
2. A single currency – an integrated market infrastructure. (2008). Frankfurt: European Central Bank. Najdeno 10. junija 2009 na spletnem naslovu:  
<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/marketinfrastructure0809en.pdf>
3. Access and Interoperability – Guideline. (2007). Brussels: FESE, EACH, ECSDA. Najdeno 10. avgusta 2009 na spletnem naslovu:  
[https://www.ecsda.com/uploads/attachments/1183550422\\_AccessInteroperabilityGuideline.pdf](https://www.ecsda.com/uploads/attachments/1183550422_AccessInteroperabilityGuideline.pdf)
4. Blue book: Payment and Securities Settlement Systems in the European Union (Volume 1) Euro area countries. (2007). Frankfurt: European Central Bank. Najdeno 4. maja 2009 na spletnem naslovu:  
<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/ecbbbluebook200708en.pdf>
5. Bradbery A. (2009). *BOE opts out of Target 2*. The Wall Street Journal Europe 17.6.2009, str. 21.
6. CESAME Report, The work of the Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Experts' Group ("CESAME" group) - Solving the industry Giovannini Barriers to post-trading within the EU. (2008). Brussels: CESAME Group. Najdeno 11. februarja 2009 na spletnem naslovu: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/cesame/cesame\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/cesame/cesame_report_en.pdf)
7. Clearing and Settlement in the European Union – The way forward (Communication from the Commission to the Council of the European Parliament). (2004). Brussels: Commission of the European Communities. Najdeno 15. junija 2009 na spletnem naslovu: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2004:0312:FIN:EN:PDF>
8. Clearing and Settlement in the European Union: Main policy issues and future challenges (Communication from the Commission to the Council of the European Parliament). (2002). Brussels: Commission of the European Communities. Najdeno 15. junija 2009 na spletnem naslovu: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2002:0257:FIN:EN:PDF>
9. Clearing and settlement: Commissioner McCreevy welcomes industry's new Code of Conduct (Press release). (2006). Brussels: European Commission. Najdeno 10. avgusta 2009 na spletnem naslovu:  
<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/06/1517>

10. Communication on Clearing and settlement in the European Union – The way forward (Summary of the Responses). (2005). Brussels: European Commission. Najdeno 15. junija 2009 na spletnem naslovu: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/clearing/2004-consultation/reponses\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/2004-consultation/reponses_en.pdf)
11. Core Principles for Sistemically Important Payment Systems. (2001). Basel: Bank for International Settlements, Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS). Najdeno 15. junija 2009 na spletnem naslovu: <http://www.bis.org/publ/cpss43.pdf?noframes=1>
12. Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union. (2001). Brussels: European Commission, The Giovannini Group. Najdeno 11. januarja 2009 na spletnem naslovu: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/clearing/first\\_giovannini\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/first_giovannini_report_en.pdf)
13. Cross-CSDs settlement and external CSDs. (2007). Frankfurt: European Central Bank. Najdeno 15. junija 2009 na spletnem naslovu: [http://www.ecb.int/paym/t2s/pdf/tg5\\_ag4/external\\_csds\\_v4.pdf?ae068bc6bbac68387ffb03a3296e1f9c](http://www.ecb.int/paym/t2s/pdf/tg5_ag4/external_csds_v4.pdf?ae068bc6bbac68387ffb03a3296e1f9c)
14. CSDs invited to join the TARGET2-Securities initiative (Press release). (2008). Frankfurt: European Central Bank. Najdeno 10. avgusta 2009 na spletnem naslovu: [http://www.ecb.int/press/pr/date/2008/html/pr080523\\_2.en.html](http://www.ecb.int/press/pr/date/2008/html/pr080523_2.en.html)
15. Delivery versus payment in securities settlement systems. (1992). Basle: Bank for International Settlements. Najdeno 2. marca 2009 na spletnem naslovu: <http://www.bis.org/publ/cpss06.pdf>
16. Draft Working Document on Post-Trading – Analysis of studies examining European post-trading costs (Annex 1). (2006). Brussels: European Commission. Najdeno 11. januarja 2008 na spletnem naslovu: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/clearing/draft/annex\\_1\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/draft/annex_1_en.pdf)
17. Draft Working Document on Post-Trading. (2006). Brussels: European Commission. Najdeno 11. januarja 2008 na spletnem naslovu: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/clearing/draft/draft\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/draft/draft_en.pdf)
18. Draft working document on TARGET2-Securities – The perimeter. (2006). Frankfurt: European Central Bank. Najdeno 15. junija 2009 na spletnem naslovu: [http://www.ecb.int/paym/t2s/pdf/outgoing/T2S\\_Perimeter\\_061219.pdf](http://www.ecb.int/paym/t2s/pdf/outgoing/T2S_Perimeter_061219.pdf)
19. Driving post-trade efficiencies in Europe: Link Up Markets and the benefits of interoperability. (2008). Madrid: Link-Up Markets. Najdeno 15. junija 2009 na spletnem naslovu: <http://www.linkupmarkets.com/pdf/FSR-Q3-08-LinkUpMarkets.pdf>
20. Economic and Financial Affairs, 2617th Council Meeting (Press Release). (2004). Brussels: Council of the European Union. Najdeno 15. junija 2009 na spletnem naslovu: [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ecofin/82790.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/82790.pdf)

21. ECSDA Cross-border Settlement. (2002). Brussels: ECSDA – Working Group on cross-border settlement (WG3). Najdeno 11. februarja 2009 na spletnem naslovu: [https://www.ecsda.com/attachments/settlement\\_links/DVPreport.pdf](https://www.ecsda.com/attachments/settlement_links/DVPreport.pdf)
22. Ellis D. & Toft S. (2007). *The European Equities Post-Trading Industry: Assessing the Impact of Market and Regulatory Changes*. (2007). London: City of London. Najdeno 11. januarja 2009 na spletnem naslovu: <http://217.154.230.218/NR/rdonlyres/84CD860D-8177-4154-8C39-757F3B3F3A6C/0/PostTradingfullversion.pdf>
23. European Code of Conduct for Clearing and Settlement. (2006). Brussels: European Commission. Najdeno 11. januarja 2009 na spletnem naslovu: <https://www.ecsda.com/attachments/CoC/Code%20of%20Conduct.pdf>
24. Eurosystem signs Memorandum of Understanding on T2S with 27 central securities depositories (Press release). (2009). Frankfurt: European Central Bank. Najdeno 10. avgusta 2009 na spletnem naslovu: <http://www.ecb.int/press/pr/date/2009/html/pr090716.en.html>
25. Final adoption of Directive is boost for investment firms and their clients (Press release). (2004). Brussels: European Commission. Najdeno 15. junija 2009 na spletnem naslovu: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/04/546&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>
26. Final report of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets. (2001). Brussels: The Committee of Wise Men. Najdeno 12. januarja 2009 na spletnem naslovu: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_en.pdf)
27. Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan. (1999). European Commission. Najdeno 12. januarja 2009 na spletnem naslovu: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/actionplan/index/action\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/action_en.pdf)
28. Glossary of terms related to payment, clearing and settlement systems. (2008). Frankfurt: European Central Bank. Najdeno 2. marca 2009 na spletnem naslovu: <http://www.ecb.int/paym/cons/shared/files/glossarypaymentclearingsettlementsystems.pdf>
29. [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/compliance/mandate\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/compliance/mandate_en.pdf)
30. Improving clearing and settlement - benefits for an integrated market. (2003). Brussels: The European Parliamentary Financial Services Forum. Najdeno 4. maja 2009 na spletnem naslovu: [http://www.epfsf.org/meetings/2003/briefings/briefing\\_19feb2003.pdf](http://www.epfsf.org/meetings/2003/briefings/briefing_19feb2003.pdf)

31. Initial public consultation on the Eurosystem Single Interface. (2008). Frankfurt: European Central Bank. Najdeno 10. avgusta 2009 na spletnem naslovu: <http://www.ecb.int/paym/cons/html/eurosystem-single-interface.en.html>
32. Initial report of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets. (2000). Brussels: The Committee of Wise Men. Najdeno 12. januarja 2009 na spletnem naslovu: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/initial-report-wise-men\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/initial-report-wise-men_en.pdf)
33. Jappelli T. & Pagano M. (2008) *Financial market integration under EMU*. Brussels: European Commission. Najdeno 11. maja 2009 na spletnem naslovu: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/publication12323\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication12323_en.pdf)
34. Lannoo K. & Levin M. (2001). *The Securities Settlement Industry in the EU – Structure Costs and the Way Forward*. Brussels: Centre for European Policy Studies.
35. Launch of the CCBM2 project (Press release). (2008). Frankfurt: European Central Bank. Najdeno 10. avgusta 2009 na spletnem naslovu: [http://www.ecb.int/press/pr/date/2008/html/pr080717\\_1.en.html](http://www.ecb.int/press/pr/date/2008/html/pr080717_1.en.html)
36. Letno statistično poročilo - 2008. (2008). Ljubljana: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev. Najdeno 25. julija 2009 na spletnem naslovu: <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?att=10223&sid=AhALN4RCOXttvKGa>
37. Letno statistično poročilo – leto 2006. (2006). Ljubljana: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev. Najdeno 25. julija 2009 na spletnem naslovu: <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?att=5121&sid=AhALN4RCOXttvKGa>
38. Letno statistično poročilo - leto 2007. (2007). Ljubljana: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev. Najdeno 25. julija 2009 na spletnem naslovu: <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?att=7053&sid=AhALN4RCOXttvKGa>
39. Link Up Markets – Direct cross-border access. (2009). Madrid: Link Up Markets.
40. Link Up Markets launch on 30<sup>th</sup> March 2009 (Press Release). (2009). Madrid: Link Up Markets. Najdeno 10. avgusta 2009 na spletnem naslovu: <http://www.linkupmarkets.com/pdf/PRLinkUpMarketsLaunch2009.pdf>
41. Loader D. (2002). *Clearing, Settlement and Custody*. Oxford: Butterworth-Heinemann Finance.
42. Mandate for the EU Clearing & Settlement Advisory and Monitoring Group II (CESAME II). (2008). Brussels: European Commission. Najdeno 15. junija 2009 na spletnem naslovu: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/cesame2/mandate\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/cesame2/mandate_en.pdf)
43. Mandate for the EU Clearing and Settlement-fiscal Compliance Experts' Working Group. (2005). Brussels: European Commission. Najdeno 15. junija 2009 na spletnem naslovu:

44. Mandate of Legal Certainty Group. (2005). Brussels: European Commission. Najdeno 15. junija 2009 na spletnem naslovu: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/certainty/mandate\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/mandate_en.pdf)
45. McCreevy C. (2006). *Clearing and settlement: The way forward*. Brussels: Economic and Monetary Affairs Committee of the European Parliament. Najdeno 13. maja 2009 na spletnem naslovu: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=SPEECH/06/450&format=PDF&aged=1&language=EN&guiLanguage=en>
46. Murray A. (2001). *The future of European stock markets*. Brussels: Centre of European Reform. Najdeno 12. februarja 2009 na spletnem naslovu: [http://www.cer.org.uk/pdf/p238\\_stock\\_markets.pdf](http://www.cer.org.uk/pdf/p238_stock_markets.pdf)
47. New relayed link and underlying direct link approved (Press release). (2009). Frankfurt: European Central Bank. Najdeno 25. julija 2009 na spletnem naslovu: <http://www.ecb.int/press/pr/date/2009/html/pr090722.en.html>
48. Norman, P. (2007). *Plumbers and Visionaries - Securities Settlement and Europe's Financial Market*. Chichester: John Wiley & Sons Ltd.
49. Osnovne informacije o sistemu TARGET2. Ljubljana: Banka Slovenije. Najdeno 15. junija 2009 na spletnem naslovu: <http://www.bsi.si/placilni-sistemi.asp?MapaId=1124>
50. Plavšak, N. (1999). *Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih (ZNVP) s komentarjem*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
51. Predstavitev značilnosti poravnalnega informacijskega sistema TARGET2-Securities. (2007). Ljubljana: Centralna klirinško depotna družba.
52. Presidency Conclusions - Lisbon European Council 23 and 24 March 2000. (2000). Lisbon: European Council. Najdeno 15. junija 2009 na spletnem naslovu: [http://www.europarl.europa.eu/summits/lis1\\_en.htm#b](http://www.europarl.europa.eu/summits/lis1_en.htm#b)
53. Protokol o statutu Evropskega sistema centralnih bank in Evropske centralne banke (neuradno prečiščeno besedilo). Frankfurt: Evropska centralna banka. Najdeno 10. avgusta 2009 na spletnem naslovu: [http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/sl\\_statute.pdf](http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/sl_statute.pdf)
54. Recommendations 2000. (2000). Zurich: International Securities Services Association ISSA. Najdeno 10. avgusta 2009 na spletnem naslovu: <http://www.issanet.org/pdf/rec2000.pdf>
55. Recommendations for securities settlement systems and central counterparties in the European Union. (2009). Frankfurt: European Central Bank, Committee of European Securities Regulators. Najdeno 15. junija 2009 na spletnem naslovu: [http://www.ecb.int/press/pr/date/2009/html/pr090623\\_escb-cesr\\_recommendations.pdf?0ad997ec4047a671d7acc204877d829d](http://www.ecb.int/press/pr/date/2009/html/pr090623_escb-cesr_recommendations.pdf?0ad997ec4047a671d7acc204877d829d)
56. Recommendations for Securities Settlement Systems CPSS-IOSCO. (2001). Basel: Bank for International Settlements.



57. Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements. (2003). Brussels: European Commission, The Giovannini Group. Najdeno 11. Januarja 2009 na spletnem naslovu: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/clearing/second\\_giovannini\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/second_giovannini_report_en.pdf)
58. Securities Dematerialization – White Paper. (2000). Securities Industry Association. Najdeno 11. maja 2009 na spletnem naslovu <http://www.sifma.org/services/techops/pdf/dematerialization.pdf>
59. Securities trading, clearing, central counterparties, and settlement in EU 25 – An overview of current arrangements. Report by London Economics. (2005). Brussels: European Communities. Najdeno 12. februarja 2008 na spletnem naslovu: [http://ec.europa.eu/comm/competition/general\\_info/securities/report\\_june\\_2005\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/comm/competition/general_info/securities/report_june_2005_en.pdf)
60. Sklep ATVP o organizacijskih zahtevah za vodenje centralnega registra in upravljanje poravnalnega sistema. (2007). Uradni list RS. (št. 106/07).
61. Sklep o podrobnejših pravilih za poravnavo borznih poslov in pogojih za prevzemanje položaja centralne nasprotne stranke in opravljanje drugih poslov, pri katerih prevzema kreditno tveganje nasprotne stranke. (2007). Uradni list RS. (št. 106/07).
62. Standards for the Use of EU Securities Settlement Systems in ESCB Credit Operations. (1998). Frankfurt: European Monetary Institute. Najdeno 15. junija 2009 na spletnem naslovu: <http://www.ecb.int/mopo/pdf/implement/assets/sssstandards1998.pdf>
63. Status on Code of Conduct implementation – Status report to the Board of Directors ECSDA meeting 20 May 2009. (2009). Brussels: ECSDA.
64. T2S change management process. (2009). Frankfurt: European Central Bank.
65. T2S economic impact assessment. (2008). Frankfurt: European Central Bank. Najdeno 15. junija 2009 na spletnem naslovu: [http://www.ecb.int/paym/t2s/pdf/eco\\_impact\\_080523.pdf?ad6e29db2f2a5f9f3a0e28c300742fb3](http://www.ecb.int/paym/t2s/pdf/eco_impact_080523.pdf?ad6e29db2f2a5f9f3a0e28c300742fb3)
66. T2S Progress report – General principles of TARGET2-Securities. (2007). Frankfurt: European Central Bank. Najdeno 10. avgusta 2009 na spletnem naslovu: <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/t2s-progressreport200710en.pdf?dc886f08c9eff08d5b21cd15c4f20d34>
67. Taking Stock (June 2005). (2005). Brussels: Euroclear group. Najdeno 10. avgusta 2009 na spletnem naslovu: [https://www.euroclear.com/site/publishedFile?DocumentName=ma1502\\_tcm89-125096.pdf&action=dload](https://www.euroclear.com/site/publishedFile?DocumentName=ma1502_tcm89-125096.pdf&action=dload)
68. Target 2 Securities – The blueprint. (2007). Frankfurt: European Central Bank. Najdeno 15. junija 2009 na spletnem naslovu: <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/t2sblueprint0703en.pdf>

69. TARGET2-Securities (Press release). (2007). Frankfurt: European Central Bank. Najdeno 10. avgusta 2009 na spletnem naslovu:  
[http://www.ecb.int/press/pr/date/2007/html/pr070308\\_2.en.html](http://www.ecb.int/press/pr/date/2007/html/pr070308_2.en.html)
70. The Eurosystem is evaluating opportunities to provide settlement services for securities transactions (Press Release). (2006). Frankfurt: European Central Bank. Najdeno 15. junija 2009 na spletnem naslovu:  
<http://www.ecb.int/press/pr/date/2006/html/pr060707.en.html>
71. The solution of Link Up Markets. (2008). Madrid: Link-Up Markets. Najdeno 15. junija 2009 na spletnem naslovu: <http://www.linkupmarkets.com/pdf/LinkUpMarkets-Q&AJuly2008.pdf>
72. Tranquillini A. (2009). *The integration of the European post trade landscape: from myth to reality*. Luxembourg: Capco Benelux.
73. Treaty on establishing the European Community (Consolidated version). (2006). Official Journal of the European Union. (C 321/29.12.2006). Najdeno 10. avgusta 2009 na spletnem naslovu: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2006:321E:0001:0331:EN:PDF>
74. Tumpel G., G. (2006). *Speech on EU Commission's Conference on "The EU's new regime for clearing and settlement in Europe": TARGET2-Securities: from vision to reality*. Brussels. Najdeno 15. junija 2009 na spletnem naslovu:  
[http://www.ecb.int/press/key/date/2006/html/sp061130\\_1.en.html](http://www.ecb.int/press/key/date/2006/html/sp061130_1.en.html)
75. User requirements: TARGET2-Securities (Version 4.1). (2009). Frankfurt: European Central Bank. Najdeno 10. avgusta 2009 na spletnem naslovu:  
[http://www.ecb.europa.eu/paym/t2s/progress/pdf/ag\\_mtg4\\_chapters\\_annexes\\_draft\\_clean.pdf?eac04071ae498841d663140c9476daab](http://www.ecb.europa.eu/paym/t2s/progress/pdf/ag_mtg4_chapters_annexes_draft_clean.pdf?eac04071ae498841d663140c9476daab)
76. Zakon o gospodarskih družbah -1. (2006). Uradni list RS (št. 42/06).
77. Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih (ZNVP-UPB1). (2007). Uradni list RS. (št. 2/07).
78. Zakon o trgu finančnih instrumentov. (2007). Uradni list RS. (št. 67/07).