

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

BOŠTJAN RUPAR

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**PROJEKT »TARGET 2 SECURITIES« IN SPREMINJANJE OKOLJA
ZA KLIRING IN PORAVNAVO VREDNOSTNIH PAPIRJEV V
EVROPI**

Ljubljana, september 2011

BOŠTJAN RUPAR

IZJAVA

Študent Boštjan Rupar izjavljam, da sem avtor tega magistrskega dela, ki sem ga napisal v soglasju s svetovalcem dr. Aleksandro Gregorič, in da v skladu s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 26. septembra 2011

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 OPREDELITEV, PROCESI IN UDELEŽENCI TRGA KLIRINGA IN PORAVNAVE.....	5
1.1 Opredelitev kliringa in poravnave	5
1.2 Pomen kliringa in poravnave	6
1.3 Procesi kliringa in poravnave	7
1.4 Udeleženci trga kliringa in poravnave.....	10
1.5 Vloge tržnih udeležencev v procesih kliringa in poravnave.....	11
1.5.1 Opredelitev funkcij tržnih udeležencev v procesih kliringa in poravnave	11
1.5.2 Procesi in udeleženci v čezmejnih poravnava.....	14
2 ZNAČILNOSTI TRGA IN INFRASTRUKTURE ZA KLIRING IN PORAVNAVO	16
2.1 Ekonomije obsega, ekonomije razpona in mrežni učinki v dejavnosti	16
2.2 Vertikalna in horizontalna integracija sistemov trgovanja, kliringa in poravnave.....	18
2.2.1 Vertikalne integracije sistemov trgovanja, kliringa in poravnave.....	18
2.2.2 Horizontalne integracije sistemov kliringa in poravnave	20
2.3 Možnosti povezovanja sistemov za poravnavo	21
2.4 Soodvisnost klirinških, poravnalnih in plačilnih sistemov in interes centralnih bank .	24
2.5 Tveganja povezana s sistemi in procesi kliringa in poravnave	25
2.6 Lastništvo in korporativno upravljanje sistemov za kliring in poravnavo	28
3 PRETEKLI RAZVOJ IN ZNAČILNOSTI KLIRINGA IN PORAVNAVE V EVROPI.....	30
3.1 Kliring in poravnava v procesu uvajanja skupnega notranjega kapitalskega trga EU .	30
3.2 Zaznavanje in opredeljevanje težav neučinkovitega trga kliringa in poravnave v Evropi	34
3.3 Primerjalni vidiki evropskega trga kliringa in poravnave z ZDA	37
3.3.1 Razvoj klirinške in poravnalne infrastrukture v ZDA.....	37
3.3.2 Primerjalni vidiki in okoliščine razvoja klirinške in poravnalne infrastrukture v ZDA in Evropi	39
3.4 Ukrepi na trgu kliringa in poravnave v EU	41
3.4.1 Standardi in priporočila za delovanje klirinških in poravnalnih sistemov	41
3.4.2 Ukrepi javnega sektorja v EU.....	43
3.4.3 Tržne iniciative za večjo učinkovitost trga kliringa in poravnave v EU	46
4 NEDAVNI RAZVOJ IN STANJE RAZVOJA KLIRINGA IN PORAVNAVE V EU.....	49
4.1 Razvoj in stanje tržnih procesov na področju kliringa in poravnave v EU	49
4.2 Spremljanje razvoja trga.....	52
4.3 Stanje ukrepov javnega sektorja in regulatorne pobude v EU	55

4.3.1 Nedavno sprejeti ukrepi	55
4.3.2 Ukrepi v pripravi	56
5 PROJEKT »TARGET 2 SECURITIES«.....	59
5.1 Kaj je »Target 2 Securities«.....	59
5.2 Temelji začetka projekta »Target 2 Securities«.....	61
5.3 Opis dosedanjega razvoja projekta »Target 2 Securities«	62
5.4 »Target 2 Securities« in druga povezana infrastruktura ECB.....	64
5.5 Umestitev »Target 2 Securities« v evropsko okolje kliringa in poravnave	66
6 PREDVIDEN RAZVOJ OKOLJA ZA KLIRING IN PORAVNAVO V EVROPI ...	68
6.1 Predviden vpliv »Target 2 Securities« na okolje kliringa in poravnave v Evropi	68
6.2 Predviden vpliv »Target 2 Securities« na institucije kliringa in poravnave v Evropi .	70
6.3 Spreminjanje tržnih udeležencev in njihovih vlog v procesih kliringa in poravnave ..	72
6.4 Opredelitev možnosti in ovir za razvoj kliringa in poravnave v Evropi	75
6.5 Smernice razvoja kliringa in poravnave v Evropi.....	78
SKLEP.....	80
LITERATURA IN VIRI.....	83
PRILOGA	
 KAZALO SLIK	
Slika 1: Po-trgovalne storitve in institucije trga.....	14
Slika 2: Načini in možnosti uporabe institucij v čezmejnih poravnava.....	16
Slika 3: Po-trgovalne storitve in institucije trga po T2S	75

UVOD

Opredelitev problematike. Procesi, ki nastopijo neposredno po sklenitvi posla, predstavljajo po-trgovalne storitve z vrednostnimi papirji. Te storitve obsegajo skupek dejanj potrebnih ali koristnih za izvedbo vseh pravic in obveznosti, ki izhajajo iz sklenjenega posla. Med ta dejanja uvrščamo uskladitev poslov, kliring vrednostnih papirjev ali kliring centralne nasprotne stranke, poravnava vrednostnih papirjev, hrambo in registracijo imetništva vrednostnih papirjev, vodenje računov, skrbniške storitve in druge funkcije, ki jih navadno poenostavljeno imenujemo kliring in poravnava vrednostnih papirjev¹. Kliring in poravnava sta tesno povezana s trgovanjem, saj trgovanje zahteva kliring in poravnava, kliring in poravnava pa omogočita trgovanje z vrednostnimi papirji.

Medtem ko kliring omogoča potrditev pravic in obveznosti iz sklenjenih poslov ter pripis odgovornosti za učinkovito poravnava, sama poravnava vrednostnih papirjev pomeni zaključek procesa izpolnitve obligatornega razmerja. Pomen učinkovitih sistemov za poravnava vrednostnih papirjev je v varnem prenosu lastništva vrednostnih papirjev in plačila zanje. Tovrstni sistemi morajo biti razviti za delovanje z nizko stopnjo tveganja med procesiranjem transakcij in nizkimi stroški delovanja, ki ne vplivajo na odločitve o izvrševanju poslov z vrednostnimi papirji (Schaper, 2009, str. 428).

Sistemi kliringa in poravnave vsebujejo značilnosti ekonomij obsega, saj se s povečevanjem števila transakcij povprečni stroški transakcij znižujejo. Panoge, kjer so močno prisotne ekonomije obsega, navadno nosijo značilnosti naravnih monopolov. Vendar pa so v sistemih kliringa in poravnave v povezavi s sistemi trgovanja prisotne tudi ekonomije razpona, ki omogočajo opravljanje več različnih storitev v okviru enega sistema na bolj učinkovit način kot če bi to opravljali v ločenih sistemih. Takšne lastnosti sistemov kliringa in poravnave v težnji po učinkovitem opravljanju storitev na eni strani narekujejo konsolidacijo sistemov, na drugi strani pa posebno pozornost v zvezi z morebitnim izkoriščanjem monopolnega položaja institucij trga. Ker omenjeni sistemi predstavljajo ključne komponente globalne finančne infrastrukture, so deležni tudi posebne pozornosti nadzornih institucij in dodatnih zahtev po primernem korporativnem upravljanju, ki bi omogočal tudi upoštevanje interesa javnosti.

Kliring in poravnava na evropskem trgu vrednostnih papirjev dolgo časa nista bila deležna posebne pozornosti. Celotne po-trgovalne storitve so se razvijale v okvirih in za potrebe posameznih nacionalnih trgov. Navadno je imel posamezni trg svojo borzo vrednostnih

¹ Za namene tega dela bomo za opis poslovnih funkcij, ki sledijo trgovanju, uporabljali besedno zvezo »kliring in poravnava«, razen kadar bomo želeli posebej poudariti, da govorimo o celotnem naboru storitev, ki sledijo trgovanju. Takrat bomo govorili o »po-trgovalnih storitvah«, katerih del sta tudi ožje opredeljena kliring in poravnava.

papirjev, ki je lahko opravljala tudi funkcijo kliringa, poravnava se je opravljala v poravnalnem sistemu, ki je bil tesno povezan z borzo, sicer pa je bil dostop do poravnalnega sistema precej omejen. Institucije, ki so opravljale storitve kliringa in poravnave vrednostnih papirjev, so postopoma pričele delovati na povsem profitni osnovi, čeprav so mnoge od njih ostajale v lasti svojih članov oziroma uporabnikov. Hkrati pa so te institucije zaradi značilnosti ekonomij obsega in zaradi izredno neharmoniziranega evropskega trga vrednostnih papirjev delovale kot monopoli.

Deregulacija (odprava omejitev na pretok kapitala ter omejitev glede ponujanja finančnih storitev), tehnološki napredek in globalizacija, kasneje pa še uvedba enotne valute ter spodbujanje finančne integracije, so vplivali na povezovanje evropskih finančnih trgov in povečevanje števila in vrednosti čezmejnih transakcij med državami Evropske unije (v nadaljevanju EU). Omenjene silnice so razkrile pomanjkljivosti lokalno omejene, razdrobljene in nepovezane infrastrukture za kliring in poravnavo v EU, kar je še posebej velik problem v okviru enotnega valutnega območja (Černuta, 2006b, str. 15).

Medtem, ko sta bila storitvi kliringa in poravnave v EU sorazmerno dobro razviti na nivoju posameznih nacionalnih trgov, so se pri čezmejnih poravnava izkazali izrazito visoki stroški in tveganja takšnih poravnav, ki so bili povsem nesorazmerni z definicijo enotnega kapitalskega trga EU. Med prve sistematične pristope k opredeljevanju težav na trgu kliringa in poravnav v Evropi in predlogov rešitev štejemo delovanje skupine pod vodstvom Alberta Giovannini-ja, ki je za Komisijo Evropskih skupnosti (v nadaljevanju Komisija) v letih 2001 in 2003 pripravila dve poročili. Poročili sta strukturirali ovire, ki preprečujejo konsolidacijo kliringa in poravnav v Evropi in pripisali odpravljanju identificiranih ovir izrazito pomembno vlogo za udejanjanje enotnega notranjega kapitalskega trga. Komisija je k reševanju problematike pristopila v letu 2002, ko je objavila prvo javno posvetovanje v zvezi s kliringom in poravnavo v EU. Javne konzultacije so se nadaljevale v letu 2004, pri čemer je bilo izraženih precej različnih predlogov strokovne javnosti za izboljšanje učinkovitosti, znižanje stroškov in boljše obvladovanje tveganj na področju po-trgovalnih storitev. Medtem, ko je del strokovne javnosti pripisoval največji pomen harmonizaciji pravnega in davčnega okvira med državami ter izboljšanju pogojev proste konkurence, je drugi del zagovarjal aktivne ukrepe za konsolidacijo sistemov kliringa in poravnave, hkrati pa regulacijo trga, ki je po svojih značilnostih naravni monopol. Komisija je v letu 2006 sporočila, da ne bo sprejela dodatne zakonodaje, ki bi posegla na trg, temveč, da pričakuje, da bodo tržne sile same pripeljale do ustrezne učinkovitosti trga, vendar pa je potrebna določena stopnja samoregulacije tržnih udeležencev. V letu 2006 je tako nastal Kodeks ravnanja pri opravljanju kliringa in poravnave (angl. *Code of Conduct*), ki je podpisnike zavezal k zagotavljanju cenovne transparentnosti, omogočanju prostih in nediskriminatorskih dostopov do sistemov ter ločenem razkrivanju računovodskih izkazov po posameznih storitvah, ki jih institucija podpisnica opravlja. Zaveze iz kodeksa so zagotovile nov zagon trga pri izboljšanju učinkovitosti evropskega trga kliringa in poravnave.

V letu, ko je Komisija najavila, da ne bo predlagala direktive o kliringu in poravnavi, je Evropska centralna banka (v nadaljevanju ECB) najavila, da preučuje možnosti za vzpostavitev projekta »Target 2 Securities« (v nadaljevanju T2S), ki bi na enotni platformi konsolidiral celotno evropsko poravnavo vrednostnih papirjev. Enotna platforma bi pomenila izvzetje funkcije poravnave iz institucij, ki to storitev trenutno opravljajo in prenos te storitve v upravljanje ECB. Odločitev ECB o najavi in kasneje o nadaljevanju projekta je sporočala, da ECB ne verjame, da je trg sposoben sam najti rešitev za izboljšanje učinkovitosti na področju po-trgovalnih storitev in še posebej na področju čezmejnih poravnave. Projekt T2S je korenito posegel v pričakovanja tržnih udeležencev o razvoju trga in je že vplival na oblikovanje poslovnih modelov institucij na trgu. ECB tako najverjetneje ne bo vplivala le na cene čezmejnih poravnave, temveč tudi na novo iskanje vlog posameznih tržnih udeležencev.

Prihod T2S bo imel, poleg velikega vpliva na infrastrukturo za poravnavo poslov z vrednostnimi papirji, tudi velik učinek na strateško alokacijo virov bank, ki nudijo storitve na tem področju. Pričakovano je, da se bo sama poravnava vrednostnih papirjev spremenila v manj dobičkonosno dejavnost, pri čemer bodo depotne družbe bolj kot do sedaj iskali vire zaslužka v dejavnostih, ki ne pomenijo le same poravnave vrednostnih papirjev, temveč dodatne storitve na področju servisiranja portfeljev vrednostnih papirjev (Soliva, 2010, str. 2).

T2S predstavlja primer prenosa neke storitve, ki se opravlja v privatnem sektorju, na institucijo javnega sektorja. Projekt bo na osnovi ekonomij obsega razvil poravnalno platformo, ki bo z veliko količino procesiranih transakcij omogočila opravljanje storitve po nižji ceni kot je to trenutno mogoče. Kljub vsemu pa je T2S le tehnološka platforma, ki izmed vseh po-trgovalnih storitev opravljal le storitev poravnave. Depotne družbe bodo s pristopom k T2S prevzele večji delež čezmejnih poravnave le v primeru, če bo EU nadaljevala in tudi pospešila harmonizacijske procese. Zagotovitev usklajenega evropskega okolja za kliring in poravnavo je pogoj za uspeh T2S.

Kmalu zatem, ko je postalo jasno, da se bo T2S nadaljeval in prešel v uporabo predvidoma proti koncu leta 2014, je tudi Komisija nadaljevala z intenzivnim opazovanjem razvoja trga in ukrepi, ki so kmalu ponovno začeli nakazovati možnost zakonodajnega posega na trg. Med pomembnejše aktivnosti na tem delu gotovo sodi priprava Uredbe o izvedenih finančnih instrumentih, centralnih nasprotnih strankah in repozitorijih sklenjenih poslov ter priprava javnega posvetovanja o pravilih delovanja centralnih depotnih družb in nekaterih vidikih poravnave vrednostnih papirjev v EU. Napoved direktive tako po letu 2006 ponovno sporoča tržnim udeležencem, da je trg še vedno premalo učinkovit in da se bodo poleg T2S sedaj institucije trga soočale tudi z novo zakonodajno ureditvijo. Pri tem pa je nejasno ali bodo prihajajoče spremembe pripomogle k izboljšanju učinkovitosti in varnosti storitev ali

pa ravno nenehna spremljajoča negotovost povzroča, da se sam trg ni bil sposoben dovolj uspešno razvijati.

Cilj in namen dela ter uporabljene metode preučevanja. Cilj magistrskega dela je najprej opredeliti trg kliringa in poravnave vrednostnih papirjev in osvetliti tržne procese in institucije. Ob upoštevanju značilnosti trga in infrastrukture za kliring in poravnavo bomo kritično opisali pretekli razvoj trga v Evropi in analizirali stanje ter trenutne iniciative, ki potekajo tako v EU kot širše v evropskem prostoru. Prikazali bomo težave s katerimi se kliring in poravnava vrednostnih papirjev v Evropi srečujeta in načine reševanja teh težav. Eden izmed pristopov pri odpravljanju ovir za učinkovito delovanje trga je tudi projekt T2S, katerega želimo podrobno predstaviti in ga kritično ovrednotiti v danih razmerah na trgu. Ob obravnavi projekta T2S ter drugih javnih in privatnih pobudah je cilj magistrskega dela preučiti in kritično presoditi možnosti za izboljšanje učinkovitosti delovanja trga kliringa in poravnave vrednostnih papirjev v Evropi.

Namen magistrskega dela je prispevati k spoznavanju značilnosti trga po-trgovalnih storitev z vrednostnimi papirji in težav s katerimi se ta trg sooča v Evropi, predvsem pa osvetliti pretekle in trenutne pobude za izboljšanje položaja. Na osnovi značilnosti trga in zaznane uspešnosti preteklih pobud je mogoče sklepati tudi o vplivih in možnostih za uspeh pobud, ki se trenutno odvijajo s strani javnega ali privatnega sektorja. Pri tem je naš namen predvsem presoditi, kako bodo trenutni ukrepi, med njimi še posebej projekt T2S, vplivali na tržne procese in institucije, ter kakšen razvoj trga lahko pričakujemo v bližnji in srednjeročni prihodnosti.

Magistrsko delo vsebuje poglobljen analitičen pregled strokovne literature, razprav, strokovnih in znanstvenih prispevkov, empiričnih raziskav in javnih ukrepov iz obravnavanega področja. Pri tem so obravnavana teoretična gradiva kritično ovrednotena in predstavljena tudi v luči dejanskih razmer na trgu. Temeljna metoda dela je analitična obravnava strokovno teoretičnih prispevkov, ki so kritično primerjani z dejanskimi tržnimi razmerami in izvedenimi zakonskimi in drugimi ukrepi. Na tej osnovi je zavzet teoretično-analitičen pristop pri opredeljevanju pomena posameznih ukrepov na trgu kliringa in poravnave vrednostnih papirjev v Evropi in smernicah prihodnjih sprememb.

Pregled vsebine poglavij. Magistrsko delo bo sestavljeno iz šestih poglavij, ko bodo nadalje razdeljena na podpoglavja. V prvih dveh poglavjih bomo podrobno predstavili in opredelili trg kliringa in poravnave vrednostnih papirjev, tako v ožjem kot širšem smislu. Predstavljeni bodo procesi, ki na trgu potekajo, in institucije, ki te procese izvajajo. Za namene lažjega razumevanja kasneje opisane problematike, bo drugo poglavje obsegalo opis značilnosti trga kliringa in poravnave ter umestitev sistemov, ki tvorijo infrastrukturo kliringa in poravnave. V tretjem poglavju bomo predstavili pretekli razvoj in značilnosti trga v Evropi, opisali težave s katerimi se na danem področju v Evropi soočamo ter glavne ukrepe za reševanje

identificiranih težav. V četrtem poglavju bomo opisali dejanske razmere na trgu in predstavili umestitev posameznih tržnih udeležencev v Evropi. Prav tako pa bomo obravnavali nedavno izvedene ukrepe za izboljšanje učinkovitosti trga in ukrepe v pripravi. V petem poglavju bo sledil podroben opis projekta T2S, ki je ena izmed ključnih iniciativ na trgu kliringa in poravnave v Evropi, pri čemer bomo v posameznih delih že zavzeli analitičen in kritičen pristop do obravnavanega projekta. V zadnjem poglavju bomo opisali trenutne in pričakovane vplive T2S na okolje kliringa in poravnave v Evropi, prav tako pa vpliv ostalih nedavno izvedenih in nastajajočih ukrepov. Na tej osnovi bomo ob kritični obravnavi strokovno teoretičnih prispevkov iz tega področja opredelili smernice razvoja kliringa in poravnave vrednostnih papirjev v Evropi. Magistrsko delo bomo zaključili s sklepnimi ugotovitvami.

1 OPREDELITEV, PROCESI IN UDELEŽENCI TRGA KLIRINGA IN PORAVNAVE

1.1 Opredelitev kliringa in poravnave

Kliring in poravnavo lahko opredelimo kot skupek dejanj za izvedbo transakcije z vrednostnim papirjem², katera je posledica sklenjenega posla ali dogovora o prenosu vrednostnega papirja med dvema strankama. Vsako dejanje kliringa in poravnave je nujno pogojeno z dogovorom med strankama o prenosu vrednostnih papirjev ali s sklenitvijo posla, ne glede na to ali je posel sklenjen na organiziranem trgu, drugi trgovalni platformi ali na prostem trgu (angl. *Over the Counter – OTC*). Ob navedenem je funkcije kliringa in poravnave navadno potrebno razumeti v povezavi s trgovanjem, ki predstavlja prvo dejanje v procesu kliringa in poravnave in pogosto v precejšnji meri tudi določa nadaljnje postopke, kateri dogovor o prenosu lastništva realizirajo v obliki poravnave. Poravnava vrednostnih papirjev lahko nastopi tudi iz drugačnih razlogov kot je sklenitev posla, na primer iz naslova zagotavljanja finančnih zavarovanj za prejeta likvidna sredstva.

Veriga vrednosti na finančnih trgih je razdeljena na tri ločene segmente: pred-trgovalne storitve, trgovalne storitve in po-trgovalne storitve. Pred-trgovalne storitve vključujejo ekonomske raziskave, analize trga in vrednostnih papirjev, analize portfelja in podobno. Trgovalne storitve ponujajo uporabo trgovalne platforme, storitve usklajevanja kriterijev za sklenitev posla in samo izvršitev posla. Po-trgovalne storitve pa v grobem vključujejo kliring in poravnavo ter skrbniške storitve (NERA Economic Consulting, 2007, str. 8).

² Za namene tega dela bomo v največjem delu preučevali področje kliringa in poravnave z vrednostnimi papirji. Kadar bomo želeli obravnavati širše področje po-trgovanih storitev s finančnimi instrumenti, bomo namesto vrednostnih papirjev omenjali finančne instrumente. V celotnem naboru po-trgovanih storitev je sicer glavnina funkcij povezana z vrednostnimi papirji, razen storitve centralne nasprotne stranke, ki so največkrat v uporabi pri poslovanju s finančnimi instrumenti, ki niso vrednostni papirji.

Kliring in poravnava v osnovi zajemata celoten spekter institucionalnih, pravnih in tehničnih ureditev za izvajanje funkcij, ki sledijo samemu trgovanju z vrednostnimi papirji, in sicer usklajevanje pogojev sklenjenih poslov ter izračun in poravnavo terjatev in obveznosti, ki izhajajo iz sklenjenih poslov. Končni rezultat omenjenih funkcij je dejanski prenos denarnih sredstev in vrednostnih papirjev med kupcem in prodajalcem (Černuta, 2006a, str. 9).

Vendar pa se pojem kliringa in poravnave pogosto uporablja v različnih pomenih in sicer kot skupek funkcij in dejanj, katerih rezultat je poravnava vrednostnih papirjev ali pa kot vrsta dejanj in storitev, ki se zgodijo ter se nadalje dogajajo po samem trgovanju. Takšna, širša opredelitev pojma kliringa in poravnave vključuje tudi storitve, ki se v ožje gledano definicijo kliringa in poravnave ne uvrščajo. To so hramba vrednostnih papirjev, vodenje računov vrednostnih papirjev, obveščanje in procesiranje v zvezi s korporativnimi dejanji izdajatelja vrednostnih papirjev, zbiranje in izplačila upravičenj iz naslova lastništva vrednostnih papirjev, opravljanje registracije vrednostnih papirjev, zagotavljanje informacij v zvezi s portfeljem vrednostnih papirjev in druge sorodne storitve, ki jih navadno poimenujemo skrbniške storitve (angl. *Custody Services*). Širša opredelitev kliringa in poravnave ustreza pojmu po-trgovalnih storitev. Po-trgovalne storitve je tako mogoče razdeliti na storitve povezane s transakcijo in storitve povezane s stanjem vrednostnih papirjev. Oba sklopa storitev sta navadno tako z vidika izvajanja procesov kot uporabe infrastrukture medsebojno prepletena in ju zato pogosto ne ločujemo. Pri tem skupni pojem kliring in poravnava obravnavamo v smislu po-trgovalnih storitev, v primeru ločene uporabe kliringa ter poravnave pa ju obravnavamo kot ožje opredeljeno funkcijo v sklopu po-trgovalnih storitev.

1.2 Pomen kliringa in poravnave

Kapitalski trgi s prenosi finančnih prihrankov k produktivnim celicam in s prenosi tveganj med enotami, ki se želijo tveganjem izogniti in enotami, ki so tveganje pripravljene prevzeti, opravljajo vitalno vlogo v družbi. Ti procesi se opravljajo na podlagi postopkov sprotnega ocenjevanja tveganj in priložnosti ter primernim prilagajanjem cen, največjo učinkovitost pa procesi dosežejo kadar so trgi likvidni in kadar so cene sprotno prilagojene. Po-trgovalne aktivnosti tvorijo ključno vlogo pri delovanju kapitalskih trgov. Kadar so ti procesi učinkoviti in omogočeni pri nizkih stroških, prispevajo k učinkovitosti kapitalskega trga, v nasprotnem primeru pa razvoj trga kot celote zavirajo (Cox, Simpson & Jones, 2005, str. 10).

Nemoteno delovanje in zaupanje v trg vrednostnih papirjev sta odvisna od učinkovitosti in varnosti infrastrukture, ki jo trg vrednostnih papirjev uporablja, pri tem pa je še posebej pomembno, da se prenosi vrednostnih papirjev izvajajo na varen in učinkovit način. Kliring in poravnava sta torej sestavni in neločljivi del trga vrednostnih papirjev. Brez trgovanja ni funkcij kliringa in poravnave in obratno. Proces kliringa in poravnave tvorijo vitalne povezave med udeleženci in komponentami finančnega sistema, pri čemer je ne preveč

opazno delovanje znak učinkovitega izvajanja procesov. Neučinkovita kliring in poravnava imata lahko za posledico nižji interes za trgovanje z vrednostnimi papirji na trgih, kjer prihaja do neučinkovitosti ali prenizke stopnje varnosti, slabšo likvidnost trga in povečane stroške kapitala.

Procesi kliringa in poravnave v povezavi z vzpostavljeno infrastrukturo omogočajo pravočasno, zanesljivo in učinkovito poravnavanje obveznosti in terjatev, ki se vzpostavljajo na kapitalških trgih. Moteni in neučinkoviti procesi kliringa in poravnave rušijo zaupanje na kapitalških trgih in prispevajo k neoptimalni alokaciji kapitala. Sistemi kliringa in poravnave so zato obravnavani kot pomembna komponenta finančne infrastrukture v zvezi s katero je potrebno zagotoviti visoko mero varnosti in učinkovitosti delovanja. Ob tem se je s postopno integracijo kapitalških trgov in povečevanjem čezmejnih aktivnosti v zadnjih dveh desetletjih pomembnost in občutljivost sistemov bistveno povečala. Povezovanje tržnih udeležencev in tehnološke inovacije so dodatno prispevale h konsolidaciji sistemov, ki so tako v več primerih primarni in sistemsko pomembni deli infrastrukture v določeni državi ali regiji. Gregoriou (2009, str. 398) navaja, da je zaradi zagotavljanja vitalnih funkcij v globalnem finančnem sistemu in zaradi dejstva, da ti sistemi mnogokrat delujejo v monopolističnem okolju, potrebno zagotoviti varno, zanesljivo in učinkovito delovanje v vseh okoliščinah.

Kliring in poravnava sta v zadnjem obdobju tudi bistveno bolj integrirana s plačilnimi sistemi. Ti zagotavljajo infrastrukturo za denarni del poravnave posla z vrednostnimi papirji, služijo kot del povezav za izvajanje operacij monetarne politike in so z vidika zagotavljanja likvidnosti neposredno povezani s klirinškimi in poravnalnimi sistemi.

Tako plačilni sistemi ter sistemi za kliring in poravnavo od katerih danes zavisi večina ekonomskih aktivnosti, opravljajo temeljno vlogo v moderni ekonomiji. Nemoteno delovanje omenjenih sistemov omogoča likvidnost v gospodarstvu in zagotavlja izvajanje načrtane monetarne politike. Ti sistemi so temelj in podlaga za delovanje finančnih trgov, saj je zanesljivost in učinkovitost plačilnih, klirinških in poravnalnih sistemov ključna v vzdrževanju bančne in finančne stabilnosti (European Central Bank, 2006, str. 7).

Z integriranjem sistemov in koncentracijo aktivnosti v posameznih delih infrastrukture pa je pomembno zagotavljati povečano vlogo funkcije upravljanja s tveganji in vzpostavljanja rezervnih scenarijev za primere motenj v delovanju ter predvideti morebitne težave v povezavah in medsystemske vplive.

1.3 Procesi kliringa in poravnave

Procesi kliringa in poravnave se razlikujejo glede na vrsto vrednostnega papirja ali finančnega instrumenta s katerim je posel sklenjen, pravne ureditve države oziroma jurisdikcije kjer se institucija, ki opravlja storitve kliringa in poravnave, nahaja, razvitosti in

obsega trga, tržnih praks in drugih dejavnikov. Tako na nekaterih trgih nastopajo vse funkcije, na drugih pa so nekateri procesi izpuščeni ali združeni v drugega, prav tako pa se razlikuje pomembnost posameznih funkcij v različnih okoljih. Proces kliringa in poravnave, kot jih opredeljujemo za namene tega dela, se ne zaključijo s poravnavo vrednostnih papirjev, temveč vključujejo tudi storitve povezane s stanjem vrednostnih papirjev. Med procese kliringa in poravnave, ki se začnejo takoj po sklenitvi posla, tako uvrščamo storitve opisane v nadaljevanju.

Uskladitev poslov (angl. *Matching*) pomeni proces primerjanja pogojev sklenjenih poslov med kupcem in prodajalcem, navadno na elektronski način kmalu po sami sklenitvi posla. Uskladitev posla se lahko nadaljuje z verifikacijo (angl. *Verification*), ki vključi še preverjanje podrobnosti poravnalnih instrukcij in zaključi s potrditvijo posla in pogojev pod katerimi je bil posel sklenjen (angl. *Trade Agreement*). Tega dela uskladitve ne gre zamenjati z uskladitvijo instrukcij za poravnavo, ki je sicer del procesa poravnave.

Kliring vrednostnih papirjev je proces definiranja poravnalnih obveznosti in pripisa odgovornosti za učinkovito poravnavo. Proces kliringa poteka po izvršitvi posla in pred poravnavo vrednostnih papirjev, pri tem pa kliring pomeni izračun obveznosti posamezne stranke v sklenjenih poslih in sicer na bruto ali na neto osnovi. V primeru netiranja lahko ta poteka na bilateralni ali multilateralni osnovi. Klirinška funkcija lahko zajema tudi validacijo poslov (angl. *Validation*), ki pomeni preverbo dopustnih lastnosti posla, preverbo količine in ustreznosti denarnih sredstev in vrednostnih papirjev pred poravnavo ter zagotovitev vseh potrebnih informacij (angl. *Enrichment*), ki so potrebne za učinkovito poravnavo posla. V procesu kliringa so lahko določena tudi pravila in vrstni red transakcij namenjenih za poravnavo, definiranje in indikacija soodvisnih transakcij, opredelitev delnih poravnav, če jih posamezni trg dovoljuje in drugo. Namen kliringa je učinkovito upravljanje s tveganji, ki so povezani s sklenjenimi, a še neporavnanimi posli.

Kliring centralne nasprotne stranke (angl. *Central Counterparty Clearing*) je proces v katerem se tretja institucija pozicionira, neposredno ali posredno, med stranki v transakciji in prevzame pravice in obveznosti iz posla ter deluje kot neposredni ali posredni kupec vsakega prodajalca in kot neposredni ali posredni prodajalec vsakega kupca (CESAME Group, 2005, str. 11). Funkcija kliringa centralne nasprotne stranke je prevzemanje in upravljanje kreditnih tveganj.

Poravnava vrednostnih papirjev pomeni izpolnitev obveznosti strank v poslu z dejanjem prenosa vrednostnih papirjev iz prodajalca na kupca in nakazilom kupnine iz kupca na prodajalca. Poravnava denarne strani se lahko izvede v centralnobančnem denarju (v primeru nakazila med računi odprtimi pri centralni banki) ali denarju komercialne banke (v primeru nakazila med računi odprtimi pri komercialnih bankah). Dostava proti plačilu (angl. *Delivery versus Payment – DvP*) je najbolj pogosta in netvegana poravnava vrednostnih papirjev, kjer

pride do simultane zamenjave vrednostnih papirjev in denarja med kupcem in prodajalcem. Prodajalec vrednostnih papirjev ne izroči dokončno dokler kupec ne izroči denarja, prav tako pa kupec ne izroči dokončno denarja dokler prodajalec ne izroči vrednostnih papirjev (Simmons, 2002, str. 37).

Storitev hrambe v depozitu zagotavlja hrambo materializiranih vrednostnih papirjev, ki v današnjih časih ni več tako pogosta. Storitev hrambe nudi ponudbo trezorja in ustreznega evidentiranja vrednostnih papirjev.

Registracija imetništva vrednostnih papirjev je proces evidentiranja lastništva vrednostnih papirjev v knjigah izdajatelja ali z njegove strani pooblaščenega agenta. Registriranje lastništva se lahko opravlja samodejno (predvsem v primerih, ko pravila trga opredeljujejo račune končnih imetnikov pri instituciji, ki hkrati opravlja funkcijo registrarja), na zahtevo ali pa ob različnih korporativnih dogodkih, ko je registracija lahko pogoj za izvajanje pravic iz naslova lastništva vrednostnih papirjev.

Funkcija notarja je namenjena vzpostavitvi stanja vrednostnih papirjev v elektronski evidenci na podlagi informacije izdajatelja ali z njegove strani pooblaščenega agenta ali na podlagi števila vrednostnih papirjev, ki so bili imobilizirani in shranjeni v depo. Vzpostavitev stanja izdaje vrednostnih papirjev se vzpostavi na računu v imenu izdajatelja. Notarska funkcija zahteva tudi pregled in verifikacijo tehničnih in formalnih zahtev za sprejem in evidentiranje vrednostnih papirjev in ustrezne prilagoditve evidenc v primerih sprememb količine izdaje.

Vodenje računov, med katerimi ločimo račune vrednostnih papirjev (angl. *Securities Accounts*), kateri so namenjeni evidentiranju stanj investitorjev in račune izdaj (angl. *Issue Accounts*), ki so namenjeni evidentiranju izdaje vrednostnih papirjev, predstavlja modernizacijo storitev hrambe v depozitu vrednostnih papirjev.

Skrbniške storitve so storitve, ki imajo svoje korenine v storitvi fizične hrambe vrednostnih papirjev za investitorje (Bank for International Settlements & International Organization of Securities Commissions, 2001, str. 24), saj je bila hramba v depozitih primarna storitev skrbništva. Sodobne skrbniške storitve so obveščanje in opravljanje storitev povezanih s korporativnimi dejanji izdajateljev, obveščanje o upravičenjih iz naslova lastništva vrednostnega papirja ter zbiranje dividend in obresti za upravičenca, zastopanje na skupščinah delničarjev, davčne storitve povezane z vrednostnimi papirji, obveščanje o pravnih, davčnih in drugih spremembah na trgu in drugo. Nivo skrbniških storitev je lahko precej različen. Za omenjene storitve se uporablja tudi izraz servisiranje portfeljev (angl. *Asset Servicing*). Med skrbniške storitve se lahko uvrstijo tudi organizacija posojanja in izposojanja vrednostnih papirjev, v določenih primerih pa tudi nudenje kreditnih linij.

Vsi omenjeni procesi tvorijo verigo vrednosti po-trgovalnih storitev.

1.4 Udeleženci trga kliringa in poravnave

Na trg kliringa in poravnave vstopajo medsebojno različne institucije v različnih statusnih oblikah, z različnim naborom storitev in z različno stopnjo regularnosti. Pri tem lahko v splošnem opredelimo najbolj pogoste tipe institucij, kot jih opisujemo v nadaljevanju.

Registrarji (angl. *Registra* ali tudi *Transfer Agent*) so institucije, ki so pooblašene in zagotavljajo storitve priprave in vodenja natančnih, ažurnih in popolnih evidenc v zvezi z vrednostnimi papirji za izdajatelja.

Centralna depotna družba (angl. *Central Securities Depository – CSD*) je institucija, ki predstavlja centralno mesto hrambe vrednostnih papirjev, tako v fizični kot nematerializirani obliki. Centralna depotna družba (v nadaljevanju CDD) je lahko opredeljena tudi kot institucija, ki omogoča primarne prenose lastništva vrednostnih papirjev, torej poravnavo, navadno v elektronski obliki z evidentiranjem transakcij in stanj na računih vrednostnih papirjev. Zaradi izredno različnih funkcij, ki jih posamezne CDD opravljajo, ter tudi zaradi spreminjajočega se nabora ponujenih storitev, je potrebno omeniti, da povsem enotna definicija CDD ne obstaja. Natančna opredelitev CDD je tudi predmet javnega posveta Komisije v zvezi z ureditvijo delovanja CDD v EU (Commission of the European Communities, 2011, str. 5), ki bi lahko zavzela funkcijski pristop pri natančni opredelitvi CDD. Komisija uvršča CDD med sistemsko pomembno infrastrukturo v delu po-trgovalnih storitev. Centralne depotne družbe navadno ne prevzemajo kreditnega tveganja, lahko pa včasih organizirajo mehanizme zavarovanj ali rezervnih skladov z namenom minimiziranja kreditnega tveganja uporabnikov sistema (Russo, Hart, Malaguti & Papathanassiou, 2004, str. 17).

Mednarodna centralna depotna družba (angl. *International Central Securities Depository – ICSD*) je institucija, ki predstavlja poseben tip CDD. Nastanek in razvoj mednarodnih centralnih depotnih družb (v nadaljevanju MCDD) v Evropi najboljše predstavljata Euroclear Bank in Clearstream International Luxembourg katerih ustanovitev je predstavljala začetek MCDD. Ustanovljeni sta bili leta 1968 in 1970 z namenom imobilizacije izdanih evroobveznic ter njihove učinkovitejše elektronske poravnave. Mednarodna vloga omenjenih družb izhaja iz narave trga evroobveznic, kateremu so bile MCDD prvotno namenjene. Trg evroobveznic je pomenil izdaje na nadnacionalnem trgu v različnih valutah in s pravili izdaj, ki se niso uvrščale v okvire pravil posameznih nacionalnih trgov. Obe MCDD sta tudi zaradi bančnih ustanoviteljev že od samega nastanka pričeli s povezovanjem funkcij CDD in storitev komercialnih bank. Obe družbi sta kasneje pridobili tudi licenco za opravljanje bančnih storitev. Poravnava vrednostnih papirjev v MCDD poteka z uporabo denarnih sredstev strank, ki imajo pri tej instituciji odprte denarne račune, MCDD pa med svoje storitve med drugim uvrščajo financiranje in druge storitve, s katerimi prevzemajo tudi kreditno tveganje. Ta lastnost jih pomembno razlikuje od CDD, ki kreditno tveganje

prevzemajo le v redkih izjemnih primerih (Chan, Fontan, Rosati & Russo, 2007, str. 9–10). MCDD so razvile intenzivne povezave z mnogimi CDD in skrbniki.

Centralna nasprotna stranka (angl. *Central Counterparty – CCP*) je institucija, ki vstopa v razmerje med kupcem in prodajalcem vrednostnih papirjev in zagotavlja ter jamči za poravnavo obveznosti iz sklenjenih poslov. S tem originalne pogodbenne stranke omejuje tveganje nasprotne stranke na le enega pogodbenega partnerja, ki nase prevzema in upravlja kreditno tveganje. Zaradi navedenega je centralna nasprotna stranka (v nadaljevanju CNS) institucija v kateri obstaja velika koncentracija kreditnega tveganja. Schaper (2007, str. 6) poudarja pomen CNS ob anonimnih elektronskih trgovalnih sistemih, kjer kreditno tveganje nasprotne stranke ne more biti ustrezno upravljano, saj nasprotna stranka v poslu ni znana. Ob nastopu CNS lahko investitorji tudi ustrezno uravnavajo preostalo kreditno tveganje v odnosu do znane nasprotne stranke. CNS navadno izvaja tudi multilateralno netiranje pogodbenih obveznosti strank v poslih ter posledično omogoča bistveno znižanje števila transakcij za poravnavo.

Skrbniška banka (angl. *Custodian*) je institucija, ki je na trg vrednostnih papirjev prvotno vstopila kot ponudnica trezorjev za hrambo vrednostnih papirjev, ob pridobljeni hrambi vrednostnih papirjev pa je skrbniška banka lahko ponudila tudi druge storitve povezane s poravnavo in servisiranjem portfelja. Sčasoma se je fizična hramba spremenila v elektronsko, ostale storitve pa so ostale bolj ali manj nespremenjene (Chan et al., 2007, str. 6). Skrbniške banke so posredniki, ki investitorjem zagotavljajo storitve povezane z vrednostnimi papirji, pri čemer pogosto delujejo kot povezovalni člen med domačimi CDD in tujimi investitorji.

Globalna skrbniška banka (angl. *Global Custodian*) je institucija, ki vzpostavlja povezave s skrbniškimi bankami na posameznih trgih in za svoje stranke predstavlja enoten dostop do velikega števila svetovnih trgov. Globalna skrbniška banka za stranko na enem mestu opravlja storitve servisiranja portfelja in nudenja poravnave za različno število trgov kjer investitor vzpostavlja svoje naložbe, kar ji omogočajo številne povezave z lokalnimi skrbniki, ki v takšnem pogodbenem odnosu z globalnim skrbnikom postanejo podskrbniki (angl. *Sub-custodian*). Odnos med investitorjem, globalno skrbniško banko, skrbniško banko in centralno depotno družbo predstavlja skrbniško verigo.

1.5 Vloge tržnih udeležencev v procesih kliringa in poravnave

1.5.1 Opredelitev funkcij tržnih udeležencev v procesih kliringa in poravnave

Posamezne funkcije v okviru kliringa in poravnave vrednostnih papirjev ni mogoče enolično pripisati posameznim tržnim udeležencem. Postopen razvoj trgov vrednostnih papirjev je narekoval prevzemanje ponudbe po-trgovalnih storitev s strani različnih institucij, še posebej pa je na raznolikost dodeljevanja funkcij vplivala zakonodajna ureditev in pravila

posameznega trga. Različen nivo razvoja in globine posameznega kapitalskega trga je povzročil različno močno specializacijo vlog posameznih tržnih udeležencev ali celo različno delitev pristojnosti med privatnim in javnim sektorjem. Takšen razvoj zahteva obravnavo tako z institucionalnega kot funkcijskega vidika trga kliringa in poravnave.

Uskladitev poslov je proces, ki poteka med pogodbenimi strankami v poslu.

Storitev kliringa vrednostnih papirjev je lahko zagotovljena tako s strani posebnega oddelka borze, kot tudi s strani ločene klirinške družbe, CDD ali MCDD (NERA Economic Consulting, 2007, str. 52). Storitve kliringa lahko opravljajo tudi skrbniške banke.

Kliring centralnih nasprotnih strank je funkcija, ki je primarno v uporabi v zvezi z izvedenimi finančnimi instrumenti (v nadaljevanju IFI), kjer nastaja dolgoročnejše kreditno tveganje med strankama v poslu in kjer prevzem takšnega tveganja narekuje tudi koncentrirano upravljanje s finančnimi zavarovanji. Kliring centralnih nasprotnih strank opravlja CNS.

Poravnava vrednostnih papirjev lahko izvaja CDD in MCDD ter tudi skrbniška banka. Skrbniška banka lahko izvaja poravnavo kadar imata obe nasprotni stranki v poslu račun pri tej skrbniški banki in kadar pravila trga to dovoljujejo. Takšne primere imenujemo internalizacija poravnave.

Storitev hrambe vrednostnih papirjev lahko opravljajo CDD ali skrbniške banke.

Registracijo imetništva vrednostnih papirjev lahko za dejanske lastnike opravljajo posredniki, predvsem skrbniške banke in investicijske družbe (angl. *Street Name Registration*), vendar v takem primeru lastnik vrednostnega papirja ni evidentiran v knjigah izdajatelja, temveč le v evidencah posrednika. V primeru neposredne registracije dejanskega lastnika vrednostnih papirjev (angl. *Direct Registration*) pa se dejansko lastništvo zavede v knjigah izdajatelja ali z njegove strani pooblaščenega agenta. Pooblaščen agent je lahko posebna institucija (angl. *Transfer Agent*) ali pa CDD oziroma MCDD.

Funkcija notarja je navadno del storitev in pooblastila CDD ter MCDD, lahko pa je takšno pooblastilo dano posebni instituciji, ki opravlja vlogo nacionalnega registrarja ali celo bankam.

Vodenje računov za investitorje opravlja CDD, MCDD, skrbniška banka in globalna skrbniška banka. Vodenje računov za izdajatelja lahko opravlja CDD, MCDD ali pooblaščen agent, ki ga izdajatelj pooblasti za evidentiranje lastništva vrednostnih papirjev.

Skrbniške storitve, ki so navadno storitve z višjo dodano vrednostjo v okviru po-trgovalnih storitev, lahko opravljajo tako skrbniške banke in globalne skrbniške banke kot tudi CDD in

MCDD. Pri tem lahko obstaja pomembna razlika v naboru storitev, ki so ponujene v okviru skrbniških storitev.

Nekatere funkcije lahko zavzemajo tudi bistveno različne oblike glede na to v okviru katere institucije so ponujene. Tako je storitev netiranja obveznosti iz sklenjenih poslov lahko ponujena v okviru poravnalnega sistema (angl. *Settlement Netting*) ali v obliki kliringa centralne nasprotne stranke (angl. *Contractual Netting*) oziroma pogodbenem netiranju obveznosti in terjatev. Ob tem velja, da netiranje v okviru poravnave navadno nima pravnega vpliva na sklenjene pogodbe. Stranke, ki so posle sklenile, ostajajo pravno zavezane za dokončno izpolnitev obveznosti, ki iz sklenjenih poslov izhajajo, medtem ko v primeru pogodbenega netiranja pride do spremembe določil sklenjenih poslov v delu pogodbenih strank, saj centralna nasprotna stranka postane kupec vsakega prodajalca in prodajalec vsakega kupca (Kazarian, 2006, str. 4).

Glede na navedeno lahko posamezne institucije prevzemajo različne in različno pomembne vloge na trgu kliringa in poravnave, vendar so CDD in CNS obravnavane kot še posebej pomembne institucije. CNS v svoji funkciji pomembno koncentrira kreditna tveganja in je zato pogosto podrobno obravnavana, CDD pa je obravnavana kot institucija, ki v večini primerov upravlja poravnalne sisteme in izvaja temeljne funkcije notariata oziroma registra vrednostnih papirjev ter vodi primarni nivo računov vrednostnih papirjev. Ob navedenem je kljub vsemu potrebno posamezne CDD obravnavati v skladu s funkcijami, ki jih opravljajo, te pa zavesejo od posamezne jurisdikcije in tržne prakse. Tako je na trgih z uvedenim enostopenjskim sistemom lastništva vrednostnih papirjev funkcija evidentiranja lastnikov vrednostnih papirjev vedno dodeljena CDD, saj ima v tovrstnih ureditvah vsak končni imetnik neposredno ali posredno v svojem imenu odprt račun pri CDD, na trgih z večstopenjskim sistemom lastništva pa se evidenca dejanskih imetnikov odraža tudi v knjigah posrednikov. V večstopenjskih sistemih, ki sicer prevladujejo, prihaja tudi do internalizacije poravnave v sistemih posrednikov oziroma skrbniških bank, kar bi lahko pomenilo, da so tudi skrbniške banke, ki opravljajo poravnavo vrednostnih papirjev, enako sistemsko pomembne kot CDD. Takšna mnenja so pogosta, vendar pa internalizacija poravnave zaenkrat ni dosegla takšne stopnje, da bi bilo potrebno na krajši rok tovrstno poravnavo obravnavati kot sistemsko pomembno (ESCB & CESR, 2009, str. 12).

Ob nekaterih redkih izjemah, CDD in MCDD nastopajo kot primarni depozitarji vrednostnih papirjev. Tej funkciji sledi tudi vodenje računov vrednostnih papirjev ter v večini primerov tudi storitev poravnave oziroma upravljanje poravnalnega sistema. Ob internalizaciji poravnave in pogosti primerjavi skrbniških bank s CDD in MCDD, je potrebno dodati, da so skrbniške banke najprej uporabniki storitev CDD in MCDD ter šele nato morebitni konkurenti. CDD in MCDD za razliko od skrbniških bank opravljajo prenose lastništva vrednostnih papirjev na primarnem nivoju v odnosu do izdajatelja, kar ima navadno pravne učinke v zvezi z lastništvom vrednostnih papirjev. Nasprotno pa nekateri CDD in predvsem

MCDD prevzemajo funkcije skrbništva ter z vzpostavljanjem povezav do drugih CDD ali lokalnih skrbnikov prevzemajo celo vloge regionalnih ali globalnih skrbnikov. Ob predpostavki, da je skrbništvo storitev, ki omogoča prenos določenega dela dejavnosti iz investitorja, potem lahko skrbništvo predstavlja konkurenčni del storitev CDD, MCDD in skrbniške banke.

Slika 1 prikazuje institucije trga po-trgovalnih storitev in funkcije, ki jih posamezne institucije opravljajo ali bi jih lahko opravljale.

Slika 1: Po-trgovalne storitve in institucije trga

		INSTITUCIJE					
S T O R I T V E	Trgovanje	Borza, MTF					
	Uskladitev (angl. <i>Matching</i>)						
	Kliring	Borza, MTF	CDD	MCDD			
	Kliring CNS	CNS					
	Poravnava		CDD	MCDD	Skrbniška banka		
	Hramba v depoju		CDD	MCDD	Skrbniška banka		
	Registracija imetništva	Registrar	CDD	MCDD	Skrbniška banka		
	Funkcija notarja	Nacionalni registrar	CDD	MCDD			
	Vodenje računov		CDD	MCDD	Skrbniška banka	Globalna skrbniška banka	
	Skrbniške storitve		CDD	MCDD	Skrbniška banka	Globalna skrbniška banka	

Legenda: Temnejši kvadrati predstavljajo primarne funkcije, svetlejši kvadrati pa možne funkcije.

1.5.2 Procesi in udeleženci v čezmejnih poravnava

Čezmejna poravnava je poravnava, ki se zgodi v drugi državi kot je sedež ene ali obeh strank v poslu (Bank for International Settlements, 2003, str. 17).

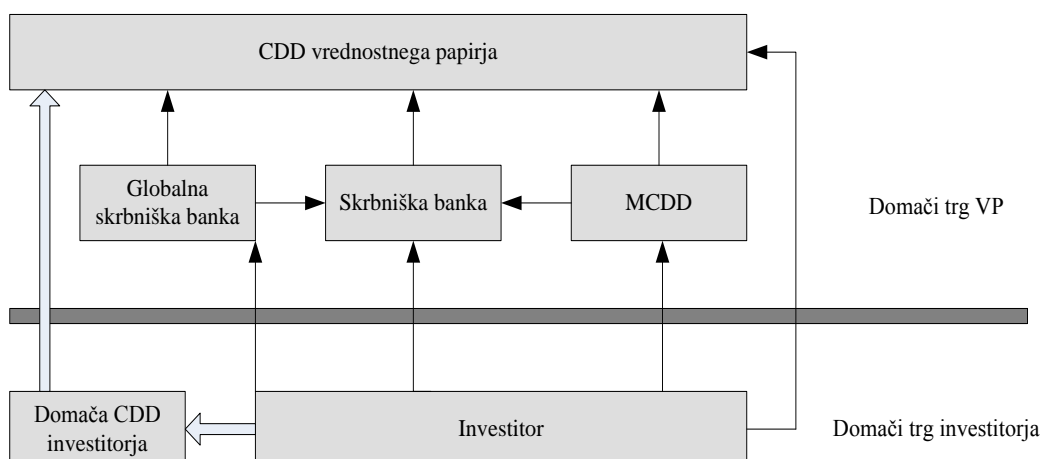
Giovannini-jeva skupina (The Giovannini Group, 2001, str. 7) navaja, da je posebnost čezmejne poravnave v primerjavi z domačo v tem, da čezmejna poravnava zahteva vključitev dostopa do poravnalnega sistema v drugi državi ali pa povezavo med

poravnalnima sistemoma obeh držav oziroma trgov. Dostopanje do poravnalnih sistemov drugih trgov lahko poteka na naslednje načine (Bank for International Settlements, 1995, str. 11–17):

- Neposredni dostop do tujega poravnalnega sistema. Takšen dostop je največkrat otežen iz različnih razlogov, kot so razlike v tržnih praksah med državama, nezmožnost članstva za nefinančne organizacije ter včasih tudi zaradi diskriminatorne obravnave tujih investitorjev.
- Uporaba lokalnega agenta (skrbniške banke) je pogosta oblika izvajanja čezmejnih poravnav, kjer lokalni agent, ki je član poravnalnega sistema, navadno ponudi celoten nabor storitev za tujega investitorja, od same poravnave do bančnih in skrbniških storitev v zvezi z vzpostavljenim stanjem vrednostnih papirjev na računu.
- Uporaba globalnega skrbnika je lahko primerna izbira za investitorje, ki so aktivni udeleženci na mnogih kapitalskih trgih. Globalni skrbnik pomeni eno vstopno točko za dostop do poravnalnih in skrbniških storitev na mnogih svetovnih trgih za katere globalni skrbnik opravlja storitve v povezavi s svojo podskrbniško mrežo. Globalni skrbnik v odnosu do investitorja ustvarja tudi določeno mero harmonizacije različnih tržnih praks ter na osnovi doseženih učinkov ekonomij obsega in razpona nudi cenovno sprejemljivo storitev. Pomembna možnost za investitorja je zaobjeta tudi s pridružitvijo nekaterih bančnih storitev, predvsem možnost upravljanja večvalutnih denarnih računov in valutnih konverzij v povezavi s samo poravnavo vrednostnih papirjev.
- Uporaba MCDD za namene čezmejne poravnave je z razvojem storitev MCDD postala privlačna možnost za investitorje. MCDD so poleg svoje osnovne storitve, ki se nanaša na servisiranje evroobveznic razvile veliko število povezav do institucij na nacionalnih trgih in tako postale povsem konkurenčen način za opravljanje čezmejnih poravnav k možnostim, ki jih sicer ponujajo globalne skrbniške banke. Takšna možnost je še posebej zanimiva za investitorje, ki večji del naložb opravijo v državne dolžniške vrednostne papirje, dodatno pa potrebujejo tudi dostop do lokalnih delniških trgov.
- Uporaba povezave vzpostavljene med CDD kot poti za opravljanje čezmejnih poravnav ponuja uporabo domače CDD za opravljanje poravnav tujih vrednostnih papirjev. V takem primeru je račun, ki ga ima investitor odprt pri domači CDD za namene hrambe domačih vrednostnih papirjev, uporabljen tudi za hrambo in poravnavo tujih vrednostnih papirjev. Povezave vzpostavljene med CDD pogosto ne omogočajo polnega nabora storitev in so omejene tako z vidika vrste vrednostnih papirjev, načina poravnave kot tudi dodatnih skrbniških storitev.

Slika 2 prikazuje načine in možnosti uporabe tržnih institucij, ki jih ima na voljo investitor pri opravljanju čezmejne poravnave.

Slika 2: Načini in možnosti uporabe institucij v čezmejnih poravnava



Vir: C. H. De Carvalho, *Cross Border Securities Clearing and Settlement Infrastructure in the European Union as a Pre-requisite to Financial Markets Integration: Challenges and Perspectives*, 2004, str. 21; prirejeno po *The Giovannini Group*, 2001, str. 8.

V nasprotju s trgovanjem na lokalnem trgu, kjer so vrednostni papirji trgovani in poravnani s strani članov istega CDD, je čezmejna transakcija z vrednostnimi papirji precej kompleksnejša tudi zaradi dodatnega števila posrednikov, ki jih mednarodni investitor potrebuje za dostop do poravnalnega sistema. Vzpostavitev takšnih povezav omogoči interakcijo posameznih poravnalnih sistemov, vendar tudi povečana in dodatna tveganja za investitorja (De Carvalho, 2004, str. 21). Čezmejna poravnava je kompleksnejša ne le zaradi uporabe dodatnih posrednikov, temveč zaradi regulatornih razlik in drugačnih tržnih praks ter standardov med posameznimi trgi.

2 ZNAČILNOSTI TRGA IN INFRASTRUKTURE ZA KLIRING IN PORAVNAVO

2.1 Ekonomije obsega, ekonomije razpona in mrežni učinki v dejavnosti

Opredelitev določenega tipa institucij kot infrastrukture je odvisna od značilnosti dejavnosti in storitev, ki jih institucija opravlja. Navadno je kot infrastruktura lahko opredeljena institucija, katera zagotavlja dobrine ali storitve, ki so opredeljene kot ključne, opravljanje storitve vzpostavlja mrežo in učinkuje v obliki mrežnih eksternalij, ali pa so v dejavnosti prisotne značilnosti ekonomije obsega, ekonomije razpona ter visoki vstopni stroški.

Ekonomije obsega so navadno povezane z zahtevo po pridobitvi visokega števila uporabnikov, ki omogočijo pokritje višjih ali visokih stroškov vzpostavitve storitve ali proizvodnje dobrin in posledično zniževanje povprečnega stroška na enoto. Takšni visoki začetni stroški, ki so v dejavnosti kliringa in poravnave povezani z vzpostavitvijo

komunikacijskih omrežij in intenzivnih vlaganj v informacijsko tehnologijo (Schmiedel & Schöenberger, 2005, str. 8), se v primeru pridobitve visokega števila uporabnikov porazdelijo na večje število transakcij, ki se tako lahko izvajajo ob nižjih cenah. Za dejavnost poravnave so značilni visoki fiksni stroški z znatnimi učinki ekonomij obsega (Clearstream International, 2002, str. 8), prav tako pa so ekonomije obsega močno prisotne v storitvah, ki jih navadno opravlja CNS, kjer nastopijo visoki fiksni stroški vzpostavitve storitve in nizki variabilni stroški izvajanja poslovanja in kliringa dodatnih poslov (Lee, 2010, str. 57).

Ekonomije obsega lahko sčasoma pomenijo resno oviro za vstop novih tržnih udeležencev v dejavnost.

Ekonomije razpona omogočijo proizvodnjo več različnih dobrin ali opravljanje več različnih storitev v okviru enega sistema na bolj učinkovit način in ob nižjih stroških, kot če bi to opravljali v ločenih sistemih. V dejavnosti kliringa in poravnave se ekonomije razpona kažejo v obliki enotnih vstopnih točk za investitorje, ki lahko s članstvom v eni instituciji dostopajo do različnih storitev kot so na primer kliring, netiranje, poravnava, registracija lastništva vrednostnih papirjev, vodenje računa vrednostnih papirjev in drugih komplementarnih storitev. Izvajanje dejavnosti za različne storitve v enem sistemu omogoča tudi bolj celovit nadzor nad tveganji, kar lahko prinaša prihranke v obliki optimizacije kapitalskih zahtev in finančnih zavarovanj, prav tako pa že vzpostavljeni sistemi kliringa in poravnave navadno omogočajo vključitev dodatnih instrumentov ob sorazmerno nizkih dodatnih stroških.

Kliring in poravnava imata očitne pokazatelje ekonomij razpona. Ekonomije razpona so prisotne tudi v dejavnosti trgovanja, vendar nikakor ni prisotnih simptomov, ki bi kazali, da so učinki ekonomij razpona v trgovanju tako močni kot so v kliringu in poravnavi (Pirrong, 2006, str. 3–4).

Učinkovitost izvajanja storitev kliringa in poravnave je povečana tudi z združevanjem dvostranskih mrež, kot je poravnava, in enostranskih mrež, kot je hramba in servisiranje oziroma skrbništvo vrednostnih papirjev. Ob združevanju obeh vrst storitev v okviru enega sistema prihaja do ekonomij razpona, saj je lahko račun, ki je voden za investitorja z namenom skrbniških storitev, hkrati brez dodatnih fiksnih stroškov uporaben tudi za poravnave vrednostnih papirjev (Van Cayseele & Wuyts, 2005, str. 8).

Učinek mrežnih eksternalij, ki je sicer prisoten v več gospodarskih sektorjih, pomeni, da vključitev novega uporabnika povzroči povečanje vrednosti mreže, povezave ali storitve za vse obstoječe uporabnike. V primeru trga vrednostnih papirjev imajo sistemi trgovanja, kliringa in poravnave značilnosti učinkov mrežnih eksternalij, saj se z dodatno uporabo obstoječih sistemov in procesov vrednost teh za obstoječe uporabnike povečuje (Schmiedel & Schöenberger, 2005, str. 8).

Izraziti mrežni učinki so značilni za dejavnost CNS, saj s pridružitvijo dodatnega člana pridobijo vsi obstoječi uporabniki. CNS, ki opravlja multilateralno netiranje, bo s pridobitvijo dodatnih uporabnikov izvajala netiranje posameznega vrednostnega papirja v večjem obsegu, kar bo zniževalo skupno število transakcij za poravnavo. Prav tako pa bo večje število različnih finančnih instrumentov omogočalo večje izravnavanje obveznosti članov in prihranke iz naslova nižjih zahtev CNS po finančnih zavarovanjih, kar kaže na učinke ekonomij razpona. Takšne značilnosti imajo koncentracijske učinke na uporabnike, ki ob mrežnih učinkih želijo prisotnost v sistemih z največjim številom uporabnikov in instrumentov. Mrežni učinki so prisotni tudi v dejavnosti poravnave, kjer je smiselna popolna integracija aktivnosti v okviru enega sistema. Vendar pa tudi povezave med sistemi lahko ustvarjajo podobno stopnjo učinkovitosti, če le povezave niso predrage (Van Cayseele & Wuyts, 2005, str. 7).

Negativne mrežne eksternalije se lahko pojavijo v obliki povečanega systemskega tveganja.

Ekonomije obsega in mrežni učinki so prav tako izrazito prisotni v dejavnosti trgovanja, katero zaradi navedenih lastnosti skupaj s kliringom in poravnavo uvrščamo med infrastrukturo kapitalskega trga. Infrastrukturne institucije zaradi svojih značilnosti pogosto predstavljajo naravne monopole in imajo tržno moč. Vstop v dejavnost kliringa in poravnave zahteva visoke začetne investicije ter s seboj nosi znatne izstopne stroške v obliki realizirane investicije, ki je težko uporabna v drugi dejavnosti.

2.2 Vertikalna in horizontalna integracija sistemov trgovanja, kliringa in poravnave

2.2.1 Vertikalne integracije sistemov trgovanja, kliringa in poravnave

Učinki ekonomije razpona v dejavnosti kliringa in poravnave povzročajo združevanje različnih storitev v okviru ene institucije ter procese integracij in konsolidacij različnih institucij, ki opravljajo komplementarne dejavnosti. Dejstvo, da sklepanje poslov z vrednostnimi papirji neizogibno zahteva kliring in poravnavo vrednostnih papirjev, v očeh investitorja predstavlja storitve trgovanja, kliringa in poravnave kot komplementarne storitve.

Integracija trgovalnih in različnih po-trgovalnih funkcij omogoča prihranke povezane s transakcijskimi stroški in lahko zagotavlja hitrejše prilagajanje verige aktivnosti zunanjim vplivom. Ekonomije razpona so lahko dosežene s standardizacijo in avtomatizacijo procesov, ki potekajo med trgovanjem, kliringom in poravnavo. Integrirani sistemi, ki so ob verigi storitev med seboj močno soodvisni, narekujejo koordiniran razvoj tako ob tekočih posodobitvah kot ob uvajanju novih produktov in nadomestitvah, pri čemer so stroški koordinacije med sistemi v tovrstnih strukturah nižji, transakcijski tok pa bolj jasen.

Vertikalna struktura omogoča eno vstopno točko za investitorja ter znižanje števila zahtevanih interakcij s procesi trgovanja, kliringa in poravnave in zato nižje stroške povezovanja.

Vertikalne integracije imajo ob možnostih izkoriščanj ekonomij razpona tudi precejšnje možnosti zlorabe svojega položaja. Tržno moč, ki jo posamezni del vertikalne strukture pridobi tudi zaradi omenjenih lastnosti trgovanja, kliringa in poravnave, lahko uporabi za izkrivljanje proste konkurence v preostalih segmentih te strukture. Tako lahko na primer borza, ki kotira določene vrednostne papirje, pogojuje trgovanje s temi vrednostnimi papirji z uporabo klirinških in poravnalnih sistemov, ki so del borzne vertikalne strukture (pogosto imenovan tudi vertikalni silos). Mogoče je tudi izkoriščanje tržne moči na način, ki konkurenčnim borzam preprečuje dostope do klirinških in poravnalnih sistemov, ki so del vertikalnega silosa. V okviru tovrstnih struktur lahko obstaja težnja po znižani transparentnosti cen in prelivanja prihodkovnih učinkov med dejavnostmi z vključevanjem stroškov posamezne storitve, ki se izvaja v bolj konkurenčnem okolju, v ceno druge storitve, ki deluje v manj konkurenčnih ali monopolističnih pogojih. Vertikalni silosi lahko učinkujejo, da klirinški in poravnalni sistemi delujejo v manj konkurenčnih pogojih. Vendar pa kadar trgovanje poteka v visoko konkurenčnem ali potencialno konkurenčnem okolju, bo borza imela precej bolj omejene možnosti za zlorabo vertikalnih integracij.

Klirinška in poravnalna dejavnost ni storitev, ki jo mora borza ponuditi ob svojem trgovalnem sistemu, vendar pa so trgovanje, kliring in poravnava komponente skupne dobrine, ki jo uporabnik potrebuje za popolno izvršitev namere izvedbe posla. Kadar obstaja tržna moč pri zagotavljanju ene izmed povezanih storitev in ni mogoče ločiti izvajanja ene storitve od druge, obstaja verjetnost, da bo tržna moč izrabljena pri izvajanju ostalih storitev (Lee, 2010, str. 40). Borza je, klub vsemu, dolžna zagotoviti pogoje za varno in učinkovito sklepanje poslov sklenjenih na borznem trgovalnem sistemu in mora posledično ponuditi ustrezno pot, ki bo omogočila, da bodo sklenjeni posli tudi poravnani. Iz tega razloga obstajajo dogovori med borzo in klirinškimi ter poravnalnimi institucijami, ki določajo lokacijo po-trgovalnih aktivnosti. Borza s tem pridobi moč izbire klirinških in poravnalnih sistemov in vpliv na trg po-trgovalnih storitev.

Kot ugotavlja Pirrong (2006, str. 33–34), predstavlja pomembno razliko nivo ekonomij razpona v dejavnosti trgovanja. Kadar na trgovanje delujejo učinki ekonomij razpona ali v trgovanju vsaj ni prisotnih negativnih učinkov ekonomij razpona, bo razvoj vodil do integracije več-produktne borze z več-produktnim klirinškim in poravnalnim sistemom na osnovi doseganja racionalizacij in prihrankov. Integriran-več produktni sistem bo z znižanimi transakcijskimi stroški dosegal boljše učinke kot bi jih sicer ločene funkcije. Drugače pa je, kadar borza ne dosega učinkov ekonomij razpona, recimo ob združevanju z borzo, ki nudi trgovanje s povsem drugačnimi instrumenti. Takrat lahko ob oblikovanju vertikalnih struktur stroški dodatnih produktov presegajo koristi, ki jih z ekonomijami

razpona dosegaajo klirinški in trgovalni sistemi. V primeru vertikalnih silosov so lahko prav tako ekonomije razpona, ki so manjše v trgovalnem kot v klirinškem in poravnalnem delu, razlog za neoptimalen tržni razvoj klirinških in poravnalnih sistemov.

Vertikalna integracija sistemov poravnave prinaša pozitivne učinke na družbeno blaginjo primerjalno z okoljem, kjer ni tovrstnih povezovanj, vendar so ti učinki nižji od učinkov blaginje, ki jih prinašajo horizontalne integracije. Tapking in Yang (2004, str. 26) ugotavljata, da kadar obstaja nizek interes investitorjev po čezmejnih poslih, so lahko vertikalne strukture domačih ponudnikov storitev tudi preferenčni model povezovanja.

Vertikalne povezave sistemov trgovanja, kliringa in poravnave lahko preprečijo horizontalno integracijo in doseganje učinkovitosti delovanja trgovalnih in poravnalnih platform. Takšna učinkovitost je lahko zagotovljena z združevanjem trgovalnih platform in izročitvijo upravljanja poravnalnega sistema neodvisni instituciji ali pa tudi z vzpostavitvijo konkurence med vertikalnimi strukturami z dvojnimi kotacijami vrednostnih papirjev na obeh borzah, ki tvorita vertikalni silos (Köppl & Monnet, 2006, str. 1–2).

Baur (2006, str. 19) meni, da vertikalna tvorba ne preprečuje konsolidacije klirinških in poravnalnih sistemov sama po sebi, temveč zato, ker takšna struktura ne uporablja racionaliziranih stroškov za zniževanje cen storitev in ker vertikalni silosi delujejo v segmentiranem ali nekonkurenčnem okolju. Pri tem navaja, da je primerna pot k učinkovitosti lahko tudi vzpostavitev konkurenčnega okolja za delovanje vertikalnih struktur.

2.2.2 Horizontalne integracije sistemov kliringa in poravnave

Učinki ekonomij obsega vodijo do povezovanja in integracije tako sistemov kliringa kot sistemov poravnave. Na enotnih platformah kliringa in poravnave prihaja do nižjih povprečnih stroškov na posamezen proizvod ali storitev. Večje število poslov v sistemih kliringa omogoča učinkovitejšo multilateralno netiranje obveznosti in zmanjšuje skupno število poslov, ki jih je potrebno poravnati. Odprava segmentiranih delov kliringa in poravnave in vpeljava enotnega konsolidiranega sistema omogoča tudi lažjo alokacijo in optimizacijo upravljanja s finančnimi zavarovanji. Združevanje sistemov za uporabnika pomeni prihranke iz naslova znižanega števila povezav, ki jih mora vpeljati in vzdrževati, prav tako pa lahko integriran sistem pomeni nižje skupne stroške članstva v različnih sistemih. Horizontalna integracija lahko prispeva k večjim mrežnim učinkom.

Kot navaja drugo Giovannini-jevo poročilo (The Giovannini Group, 2003, str. 23), je glavni razlog za integracijo in konsolidacijo sistemov kliringa in poravnave znižanje stroškov. Konsolidacija racionalizira stroške na področju investicij v več različnih sistemov, ki opravljajo isto storitev in odpravi stroške vzpostavljanja povezav med sistemi. Konsolidacija

priporo tudi k odpravljanju tehničnih in operativnih težav, ki so značilne za segmentirane sisteme ter znižuje transakcijske stroške s povečevanjem števila enot v enem sistemu.

Konsolidacija sistemov kliringa in poravnave je postopen proces, ki se sooča s številnimi ovirami segmentiranih trgov. Kot navajata Schmiedel in Schönenberger (2004, str. 33) imajo trgi težave s porazdelitvijo pozitivnih učinkov, ki bi izhajali iz združevanja sistemov, med tržne deležnike. Subjekti, ki nosijo najvišje stroške integriranja namreč niso nujno tisti, ki bi največ pridobili, kar povzroča različne strateške interese. Prav tako pa obstaja pomembna časovna razlika med kratkoročnimi stroški in dolgoročnimi učinki, kar tvori dodatne konflikte v procesih konsolidacije.

Dejavnost kliringa in poravnave je vezana na učinke količine. Več kot je uporabnikov te dejavnosti in večji kot je obseg poslov na enotni platformi, bolj učinkovita postaja tudi sama storitev. Operacije kliringa in poravnave je mogoče ponazoriti z modelom gravitacije – več kot je procesiranih poslov, več poslov bo storitev pritegnila. Opisana značilnost dejavnosti navadno vodi v naravni monopol (Cox et al., 2005, str. 27).

Horizontalna integracija sistemov kliringa in poravnave, kot tudi sistemov trgovanja, vodi v monopolni položaj integriranega sistema, ki lahko tako pridobljeno tržno moč zlorablja. Tudi če na trgih obstaja potencialna konkurenca, torej možnost vstopa novih ponudnikov v dejavnost, je na trgu kliringa in poravnave takšna možnost precej omejena zaradi visokih vstopnih investicij, ki lahko predstavljajo nepovratne stroške. Konkurenco omejuje tudi različnost in nekompatibilnost sistemov kliringa in poravnave, ki ustvarja ovire pri prehodu uporabnika k drugemu ponudniku, saj je prehod od enega ponudnika k drugemu otežen zaradi zahtevanih prilagoditev povezave. Stroški prilagoditve uporabnikov na posamezne sisteme kliringa in poravnave pa so navadno precej visoki. V takšnih razmerah lahko nastane tudi trg dveh monopolistov, ki ponujata komplementarne storitve, pri čemer prvi monopolist ponuja storitev trgovanja, drugi monopolist pa ponuja storitev kliringa in poravnave. Če obe instituciji določata svoje cene neodvisno eden od drugega, višanje cene storitve enega povzroča zniževanje povpraševanja po storitvi drugega, ki zato prav tako draži svoje storitve.

Doseganje ekonomij obsega v dejavnosti kliringa in poravnave največkrat pomeni žrtvovanje proste konkurence. Horizontalne integracije sistemov lahko izboljšajo učinkovitost, vendar lahko zaradi nastanka monopolov sistemi delujejo manj stroškovno učinkovito in so manj inovativni kot bi sicer bili v konkurenčnem okolju.

2.3 Možnosti povezovanja sistemov za poravnavo

Povezovanje med poravnalnimi sistemi, navadno upravljanimi s strani CDD, predstavlja eno od možnosti investitorja za pridobitev dostopa do drugega, navadno tujega poravnalnega sistema in s tem možnosti za opravljanje čezmejnih poravnav. Povezava med CDD ne predstavlja prave oblike horizontalne integracije ali konsolidacije za doseganje ekonomij

obsega, saj ne prihaja do opravljanja storitve v okviru enega sistema in s tem tudi ne do popolne harmonizacije. Vendar pa lahko takšne povezave pripomorejo k integracijskim težnjam in prispevajo k določeni stopnji standardizacije. Povezave med CDD, ki na ta način pridobijo medsebojno interoperabilnost, se vzpostavljajo zaradi ekonomskega interesa članov CDD, ki želijo enotno vstopno točko do domačih in tujih vrednostnih papirjev, zaradi interesa izdajatelja vrednostnih papirjev, ki želi izdajo ali del izdaje vrednostnih papirjev v CDD uvrstiti v borzno trgovanje na tuji borzi, ki sicer poravnava svoje posle v tuji CDD, ali pa zaradi interesa izdajatelja po dostopnosti vrednostnih papirjev v tujih poravnalnih sistemih in ohranitvi izdaje v domači CDD. Tapking in Yang (2004, str. 5) navajata tržno prakso, po kateri so vrednostni papirji, ki so trgovani na borzi v določeni državi, tudi poravnani v isti državi. Preden so lahko vrednostni papirji države A ponujeni v borzno trgovanje v državo B, je potrebno opraviti prenos vrednostnih papirjev v CDD države B. Takšen prenos je opravljen preko povezave med CDD s sodelovanjem obeh družb, tiste, ki prenaša vrednostne papirje in tiste, ki jih sprejema v svoje skrbništvo. Podobno je v primeru kotacije vrednostnega papirja na dveh borzah, ki uporabljata vsaka svojo CDD za poravnavo sklenjenih poslov na posamezni borzi.

Schaper (2009, str. 430–435) navaja naslednje možne modele povezovanja sistemov za poravnavo vrednostnih papirjev:

- Model povezovanja z vzpostavitvijo bilateralnih povezav med poravnalnimi sistemi (angl. *CSD Link Model*), ki omogoči investitorju, da vzpostavi lastništvo tujega vrednostnega papirja preko svojega domačega poravnalnega sistema. Takšen model lahko prispeva k večanju deleža čezmejnih poslov z vrednostnimi papirji, vendar je uvajanje takšnih bilateralnih povezav med poravnalnimi sistemi drago.
- Model osrednje enote z vzpostavitvijo povezav med posameznimi poravnalnimi sistemi in osrednjo enoto (angl. *Hub and Spokes Model*). Takšen model znižuje potrebo po velikem številu prilagojenih bilateralnih povezav in lahko služi kot orodje harmonizacije postopkov in standardov med trgi. Poravnalni sistem opravi le eno povezavo in prilagoditev na osrednjo enoto. V primeru, da domače poravnave ostanejo procesirane v domačih sistemih, takšen model ohranja obstoječo domačo infrastrukturo v uporabi.
- Model centralnega poravnalnega sistema (angl. *Central Securities Settlement Institute*), v katerem bi centralni poravnalni sistem kot edini opravljal storitve poravnave vrednostnih papirjev ter ostale funkcije, ki jih navadno opravljajo depotne družbe. Takšna integracija dejavnosti bi pomenila večjo stroškovno učinkovitost ter postopke za integrirano in harmonizirano poravnavo vrednostnih papirjev v obravnavanem območju. Vendar pa takšen model pomeni tudi bistveno omejitev ali celo prenehanje konkurence na trgu in ima lahko povratne negativne učinke na tržno učinkovitost.

Izbira modela je odvisna od razsežnosti in globine delovanja posameznega poravnalnega sistema ter od razloga za vzpostavljanje povezave. Modeli povezovanja predstavljajo različno stopnjo horizontalne integracije poravnalnih sistemov, pri čemer le model centralnega poravnalnega sistema pomeni dejansko konsolidacijo. Stopnjo povezovanja bistveno določajo tudi razlike v zakonodajnem okviru obeh sistemov, če le ta delujeta v različnih jurisdikcijah, različne tržne prakse, drugačni komunikacijski standardi, različni regulatorni in nadzorni pristopi in drugi dejavniki, ki izhajajo iz segmentiranega in neharmoniziranega okolja. Zaradi navednega je lahko množica povezav, ki jih CDD vzpostavi, heterogena, tehnično zahtevna in draga. Interoperabilnost med sistemi je mogoča tudi v primerih različnih postopkov in praks med poravnalnimi sistemi, vendar v takem primeru nižja učinkovitost delovanja vpliva na stroške, ki jih plača investitor oziroma uporabnik.

Povezave med sistemi so lahko enosmerne in dvosmerne. V primeru enosmerne povezave le ena izmed CDD pridobi dostop do vrednostnih papirjev druge CDD. Prva CDD postane investitor v drugi CDD (angl. *Investor CSD*) za račun svojih uporabnikov, druga CDD pa je v takem primeru posredno zastopnica izdajatelja (angl. *Issuer CSD*). V enosmerni povezavi le ena CDD odpre račun pri drugi in s tem omogoči svojim članom investiranje v tuje vrednostne papirje preko takšne povezave, v dvosmerni povezavi pa obe CDD prevzameta obe vlogi. Povezave se razlikujejo tudi po možnostih, ki jih takšne povezave ponujajo v zvezi s plačilom vrednostnih papirjev, saj lahko povezava omogoči poravnavo proti plačilu (angl. *DvP Settlement*) ali pa le poravnavo z nepovezanim plačilom (angl. *Free of Payment – FoP*), ter glede na nivoje storitev, ki so preko takšne povezave na voljo. Povezava namreč lahko nudi le prenose vrednostnih papirjev, lahko pa je vzpostavljena tudi komunikacijska vez za opravljanje različnega nabora po-trgovalnih storitev vezanih na servisiranje portfeljev.

Vzpostavljene povezave ustvarjajo določeno mero interoperabilnosti in soodvisnosti med CDD. Tapking (2007, str. 12) analizira nastale povezave z vidika soodvisnosti med CDD pri določanju cen storitev in ugotavlja, da med povezanimi družbami, ki sicer povsem neodvisno določajo svoje cene, takšna soodvisnost nivoja cen, ki jih te družbe oblikujejo za svoje storitve, obstaja. Kadar CDD A zniža cene poravnalnih storitev za svoje stranke ob uporabi povezave s CDD B, bo obstajala večja verjetnost trgovanja s strankami CDD B, s tem pa tudi večji pritisk strank CDD B za znižanje cen storitev uporabe povezave s CDD A.

Za CDD, ki deluje na segmentiranem trgu v monopolističnem okolju, je lahko razlog za vzpostavitev povezave tudi v možnosti, da se s takšno povezavo znebi monopolističnega slovesa. Študija, ki predpostavlja profitno naravnost in monopolni položaj CDD, ugotavlja, da lahko vzpostavljanje povezav med CDD dejansko služi tudi kot način povečevanja dobička omenjenih družb, predvsem na trgu primarnih transakcij, torej trgu izdaj vrednostnih papirjev. CDD lahko z vzpostavitvijo povezave utvari vtis konkurenčnega

okolja na trgu poravnay, vendar je hkrati v vlogi, ki omogoča izbiranje konkurenta in določanje cen takšnemu konkurentu. Ustvarjanje navidezno konkurenčnega sekundarnega trga lahko omogoči CDD višje cene predvsem na primarnem trgu (Kauko, 2005, str. 30–34). Prav tako pa lahko povezave med CDD sprožajo različne interese v zvezi s tarifiranjem takšnih povezav, predvsem z vidika uravnavanja prometa, ki se v povezavah opravlja in zaradi zavarovanja poslov poravnave, ki bi se lahko preko povezave prenašali v druge sisteme.

2.4 Soodvisnost klirinških, poravnalnih in plačilnih sistemov in interes centralnih bank

Neposredne povezave med sistemi, posredna poslovna razmerja med finančnimi posredniki in koncentrirana vozlišča opravljanja dejavnosti so vodili do vzpostavitve zapletene mreže povezav med številnimi poravnalnimi in plačilnimi sistemi. Kot posledica je nemoteno delovanje enega sistema lahko pogoj za nemoteno delovanje drugega sistema. Prav tako je lahko nemoteno delovanje dveh ali več sistemov odvisno od tretje neodvisne institucije. Vse to povzroča, da so poravnalni tokovi, operativni procesi in upravljanje s tveganji različnih sistemov med seboj ravno tako povezani (Bank for International Settlements, 2008, str. 7).

Povezave med poravnalnimi in plačilnimi sistemi so še posebej intenzivne zaradi zagotavljanja simultane zamenjave vrednostnih papirjev in plačila zanje (DvP poravnava) ter zaradi uporabe vrednostnih papirjev kot finančnih zavarovanj ob kreditnih operacijah centralnih bank. Eno izmed priporočil za sisteme poravnay (Bank for International Settlements & International Organization of Securities Commissions, 2001, str. 14) priporoča, da CDD izključijo tveganje nasprotne stranke z vzpostavitvijo povezave med poravnalnim sistemom in sistemom, ki opravlja denarni prenos ter na ta način vzpostavijo DvP poravnavo. DvP poravnava povezuje poravnalni in plačilni sistem s povezavo, ki sporoča izvršitev poravnave v enem sistemu, da ta sproži poravnavo v drugem. DvP poravnava je priporočena tudi pri čezmejnih poravnayah. V zvezi z uporabo vrednostnih papirjev za zagotavljanje zavarovanja ob pridobivanju likvidnostnih sredstev Evrosistema se še posebej povečuje delež čezmejne uporabe zavarovanj. Banke lahko Evrosistemu zagotovijo čezmejna finančna zavarovanja z uporabo korespondenčnega modela centralnega bančništva (angl. *the Correspondent Central Banking Model – CCBM*) ali z uporabo povezav med poravnalnimi sistemi. Večina finančnega zavarovanja za kreditne operacije Evrosistema se zagotavlja preko CCBM. V povezave se vključujejo tudi CNS, ki so odvisne tako od plačilnih kot poravnalnih sistemov za izvajanje svojih storitev in uravnavanje tveganja.

Prepletenost sistemov je eden izmed razlogov, da imajo centralne banke močan interes za nemoteno delovanje poravnalnih sistemov. ECB se v nadzor poravnalnih sistemov vključuje iz naslednjih razlogov:

- Izvajanje monetarne politike in delovanje plačilnih sistemov. Za zavarovanje svojih kreditnih operacij ECB zahteva ustrezna zavarovanja, za zagotovitev katerih se lahko uporabi poravnalne sisteme, ki zadostijo predpisanim standardom za uporabo poravnalnih sistemov za izvajanje kreditnih operacij Evrosistema (European Monetary Institute, 1998, str. 9). Standardi se uporabljajo tudi za povezave med poravnalnimi sistemi in predpisujejo poravnavo v centralnobančnem denarju, ECB pa skladno s standardi odobri poravnalne sisteme in povezave, ki se lahko uporabijo za zagotavljanje zavarovanj v zvezi z izvajanjem kreditnih operacij.
- Finančna stabilnost. Schaper (2009, str. 429) meni, da so sistemi za poravnavo kritične komponente globalnih finančnih trgov. Slabost v poravnalnem sistemu je lahko vir sistemskih motenj na trgih vrednostnih papirjev in v drugih plačilnih in poravnalnih sistemih. Finančna ali operativna težava v instituciji, ki izvaja kritične funkcije poravnalnega sistema ali v velikem uporabniku takega sistema, ima lahko za posledico likvidnostne pritiske ali kreditne izgube pri ostalih uporabnikih sistema. Centralne banke so še posebej previdne v zvezi s konsolidacijami CNS, ki zaradi svoje funkcije koncentrirajo kreditno tveganje.
- Učinkovitost. Učinkovito delovanje sistemov kliringa in poravnave je del učinkovitosti finančnega trga, ki je del odgovornosti centralnih bank. Centralne banke imajo interes za učinkovito delovanje sistemov kliringa in poravnave tudi zaradi zahtevnosti izvajanja kreditnih operacij znotraj posameznega dne.

Nadzorniki trga vrednostnih papirjev in centralne banke zasledujejo skupne cilje infrastrukture za kliring in poravnavo. Čeprav vsak iz svoje perspektive, si oboji želijo varne in učinkovite sisteme za poravnavo vrednostnih papirjev. Tako so nadzorniki kapitalnega trga zainteresirani predvsem za nemoteno delovanje kapitalnih trgov in zaščito sredstev vlagateljev, centralne banke pa so primarno odgovorne za finančno stabilnost in nemoteno delovanje plačilnih sistemov (Kazarian, 2006, str. 19).

2.5 Tveganja povezana s sistemi in procesi kliringa in poravnave

Tveganja povezana s sistemi kliringa in poravnave lahko razdelimo v nekaj kategorij tveganj, ki so na splošno prisotna v finančni infrastrukturi (Bank for International Settlements & International Organization of Securities Commissions, 2001, str. 39–41):

- Kreditno tveganje je povezano z nezmožnostjo nasprotne stranke odplačati zapadlo obveznost ali del svoje zapadle obveznosti. Kreditno tveganje nasprotne stranke se izraža kot tveganje izgube celotnega zneska, ki ga nasprotna stranka dolguje, kar je lahko na primer prenos vrednostnih papirjev ob poravnavi brez prejetega plačila zanje. Med kreditno tveganje uvrščamo tudi tveganje stroška nadomestitve, ki izraža tveganje, da bo

neporavnana transakcija z nasprotno stranko zahtevala nov posel, ki bo opravljen pod slabšimi tržnimi pogoji.

- Likvidnostno tveganje je tveganje, da si mora udeleženec sistema ob neprejem plačila sposoditi likvidna sredstva ali odprodajati naložbe za zagotovitev likvidnih sredstev s katerimi nadalje poravnava svoje obveznosti. Likvidnostno tveganje vključuje tudi možnost, da kupec vrednostnih papirjev ne prejme na dan poravnave in da si mora za izpolnitev svojih nadaljnjih obveznosti vrednostne papirje izposoditi.
- Operativno tveganje je tveganje povezano s človeškimi napakami, pomanjkljivostmi v informacijskih sistemih, neprimernimi procesi ali zunanjimi motnjami, ki lahko privede do pomanjkljivega delovanja sistemov, zamud pri izvajanju ali prekinitve delovanja sistemov.
- Tveganje skrbništva predstavlja tveganje izgube sredstev hranjenih pri skrbniški banki zaradi nesolventnosti, zlorab, malomarnosti, neprimernih evidenc in drugih dejanj skrbnika.
- Pravno tveganje je tveganje nepričakovane uvedbe zakonodaje in pravil, ki lahko negativno vplivajo na sredstva imetnika, prav tako pa se takšno tveganje pojavi kadar je sprejem in uporaba regulatornih določb negotova ali nejasna.
- Sistemsko tveganje predstavlja tveganje, da se motnja ali neizpolnitev obveznosti nekega sistema ali institucije prenese na druge sisteme in institucije in pri tem na podlagi povezanih reakcij sproža manifestacije različnih vrst tveganj.

V dejavnosti kliringa in poravnave so navadno prisotni multilateralni sistemi, ki procesirajo velike količine transakcij. Razvoj finančne infrastrukture je poglobljajal centralizacijo omenjenih sistemov in jih vpenjal v medsebojne povezave ter povezave z drugimi sistemi. Ekonomske značilnosti kliringa in poravnave pa so še nadalje pospeševale integracijo in konsolidacijo sistemov kliringa in poravnave. Centralizacija aktivnosti omogoča bolj kvalitetno upravljanje s tveganji, vendar tudi povečuje sistemsko tveganje, ki postaja posebej izrazito s povezavami z drugimi sistemi ter v primerih, kadar konsolidacijski procesi vodijo do oblikovanja monopola.

Razvoj soodvisnosti med poravnalnimi in plačilnimi sistemi je pomembno in včasih nasprotujoče si vplival na varnost globalne poravnalne in plačilne infrastrukture. Povezave med sistemi so omogočile znatna znižanja stopenj nekaterih vrst tveganja, kot na primer kreditnega tveganja z vpeljavo DvP poravnave. Prav tako so takšne povezave, ki so neizogibno nastale z določeno mero standardizacije in avtomatizacije med sistemi, pomembno vplivale na znižanje operativnega tveganja. Povezave med CNS, CDD, posameznimi plačilnimi sistemi in centralnim plačilnim sistemom, ki so namenjene uporabi

centralno bančnega denarja, prav tako minimizirajo kreditno tveganje solvenčnih težav poravnalne institucije. Po drugi strani pa so povezave med sistemi omogočile, da se motnje hitreje in širše prenašajo po finančnem sistemu, kar ustvarja medsystemsko tveganje med sistemi za poravnave in centralnimi plačilnimi sistemi. Zaradi takšne medsebojne soodvisnosti sistemov, ki lahko prenašajo motnje v delovanju po različnih poteh in s težko napovedljivo intenziteto, je zahtevano tudi systemsko koordinirano spremljanje in upravljanje s tveganji (Bank for International Settlements, 2008, str. 2–3).

V dejavnosti poravnave je izrazito operativno tveganje. Institucije poravnave in kliringa so odvisne predvsem od informacijskih sistemov in komunikacijskih omrežij, zato je poudarek na zanesljivosti in varnosti omenjenih sistemov ključen pri upravljanju tveganj v storitvah kliringa in poravnave. Realizacija operativnih tveganj lahko sproži težave tudi na področju drugih vrst tveganj in povzroči negativne posledice v finančni infrastrukturi in širše. V primeru čezmejnih poravnave, ki je kompleksnejša in vključuje več posrednikov, so tveganja povečana, nastopijo pa tudi dodatne vrste tveganj, kot na primer tveganje skrbništva, pravno tveganje, tveganja pri valutnih zamenjavah ter povečano kreditno tveganje, če se poravnava ne opravlja v centralnobančnem denarju. Kot navajajo priporočila za poravnalne sisteme (Bank for International Settlements & International Organization of Securities Commissions, 2001, str. 24), je pri vzpostavljanju neposrednih povezav med poravnalnimi sistemi potrebno posebno pozornost nameniti tveganjem, ki se v takih primerih pojavljajo. Ker CDD delujejo v okoljih različnih jurisdikcij, je operativni in pravni okvir precej zahtevnejši kot v primerih delovanja v domačem okolju. Kadar je povezava med sistemoma zasnovana neprimerno, lahko poravnavanje transakcij preko povezave uporabnike sistemov sooči z novimi ali povečanimi obstoječimi tveganji glede na tveganja s katerimi so uporabniki soočeni pri uporabi skrbniških bank. Povezave lahko predstavljajo pravno tveganje, ki izhaja iz koordinacije pravil in zakonodaje različnih okolij, kot na primer različnih pravil povezanih z netiranjem, dokončnostjo poravnave in konfliktnih določb zakonodaje. Povezave lahko predstavljajo tudi povečano operativno tveganje zaradi neustreznega upravljanja povezave, ki lahko izhaja iz različnega urnika delovanja posameznih sistemov, različnih postopkov zamrznitve ali rezervacije vrednostnih papirjev namenjenih za poravnavo preko povezave in drugih razlogov.

V delovanju CNS je funkcija upravljanja s tveganji še posebej pomembna, saj je naloga te institucije ravno prevzemanje kreditnih tveganj in upravljanje z njimi. Ta lastnost CNS pomembno razlikuje od CDD, ki navadno ne prevzema kreditnih tveganj in kjer največjo izpostavljenost predstavljajo operativna tveganja. CNS lahko s koncentracijo tveganj izvaja najkvalitetnejše upravljanje s kreditnimi izpostavljenostmi, vendar pa takšna centralizacija tovrstnih tveganj predstavlja tudi systemsko grožnjo. Ker ima lahko neučinkovitost ali napaka pri upravljanju s tveganji v CNS večje negativne posledice na ostale povezane ali neodvisne sisteme, je kvalitetno upravljanje s tveganji v CNS tudi del javnega interesa. V primeru, kadar funkcija CNS ne bi bila ločena v posebni pravni osebi, temveč bi bila

organizacijski del druge institucije, recimo borze, pa je to še toliko bolj pomembno (Russo et al., 2004, str. 17).

Tudi povezovanje CNS ima lahko večje vplive na privzeta tveganja, saj se na ta način poveča kreditna in likvidnostna soodvisnost med sistemi, pri čemer je nivo tveganja odvisen tudi od dejanske stopnje integracije obeh sistemov. Dodatne izpostavljenosti povezanih sistemov lahko nastanejo tudi zaradi koncentracije članov oziroma uporabnikov ter medsebojnega urejanja prejetih finančnih zavarovanj članov, ki so lahko tudi člani druge CNS. Čezmejne povezave vključujejo dodatna tveganja podobna tistim pri povezovanju poravnalnih sistemov.

Izrazitost učinkov ekonomij obsega v dejavnosti kliringa in poravnave navadno vodi v naravni monopol, ki bistveno povečuje sistemsko tveganje.

2.6 Lastništvo in korporativno upravljanje sistemov za kliring in poravnavo

Dejavnost kliringa in poravnave opredeljujejo nekateri pomembni dejavniki, ki hkrati ustvarjajo tudi smernice za primerno korporativno upravljanje (angl. *Corporate Governance*) tovrstnih institucij in sistemov. Zakonitosti ekonomij obsega in razpona vodijo do vertikalnih in horizontalnih povezav med sistemi ter ustvarjajo različne oblike integriranih družb. Takšna združevanja lahko presegajo dejavnost kliringa in poravnave in v svoje strukture vključujejo družbe, ki upravljajo trgovalne platforme, institucije specializirane za skrbniške storitve ter druge institucije iz povezanih dejavnosti. Tovrstne povezave lahko v skupine še dodatno prinesejo različne konflikte interesov, tako v vertikalne kot v horizontalne povezave. V delovanju vertikalnih skupin lahko nastanejo različni privilegirani in nepriviligirani deli poslovanja skupine pri delitvi dobička, politika povezovanja cen različnih storitev znotraj skupine, pogojevanje različnih storitev z drugimi storitvami, ki jih družba ponuja, rigidnost investicij v informacijsko tehnologijo in drugo. V zvezi s horizontalnimi skupinami obstaja predvsem možnost preferiranja določenih segmentov uporabnikov, recimo domačih strank. Korporativno upravljanje družb v dejavnosti kliringa in poravnave mora zato upoštevati vse dobre prakse, ki so uveljavljene pri vodenju družb, dodatno pa še vzpostaviti ustrezne oblike upravljanja, ki ustrezajo posebnim lastnostim in značilnostim dejavnosti kliringa in poravnave.

Integracije sistemov poravnave in kliringa ustvarjajo nacionalne in regionalne monopole, hkrati pa se z združevanjem povečuje pomembnost tovrstnih sistemov, ki so obravnavani kot ključne infrastrukturne komponente delovanja finančnih trgov. Iz tega razloga Russo et al. (2004, str. 5) ugotavljajo, da morajo klirinški in poravnalni sistemi pri svojem korporativnem upravljanju upoštevati ne le konflikte interesov, ki so skupni in običajni korporacijam,

temveč tudi javni interes in pripadajoči interes regulatornih institucij. CPSS³ tako v svojih priporočilih (Bank for International Settlements & International Organization of Securities Commissions, 2001, str. 19–20) opredeljuje korporativno upravljanje sistemov za kliring in poravnavo na način, ki bo upošteval zahteve javnega sektorja ter interese lastnikov in uporabnikov. Ker so navedeni sistemi zaradi zakonitosti ekonomij obsega v svojih okoljih navadno monopolisti, je njihovo učinkovito in varno delovanje še toliko bolj pomembno z vidika tako zasebnega kot javnega interesa. Zaradi različnih pravnih oblik, lastništva in jurisdikcij v katerih upravljavci klirinške in poravnalne infrastrukture delujejo, ne more obstajati enotno priporočilo za oblikovanje primerne strukture korporativnega upravljanja, vendar pa je potrebno upoštevati zahtevo po jasnem oblikovanju, skladnosti, celovitosti in transparentnosti pravil korporativnega upravljanja, ki morajo biti znana lastnikom, uporabnikom in javnosti. Podobno CPSS navaja v svojih priporočilih za centralne nasprotne stranke (Bank for International Settlements & International Organization of Securities Commissions, 2004, str. 45) kjer ravno tako opredeljuje zahtevo po korporativnem upravljanju CNS na način, ki bo zadostil javnemu interesu ter podpiral interese lastnikov in uporabnikov. V strukturi upravljanja je še posebej pomembno vzpostaviti neodvisno funkcijo upravljanja s tveganji, saj se v CNS srečuje mnogo različnih interesov, ki lahko povzročijo povečana tveganja, tako interesi lastnikov, upravljavcev, uporabnikov, zastopnikov javnega interesa, kot interesi borz in trgovalnih sistemov, ki so jim centralne nasprotne stranke namenjene.

Kot navajajo Russo et al. (2004, str. 15–16), je mogoče mehanizme za upoštevanje interesa strank in članov vzpostaviti z organizacijo lastniške strukture v obliki lastništva članov in uporabnikov storitev sistema kliringa in poravnave ali z oblikovanjem struktur odločanja in nadzora na način, ki omogoča primerno zastopanost predstavnikov strank. Takšen način je soroden metodam, ki se uporabljajo za zaščito interesov manjšinskih delničarjev. Drugi možni načini uporabljajo oblikovanje svetovalnih odborov sestavljenih s strani predstavnikov uporabnikov ali uporabo javnih konzultacij z uporabniki pred pomembnimi upravljavskimi odločitvami. Upoštevanje javnega interesa je mogoče doseči z zahtevami po določeni statusni obliki organizacij, ki upravljajo sisteme kliringa in poravnave, s pregledi in odobritvami statuta in pravil takšne institucije, z odobritvami in licenciranjem članov upravnih odborov in nadzornih organov družbe, z nadzorom ali odobritvami tarifne politike, z zagotavljanjem zastopanosti javnega sektorja v nadzornih ali opazovalnih telesih institucije in z drugimi ustreznimi metodami.

Lastnosti dejavnosti narekujejo pogoje v okviru katerih so institucije, ki upravljajo sisteme kliringa in poravnave, v veliko primerih v lasti svojih strank oziroma uporabnikov. Takšen

³ Komite za plačilne in poravnalne sisteme (angl. *Committee on Payment and Settlement Systems*) Banke za mednarodne poravnave (angl. *Bank for International Settlements*).

način organiziranja družb izhaja iz zahteve po uravnoteženju monopolne moči, ki jo družbe nosilke procesov kliringa in poravnave navadno imajo in kjer je v pomanjkanju proste konkurence udeležba strank v lastništvu eden od vzvodov vpliva na storitveno in cenovno politiko družbe. Takšna struktura lastništva pa ponovno opredeljuje primerne načine in možnosti korporativnega upravljanja, saj je vodenje družb s strani uporabnikov storitev te družbe nujno pogojeno s splošnimi principi dobrega upravljanja organizacij.

Korporativno upravljanje v družbah z lastništvom uporabnikov se srečuje s precejšnjimi izzivi, saj so takšni sistemi lahko precej manj inovativni. Odločitve zahtevajo širok konsenz v okviru heterogenih skupin, zahtevani investicijski kapital pogosto predstavlja povečane neposredne stroške za uporabnike, akumulirani kapital v okviru takšnih odločevalskih struktur pa se lahko pogosteje usmerja proč od investicij (Cox et al., 2005, str. 30). Zaradi heterogenega nadzora lahko dejanska odločevalska moč pretehta na stran upravljavskih struktur znotraj organizacije, prav tako pa obstaja nevarnost preferiranja zahtev največjih uporabnikov na škodo manjših, kar povzroča nesoglasja med lastniki. V sistemih v lastništvu uporabnikov je navadno tudi zagotovljeno upoštevanje interesov članov in uporabnikov storitev ob vzpostavitvi sistema, vendar se lahko kasneje pojavijo težave ob pristopih novih večjih strank, katere bodo težko pridobile svoji uporabi primeren delež lastništva. Upravljanje družb s strani uporabnikov storitev te družbe je povezano z neprofitnim motivom delovanja organizacije, pri tem pa lahko takšen motiv tudi onemogoča rast družbe s pomočjo prevzemov in lahko pomeni odvisnost razvoja organizacije le od organske rasti.

Sistemi kliringa in poravnave v lastništvu strank in članov navadno implicirajo vtis neprofitnega delovanja takšnih sistemov, vendar je lahko povečanje dobička lastnikov oziroma strank sistema doseženo prav s povečanjem dobička takšnega sistema, še posebej če ta deluje v monopolnih okoliščinah, kljub temu, da to pomeni višje cene storitev za uporabnike – lastnike. V takšnih okoliščinah s konkurenco med lastniki ni mogoče ustvarjati dodatnih dobičkov, mogoče pa je višje cene sistema kliringa in poravnave preko uporabnikov – lastnikov prenašati na končne stranke in iz tega naslova realizirati dodatne dobičke (Kauko, 2005, str. 32). Seveda pa lahko tudi razmerja med deleži lastništva in deleži uporabe sistema, ki niso vedno uravnotežena, sprožajo podobne pritiske na višanje cen storitev.

3 PRETEKLI RAZVOJ IN ZNAČILNOSTI KLIRINGA IN PORAVNAVE V EVROPI

3.1 Kliring in poravnava v procesu uvajanja skupnega notranjega kapitalskega trga EU

Oblikovanje sistematične in skupne vizije v zvezi z neenotnim in razdeljenim kapitalskim trgom je prišlo v ospredje politike Komisije šele konec devetdesetih let. Prepoznavanje pomembnosti integracijskih procesov tudi na tem delu skupnega notranjega trga EU je

sovpadalo s pospešeno liberalizacijo na posameznih trgih ter z uvedbo evra kot skupne valute v letu 1999. Skupni cilji in načrt integracije evropskega kapitalskega in finančnega trga so bili predstavljeni v maju 1999 v obliki akcijskega načrta finančnih storitev (angl. *Financial Services Action Plan – FSAP*), programa, ki je oblikoval načrt odpravljanja ovir za uresničitev integriranega finančnega trga v EU. FSAP je močno prispeval k prepoznavnosti skupnega kapitalskega trga kot učinkovitega mehanizma za doseganje nižjih stroškov financiranja tržnih udeležencev na evropskih trgih.

Na področju trga vrednostnih papirjev je FSAP predvidel prenovu Direktive o investicijskih storitvah, povečanje regulatornih zahtev po transparentnosti pri poslovanju s finančnimi instrumenti in preprečevanju tržnih manipulacij, prenovitev pogojev delovanja kolektivnih naložbenih podjetij, povečanje zahtev na področju varovanja investitorjev, poenotenje pogojev pri prevzemni zakonodaji ter vzpostavitev enotnega prospekta in pogojev izdaje dolžniških in lastniških vrednostnih papirjev v celotnem evropskem prostoru. FSAP je predvidel tudi uvedbo mednarodnih računovodskih standardov in vrednotenja finančnih instrumentov po konceptu poštene vrednosti. Lizbonski Evropski svet v letu 2000 je predstavil močno politično podporo načrtu uvajanja enotnega kapitalskega trga v Evropi ter prepoznal osrednjo vlogo in pomembnost enotnega, učinkovitega in stabilnega kapitalskega trga pri zagotavljanju rasti in visoke stopnje zaposlenosti. S sprejetjem Lizbonske agende je bilo tudi potrjeno leto 2005 kot rok za izvedbo vseh ukrepov opredeljenih v FSAP (Asgeirsson, 2004, str. 54). Načrt iz Lizbone je sicer do leta 2010 predpostavljala vzpostavitev Evrope kot najbolj konkurenčnega in dinamičnega svetovnega gospodarstva temelječega na znanju, katero omogoča najoptimalnejšo alokacijo kapitala.

FSAP je bil sprejet kot posledica razdeljenega evropskega trga finančnih storitev. Neenoten trg je postal še toliko bolj očiten po obdobju nacionalnih deregulacij finančnih trgov v devetdesetih letih, kar se je močno odrazilo tudi na trgih vrednostnih papirjev. Tako se je začelo preoblikovanje in privatizacija borz ter z njimi povezanih institucij ponudnic po-trgovalnih storitev, najprej z borzami v Parizu, Madridu in Frankfurtu konec osemdesetih in začetek devetdesetih let, nato pa tudi z borzami v Stockholmu, Amsterdamu, Milanu, Bruslju, Lizboni in Londonu v devetdesetih letih. Borze so navadno prešle v lastništvo uporabnikov, največje borze pa so v tem obdobju postale javne družbe in bile uvrščene tudi v borzne kotacije. Ta proces je prispeval k večjemu pritisku trgov po ureditvi enotnih pravil delovanja finančnih trgov in zagotovitvi pravne varnosti za udeležence, ki opravljajo čezmejno trgovanje, hkrati pa je omogočal pospešeno konsolidacijo trgovalnih sistemov. Združevanja, ki so ustvarjala močne finančne centre, so se navadno dogajala znotraj državnih meja, ob rastočih fiksnih stroških investicij v trgovalne in po-trgovalne sisteme pa so nastajale močnejše integracije, ki so ob vse večji avtomatizaciji omogočale izkoriščanje ekonomij obsega in razpona. Kot ugotavlja Kazarian (2006, str. 11), horizontalne integracije sistemov za kliring in poravnave v nacionalnih okoljih niso bile spodbujene s ciljem krepitve nacionalnih sistemov ob morebitni tuji konkurenci, temveč z namenom nižanja stroškov

razvoja in vzdrževanja sistemov. Čezmejne horizontalne integracije so bile pred uvedbo evra redek pojav.

V obdobju po začetku evra je sledila hitra integracija denarnega trga in trga obveznic nominiranih v evrih. Vendar pa, kot ugotavlja De Carvalho (2004, str. 7), uveljavitev evra ni prav dosti prispevala k integraciji trga lastniških vrednostnih papirjev. Bistvenega nižanja deleža domačih delnic v portfeljih gospodinjestev ni bilo mogoče opaziti, prav tako pa so še naprej obstajale občutne razlike v cenah delnic s podobnim donosom in tveganjem ter različno lokacijo. V čezmejnem trgovanju so se še naprej pojavljale ovire kot so poročanje izdajateljev po različnih računovodskih standardih in izključno v domačih jezikih, različen položaj izdajateljev glede pravnega in davčnega okolja, omejeni dostopi do borz ter visoki stroški poravnave tujih vrednostnih papirjev.

Ob različnih in slabo povezanih kapitalskih trgih v Evropi je bila po sprejetju FSAP močno prisotna bojazen, da so ukrepi iz sprejete strategije preveč dolgoročno naravnani in da bi bilo mogoče kaj storiti tudi na krajši rok. Tako je bila na srečanju ECOFIN⁴ 17.7.2000 potrjena strokovna skupina »Lamfalussy Committee of Wise Man« poimenovana po predsedujočem te skupine, ki je dobila mandat za oceno stanja primernosti uvedbe dodatne regulacije na trgu evropskih vrednostnih papirjev ter preučitev možnih načinov odstranitve ovir, ki preprečujejo višjo stopnjo poenotenja in sodelovanja med kapitalskimi trgi v EU. Skupina v svojem prvem poročilu predstavljenim novembra 2000 (The Committee of Wise Man, 2000, str. 13–17) poudarja predvsem problematiko nezadostnega in premalo dinamičnega regulatornega okvira, ki bi se ukvarjal s harmonizacijo in poenotenjem praks in postopkov na evropskih kapitalskih trgih. Skupina med drugim navaja tudi jasen trend povečevanja pritiska na večjo učinkovitost infrastrukture za kliring in poravnavo vrednostnih papirjev, področje, ki najbolj zaostaja za Združenimi državami Amerike (v nadaljevanju ZDA) in ki predstavlja veliko oviro za učinkovito izvajanje čezmejnih transakcij. Prav tako ugotavlja, da bi ob neučinkovitem sistemu kliringa in poravnave v Evropi vsak napredek pri nižanju tovrstnih stroškov precej prispeval k aktivnostim čezmejnega trgovanja in integraciji kapitalskih trgov v Evropi. Povečanje učinkovitosti je mogoče tako z integracijo infrastrukture kot tudi s povezavami med sistemi, pri čemer pa je v vsakem primeru potrebno zagotoviti odprt in enakopraven dostop do sistemov kliringa in poravnave. Vzpostavljanje učinkovitosti sistemov kliringa in poravnave je naloga trga, vendar mora javni sektor spremljati in po potrebi tudi predpisati prosti dostop do sistemov in zagotavljati nadzor varnosti infrastrukture. Poročilo navaja tudi grobo oceno, da bi z bolj racionalnim in integriranim sistemom kliringa in poravnave v Evropi lahko prihranili 1 milijardo EUR letno.

⁴ Svet za ekonomske in finančne zadeve (angl. *Economic and Financial Affairs Council*).

Drugo poročilo skupine je bilo izdano v februarju 2001. Poročilo (The Committee of Wise Man, 2001, str. 3–6) opredeljuje prioritete izvajanja FSAP ter navaja priporočila za hitrejše in odzivnejše sprejemanje zakonodaje in pravil enotnega evropskega trga finančnih storitev. Splošna ocena poročila je bila, da skupni regulatorni okvir na trgu kapitala ne deluje ustrezno. Poglavje, ki govori o kliringu in poravnavi v Evropi omenja nujnost prestrukturiranja kliringa in poravnave za doseganje večje učinkovitosti, kar je sicer primarna naloga samega trga, vendar poročilo omenja nujnost javne intervencije tudi v obliki direktive o kliringu in poravnavi, če trg v kratkem ne doseže zelenih učnikov. Komisiji priporoča tudi pregled konkurenčnih določil, ki bi jih bilo mogoče uporabiti v okolju kliringa in poravnave v Evropi. Poročilo pa prav tako priporoča posebno pozornost pri kliringu in poravnavi kot sistemsko pomembni komponenti v izvajanju monetarne politike in nemotenem delovanju plačilnih sistemov ter dodaja ECB kot eno izmed nadzornih institucij odgovornih za izvedbo in spremljanje ukrepov.

Makroekonomski učinki integracije finančnega trga v Evropi so bili po naročilu Komisije ocenjeni v raziskavi London Economics (2002, str. 133–134). Simulacija učinkov je pokazala, da bi se s popolno integracijo evropskih finančnih trgov skupni realni bruto domači proizvod (v nadaljevanju BDP) na dolgi rok povečal za 1,1 %, poslovne investicije bi se povečale za 6 %, poraba privatnega sektorja za 0,8 %, stopnja zaposlenosti pa bi se povečala za 0,5 %. Od skupne predvidene rasti BDP je študija pripisala prihranke na kapitalskih trgih, ki se odražajo v rasti realnega BDP za 0,5 %, ter prihranke na trgih dolžniških vrednostnih papirjev, ki prispevajo k povečanju realnega BDP za 0,3 %, pri čemer so vključeni tudi učinki integracije po-trgovalnih storitev. Analiza izvedena s strani NERA Economic Consulting (2007, str. 36) ocenjuje, da je težko natančno oceniti dejanske učinke integracije segmenta po-trgovalnih storitev v Evropi, ter, da so vse študije iz tega področja pospremljene z določeno mero nezaupanja. Številne analize so namreč prikazale, da bi bilo z večjo mero integracije po-trgovalnih storitev v Evropi mogoče doseči znatne učinke. Dokument pripravljen s strani Komisije podaja oceno, da bi z integracijo po-trgovalne infrastrukture lahko dosegli povišanje evropskega BDP-ja za 0,2 % do 0,6 %. V analizi je sicer nekaj poenostavitev, vendar je tudi ob predpostavki optimistične ocene podan pozitiven indikator, da je mogoče z integracijo infrastrukture za kliring in poravnavo doseči pomembne učinke.

Ob sprejemu Lizbonske agende je promet evropskih borz dosegel rekordno vrednost, vendar, kot je ocenjevala Lamfalussy-eva skupina (The Committee of Wise Man, 2001, str. 10), je obstajalo še precej možnosti za nadaljnjo rast, saj je kapitalizacija evropskih borz dosegala le približno polovico tiste v ZDA. Razvoj evropskega trga vrednostnih papirjev je bil oviran zaradi neenotnega in nejasnega skupnega regulatornega okvira in neučinkovitega nadzora, prav tako pa zaradi velikega števila sistemov za kliring in poravnavo, ki drobijo likvidnost in povečujejo stroške, še posebej v primeru čezmejnih poravnave. Ovire za hitrejšo integracijo evropskega kapitalskega trga so ležale tudi v negotovosti tržnih udeležencev ob

nepoistenih pravnih in davčnih sistemih, pa tudi ob političnih in kulturnih razlikah med državami članicami.

Tržne sile so v letih 1998 do 2003 spreminjale dejavnost kliringa in poravnave, vendar niso odpravile delitve in razlik med nacionalnimi trgi. Horizontalni in vertikalni poslovni model Euroclear-a in Deutsche Börse sta vodila k dvema zelo različnima pogledoma o primerni konsolidaciji poravnalnih sistemov v Evropi, pri čemer je bil model vertikalne integracije prevladujoč. Takšna usmeritev je uspešno ustvarjala učinkovito nacionalno infrastrukturo z izkoriščanjem ekonomij obsega in avtomatizacijo postopkov med nacionalnimi borzami, klirinškimi hišami in poravnalnimi sistemi (Norman, 2007, str. 187–188). Na prelomu tisočletja se je s privatizacijami in javnimi ponudbami delnic borz spremenila tudi usmeritev delovanja takšnih borz iz neprofitnega v povsem profitni motiv. Predhodno obdobje, ko so bile borze pretežno v lasti članov, je nudilo precej manj apetitov po pobiranju monopolnih rent kot obdobje kotirajočih borz, ki so še vedno pretežno delovale kot monopolisti. V takšnih razmerah in v obdobju vse večje mednarodne konkurence nacionalnih borz je strukturiranje nacionalnih vertikalnih silosov lahko dodaten vir zaslužka. Po navedbah Schmiedel in Schönenberger (2005, str. 11–15) je bilo samo v območju evra v letu 1999 skupaj 30 borz, 23 poravnalnih sistemov in 14 CNS. V EU je bilo sicer 40 institucij pristojnih za reguliranje in nadzor trga vrednostnih papirjev, pri tem pa so institucije v različnih jurisdikcijah imele med seboj precej različne pristojnosti in odgovornosti.

3.2 Zaznavanje in opredeljevanje težav neučinkovitega trga kliringa in poravnave v Evropi

Pretekli razvoj infrastrukture za kliring in poravnavo v EU je potekal znotraj posameznih držav, pri čemer se je razvila bolj ali manj učinkovita infrastruktura na domači ravni, ki pa ni sposobna zagotavljati učinkovitega kliringa in poravnave transakcij med sistemi oziroma med državami, kar povzroča uporabnikom visoke stroške in tveganja pri izvajanju čezmejnih transakcij (Černuta, 2006b, str. 14). Kot ugotavlja tudi Mai (2005, str. 6), se je evropski trg vrednostnih papirjev brez velike javne pozornosti dolgo razvijal le v okviru nacionalnih trgov. Splošni razvoj finančnih trgov in razvoj regulatornih dejavnikov kot so investicijska pravila za evropske življenjske zavarovalnice, možnosti oddaljenega članstva na borzah vrednostnih papirjev, uvedba evra in drugo, pa so povzročili rast povpraševanja po čezmejnih transakcijah vrednostnih papirjev, s tem pa tudi vprašanja o učinkovitosti in varnosti po-trgovalnih storitev pri opravljanju čezmejnih transakcij. Kljub obstoju skupne valute je bila infrastruktura trga vrednostnih papirjev v Evropi še vedno zelo razdeljena z velikim številom nacionalnih borz, CNS, klirinških institucij in CDD. Nobeno drugo valutno območje se ni še nikoli soočalo s tako deljeno infrastrukturo za poslovanje z vrednostnimi papirji, kar je rezultat doprinosu nacionalnih struktur v skupno evro območje (Schmiedel & Schönenberger, 2005, str. 22).

V času, ko je notranji evropski trg finančnih storitev prehajal v ospredje javne pozornosti in ko je že Lamfalussy-eva skupina poudarila razsežnost težav deljenega in nepoenotenega trga EU, je Komisija v letu 2000 podelila nov mandat skupini, ki naj bi konkretnije opredelila predvsem težave razdeljene klirinško poravnalne infrastrukture v EU in predlagala rešitve v smeri večje konkurenčnosti in konsolidacije sistemov. Skupina, ki jo je vodil Alberto Giovannini, je dajala ključno vlogo integraciji klirinške in poravnalne infrastrukture pri oblikovanju učinkovitega skupnega notranjega trga finančnih storitev v EU. Prvo poročilo skupine (The Giovannini Group, 2001, str. 25–30) opredeljuje predvsem ovire, ki preprečujejo vzpostavitev učinkovitejše infrastrukture za čezmejne transakcije vrednostnih papirjev. Po ugotovitvah skupine je infrastruktura za kliring in poravnavo v Evropi razdeljena in slabo povezana, kar povzroča precejšnjo neučinkovitost čezmejnega kliringa in poravnave, kjer se zahteva dostop do sistemov različnih držav ali pa medsebojna povezanost sistemov. Investitorji v praksi redko neposredno dostopajo do tujih sistemov in za dostop do različnih sistemov, ki delujejo v skladu z različnimi standardi in v različnih pravnih in davčnih okoljih, navadno uporabljajo posrednike, to pa prinaša dodatne stroške in tveganja, ki rastejo sorazmerno s številom zahtevanih dostopov do posameznih sistemov. Giovannini-jeva skupina je identificirala 15 ovir, ki preprečujejo učinkovit čezmejni kliring in poravnavo, to pa preprečuje dejansko integracijo kapitalskega trga v EU. Ovire so bile razdeljene v tri skupine, med temi prvo, ki združuje evidentirane ovire zaradi nacionalnih razlik v tehničnih zahtevah in tržnih praksah (skupaj prvih 10 ovir), drugo, ki združuje ovire zaradi razlik v davčnih postopkih (11. in 12. ovira) in tretjo skupino, ki povzema ovire povezane s pravno negotovostjo (ovire 13 do 15). Skupina je identificirala naslednje ovire (The Giovannini Group, 2001, str. 44–59):

- ovira 1: razlike v informacijski tehnologiji, tehničnih zahtevah za dostope, komunikacijskih standardih in sporočilnih protokolih, kar povzroča stroške večkratnega prilagajanja;
- ovira 2: omejitve, ki zahtevajo uporabo izbranih klirinških in poravnalnih sistemov glede na mesto trgovanja in onemogočajo centralizacijo po-trgovalnih aktivnosti z vidika investitorja;
- ovira 3: razlike v pravilih povezanih s korporativnimi dejanji izdajateljev, identifikacijo dejanskega lastništva vrednostnih papirjev in skrbniškimi storitvami;
- ovira 4: pomanjkanje gotovosti izvedbe čezmejne poravnave znotraj dneva;
- ovira 5: praktične ovire za oddaljen dostop do nacionalnih klirinških in poravnalnih sistemov;
- ovira 6: razlike v ciklu poravnave (število dni od trgovanja do poravnave);

- ovira 7: razlike v urnikih delovanja sistemov in razlike v skrajnih rokih za izvedbo poravnave;
- ovira 8: razlike v postopkih izdaje vrednostnih papirjev;
- ovira 9: omejitve lokacije vrednostnih papirjev, ki lahko omejujejo izdajatelje glede mesta izdaje ali povzročajo, da je hramba in poravnava vrednostnih papirjev na drugi lokaciji, kot je mesto izdaje, težavnejša;
- ovira 10: zahteve povezane z uporabo lokalnih poravnalnih sistemov za vzdrževalce likvidnosti trga;
- ovira 11: diskriminacija tujih posrednikov pri izvajanju pravil zadržanih davkov;
- ovira 12: obračunavanje transakcijskih davkov je lahko vgrajeno v lokalne sisteme za kliring in poravnavo;
- ovira 13: razlike v pravni obravnavi vrednostnih papirjev med državami;
- ovira 14: različna pravna obravnava bilateralnega netiranja;
- ovira 15: neenaka obravnava pravil, ki opredeljujejo uporabo določene jurisdikcije.

Nalogo odprave ovir skupina pripisuje privatnemu sektorju za ovire 1 in 8 ter pretežno privatnemu sektorju za ovire 3, 4, 6 in 7. Za odpravo ostalih ovir je po mnenju Giovannini-jeve skupine odgovoren javni sektor. Poročilo (The Giovannini Group, 2001, str. 41–43) tudi ugotavlja, da je učinkovitost domačih poravnav primerljiva s storitvijo v ZDA, čezmejna poravnava v EU pa je bistveno manj učinkovita kot domača. Giovannini-jeva skupina primerja prihodek na transakcijo po opravljenem netiranju, ki je v evropskih CDD v povprečju 2,98 EUR, v ZDA pa 2,77 EUR. Primerjava prihodka na transakcijo pred netiranjem prikaže v Evropi trikratnik zneska v ZDA, kar kaže na velik potencial za izboljšanje stroškovne učinkovitosti v Evropi s pomočjo večjega obsega netiranja. Prihodek na transakcijo MCDD v Evropi, ki izvajajo velik delež čezmejnih poravnav kaže na 11 krat večji znesek po opravljenem netiranju v primerjavi z nacionalnimi CDD-ji, kar je po mnenju skupine v večjem delu mogoče pripisati razdrobljenosti evropskega trga.

V obdobju 5-ih let po predstavitvi prvega poročila Giovannini-jeve skupine je v Evropi nastalo precej študij, ki so ugotovljale dejanske stroške čezmejnih transakcij v primerjavi z domačimi poravnami ter jih primerjale s stroški poravnav v ZDA. Analize omenjajo težavnost pridobitve natančne ocene predvsem zaradi pomanjkanja podatkov in različno strukturiranih cenikov posameznih tržnih udeležencev, temu primerni pa so tudi rezultati, ki so bili med seboj precej različni. Tako Schmiedel, Malkamaki in Tarkka (2002, str. 14) s primerjavo stroškov na transakcijo ugotavljajo, da je povprečni strošek poravnave v Evropi

3,86 USD, v ZDA pa 2,90 USD, kar pomeni, da je poravnava v Evropi v povprečju 1,33 krat dražja kot v ZDA. Povprečni strošek čezmejne transakcije v Evropi pa je bistveno večji kot strošek domače transakcije in znaša 40,54 USD. Raziskava Clearstream-a (Clearstream International, 2002, str. 5) navaja, da je skupni strošek čezmejne transakcije za institucionalne investitorje večji za 30 % kot v primeru domače transakcije, za male investitorje pa je ta strošek višji za 150 %. NERA Economic Consulting (2004, str. 87) v analizi zaključuje, da je strošek interne poravnave v MCDD lahko približno 0,57 EUR, medtem ko je strošek čezmejnega posla poravnane preko MCDD enak 35 EUR ali več. Lannoo in Levin (2001, str. 29–30) ugotavljata, da je domača poravnava v Evropi na nivoju učinkovitosti tiste v ZDA, medtem, ko je čezmejna poravnava stroškovno precej manj učinkovita. Komisija pa je kasneje, v letu 2006, v objavi dokumenta, ki ocenjuje vpliv možnih regulatornih ukrepov v dejavnosti (European Commission, 2006, str. 41–42), navedla oceno, da je strošek čezmejne transakcije za investitorja 2 do 6 krat višji kot strošek domače transakcije. Dodatni strošek čezmejne transakcije je ocenjen v višini med 15 in 20 EUR. Skupni dodatni stroški tako znašajo med 2 in 5 milijarde EUR, kar predstavlja med 7 in 18 % v celotnih letnih skupnih stroških trgovanja in po-trgovalnih storitev v Evropi. Konsolidacija trga pa bi lahko prihranila dodatnih 700 milijonov EUR.

Ocene dodatnih stroškov zaradi deljenega trga klirinških in poravnalnih storitev v Evropi se nekoliko razlikujejo, tako rekoč vse raziskave pa kažejo na precej povečane stroške čezmejnih transakcij glede na stroške domače poravnave. Pri stroških je potrebno upoštevati tudi interne prilagoditve in tveganja tržnih udeležencev, ki se morajo biti sposobni soočiti s pravno negotovostjo ter različnimi davčnimi in tehničnimi ureditvami na posameznih trgih, pri čemer je potrebno vzdrževati odnose in komunikacijo s številnimi posredniki. Vse to predstavlja posredne stroške. Prisotni pa so tudi oportunitetni stroški, ki se kažejo kot neoptimalna razporeditev sredstev in nižji delež trgovanja. Za zagotovitev integracije trga klirinških in poravnalnih storitev in s tem za povečanje učinkovitosti in varnosti tržnih udeležencev pri opravljanju čezmejnih transakcij je potrebno odpraviti ovire, ki takšno integracijo onemogočajo. Giovannini-jeva skupina v svojem drugem poročilu (The Giovannini Group, 2003, str. 4) navaja, da je odprava 15-ih identificiranih ovir nujen predpogoj za delovanje popolnoma integriranega in učinkovitega trga kliringa in poravnave v EU in opredeljuje strategijo in roke za njihovo odpravo.

3.3 Primerjalni vidiki evropskega trga kliringa in poravnave z ZDA

3.3.1 Razvoj klirinške in poravnalne infrastrukture v ZDA

Trg kliringa in poravnave vrednostnih papirjev v ZDA se pogosto omenja kot referenčni model, ki lahko služi kot kritično ogledalo evropskemu trgu in iz razvoja katerega lahko uporabimo posamezne vzorce pri načrtovanju razvoja evropske infrastrukture. Vendar je pri tem potrebno takoj omeniti, da nekritična neposredna primerjava ni mogoče, ter, da je

potrebno predhodno poznati tudi zgodovinski razvoj infrastrukture za kliring in poravnavo v ZDA.

Razvoj institucij kliringa in poravnave kot ga poznamo v sodobnem svetu se je v ZDA začel v letu 1961 z namero borze v New York-u (angl. *New York Stock Exchange – NYSE*) po ustanovitvi centralne družbe za hrambo vrednostnih papirjev, pri kateri bi opravili deponiranje vrednostnih papirjev, sami prenosi iz naslova izvršenih poslov pa bi se opravljali le v obliki zapisa prenosa lastništva, ne pa tudi fizičnega prenosa vrednostnice. Takšen začetek optimizacije na področju po-trgovalnih dejavnosti je pripeljal do posameznih vertikalnih struktur, kjer so posamezne borze pod svojim okriljem ustanovljale sisteme kliringa in poravnave vrednostnih papirjev, trgovanih na posamezni borzi. Med temi družbami sta bili najpomembnejši NSCC (angl. *National Securities Clearing Corporation*) in DTC (angl. *The Depository Trust Company*), ki sta bili ustanovljeni s strani NYSE, ameriške borze (angl. *American Stock Exchange*) in združenja trgovcev z vrednostnimi papirji (angl. *National Association of Securities Dealers*). Tako je v različnih zveznih državah leta 1975 v ZDA obstajalo 7 vertikalnih struktur pod okriljem posameznih borz, hkrati pa je že takrat med tržnimi udeleženci obstajala težnja po krepitvi horizontalne integracije klirinških in poravnalnih sistemov (Cox et al., 2005, str. 48).

V kasnejših letih je postopoma prišlo do združevanj in povezovanj klirinških in poravnalnih struktur, deloma tudi zaradi ukrepov javnega sektorja, ki je posredno spodbujal horizontalno povezovanje tržnih udeležencev s promoviranjem enotnega nacionalnega trga. Enoten regulatorni okvir, ki je bil implementiran leta 1975, je zahteval registracijo ponudnikov klirinških in poravnalnih storitev z vrednostnimi papirji, ki so tako takrat prvič postale regulirane dejavnosti. SEC, Komisija za trg vrednostnih papirjev (angl. *Securities and Exchange Commission*) je poudarjala predvsem učinkovitost in zanesljivost tržne infrastrukture ter nekoliko manj vidik spodbujanja konkurence na tem delu, pri čemer pa je sistem bil urejen predvsem v smeri možnosti neoviranega in prostega vstopa novih udeležencev na trg kliringa in poravnave vrednostnih papirjev. V drugi polovici sedemdesetih let so tako že začele nastajati povezave med posameznimi depotnimi družbami, ki so sicer še vedno pripadale različnim borzam, kar je investitorjem omogočilo predvsem hrambo kupljenih vrednostnih papirjev v eni depotni družbi ne glede na mesto sklenitve posla. Povezovanje je postopoma pripeljalo do združevanja, regionalne depotne družbe so iz vertikalne integracije do leta 1997 prešle pod okrilje DTC, enako pa se je že pred tem zgodilo z dejavnostjo kliringa in centralne nasprotne stranke, ki se je združila pod okriljem NSCC.

The Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC), holdinška družba, kot jo poznamo danes, je nastala leta 1999 z združitvijo NSCC in DTC. Ta korak je pomenil dejanje vertikalne integracije, tokrat med klirinškim in poravnalnim sistemom. Na trgu tako formalno obstaja ena družba za kliring in poravnavo vrednostnih papirjev s skupnimi

funkcijami upravljanja, vendar organizirana kot holdinška družba, ki zaradi posebnosti posameznih dejavnosti ohranja ločitev klirinške in poravnalne dejavnosti med različnimi podrejenimi družbami. Holdinška organiziranost družbi omogoča večjo prilagodljivost širjenja dejavnosti tudi na manj regulirana ali ne-regulirana področja in boljše možnosti za prevzeme in pripojitve. DTCC kot daleč največja in najpomembnejša družba za kliring in poravnavo vrednostnih papirjev v ZDA je kasneje pripojila še dve klirinški družbi za dolžniške vrednostne papirje, GSCC (angl. *Government Securities Clearing Corporation*) in MBSCC (angl. *Mortgage Backed Securities Clearing Corporation*), s čemer se integracijski postopki nadaljujejo.

DTCC je družba v lastništvu članov in deluje na osnovi stroškovnega vidika. Lastniki, ki so hkrati tudi člani in stranke družbe, dobijo povrnjene presežke oziroma dobiček iz poslovanja. Lastniški strukturi primerno je tudi upravljanje družbe, ki je vodena s strani upravnega odbora v katerem je dve tretjini članov neposrednih predstavnikov članov družbe, ostali člani pa predstavljajo stanovske organizacije ali pa so neodvisni strokovnjaki iz tega področja (The Depository Trust & Clearing Corporation, 2011).

3.3.2 Primerjalni vidiki in okoliščine razvoja klirinške in poravnalne infrastrukture v ZDA in Evropi

Ugotovimo lahko, da je sedanje stanje trga kliringa in poravnave vrednostnih papirjev v ZDA rezultat razvoja trga, ki se je začel v začetku šestdesetih let. Razvoj so narekovale tržne zakonitosti in silnice s spodbudo javnega sektorja, ki je v drugi polovici sedemdesetih let začel z dejavnostmi v smeri vzpostavitve enotnega nacionalnega trga. V takratnem času so namreč med zveznimi državami obstajale določene razlike v zakonodajnih in davčnih okvirih poslovanja z vrednostnimi papirji, kljub temu pa je trg imel enega nadzornika z mandatom za zagotovitev učinkovitosti in cenovne transparentnosti enotnega trga vrednostnih papirjev in povezanih dejavnosti, javni sektor pa je sprejel enotno regulativo za delovanje klirinških in poravnalnih sistemov na zvezni ravni.

Ugodna okoliščina konsolidacije klirinških in poravnalnih sistemov v ZDA je bila tudi dominantnost finančnega centra v New York-u, ki je delovala kot gravitacijska sila v začetnem heterogenem okolju. Omenjeni finančni center z velikimi obsegi poslovanja je tudi na področju kliringa in poravnave učinkovito izkoriščal ekonomije obsega za tekoča vlaganja v tehnološke rešitve in standarde, ki so jih kasneje prevzemali tudi ostali regionalni centri. NYSE je v svojo kotacijo učinkovito privabljal izdajatelje iz različnih zveznih držav, s tem pa spodbujal tudi harmonizacijo področne zakonodaje posamezne zvezne države, ki se je zaradi pritiska izdajateljev in lokalnih depotnih družb prilagajala regulatornemu okviru v katerem so delovali NYSE, NSCC in DTC (Cox et al., 2005, str. 50). Ugotovimo lahko, da v Evropi obstajajo trije finančni centri in sicer Euronext (v letu 2007 združen z NYSE), Deutsche Börse in Londonska borza vrednostnih papirjev (LSE), ki je od leta 2007 združena

z Borsa Italiana. Z napovedanimi združitvenimi postopki Deutsche Börse in NYSE Euronext bi lahko prišlo do določene nadaljnje konsolidacije finančne moči v Evropi.

Kot že omenjeno, regionalne nasprotne stranke in depotne družbe v ZDA so nastajale pod okriljem in v lastništvu borz vrednostnih papirjev, ki so bile navadno v lastništvu uporabnikov. Upravljanje teh družb je potekalo ločeno od ostalih komercialnih dejavnosti, ki so jih opravljale banke. Takšen model lastništva in upravljanja je v ZDA pomenil precej homogen poslovni model družb, ki so se ukvarjale s storitvami kliringa in poravnave vrednostnih papirjev in je omogočil precej bolj nemoten prehod v postopke konsolidacije in integracije omenjenih družb. V Evropi obstaja precejšnja raznolikost poslovnih modelov institucij iz področja kliringa in poravnave, ki izhajajo iz različnih okolij upravljanja, tipov lastništva in vrst po-trgovalnih dejavnosti, ki jih te družbe opravljajo (Cox et al., 2005, str. 51). Navedeno pomeni nejasno mejo med osnovno infrastrukturo za kliring in poravnavo vrednostnih papirjev in ostalimi povezanimi dejavnostmi ter težje ločevanje različnih komercialnih od morebitnih ne-profitnih dejavnosti. Postopek konsolidacije infrastrukture je z vidika profitnega motiva manj jasen, profitni motiv pa lahko v taki situaciji vodi tudi do ohranjanja vertikalnih struktur.

V začetnih postopkih konsolidacije klirinških in poravnalnih struktur je bilo med tržnimi udeleženci v ZDA precej nenaklonjenosti takšnim spremembam. Nepripravljenost za integracijo klirinških in poravnalnih sistemov je bila še posebej izrazita med upravljavci storitev kliringa in vertikalno povezanimi borzami. Ti sistemi, ki so bili navadno v lastništvu članov, so kljub očitno višjim stroškom kliringa primerjalno s potencialno integriranimi sistemi, omogočali zadrževanje prihodkov v okviru vertikalnih struktur. Združevanje klirinških in poravnalnih sistemov pod okrilje NYSE je tako kljub ugodnejšim storitvam pomenilo prenos prihodkov izven regionalnih vertikalnih struktur. Dogovori ob združitvah so tako zahtevali konkretna materialna nadomestila za izpade bodočih dohodkov, brezplačne vzpostavitev povezav in druge ugodnosti. Močna ovira integracijskim postopkom je bila tudi težnja po vzdrževanju konkurence, ki se je odrazila v različnih oblikah, vendar je pred poudarkom proste konkurence prevladala usmeritev izgradnje enotne, učinkovite in varne infrastrukture, ki je bila na temelju javne politike v celoti podprta (Cox et al., 2005, str. 52). Ugotavljamo, da so ovire za konsolidacijo in integracijo klirinških in poravnalnih sistemov zelo podobne narave tudi v evropskem okolju, le te pa še dodatno podkrepljene z identitetami nacionalnih okolij.

Sistem poravnave v ZDA ne kaže bistvenih dodatnih možnosti za izkoriščanje ekonomij obsega, saj bi enkratno povečanje aktivnosti povečalo stroške za 94 %. Iz omenjenega je mogoče sklepati, da centralizirani model v ZDA deluje na skoraj optimalnih obsegih aktivnosti (Schmiedel et al., 2002, str. 31).

Prednost evropskega okolja za kliring in poravnavo pred okoljem v ZDA se kaže v dokaj sočasnem razvoju klirinških struktur za vrednostne papirje in klirinških struktur za izvedene finančne instrumente. Takšen razvoj nudi dodatne možnosti izkoriščanja ekonomij obsega s sočasnim oblikovanjem razvoja kliringa obeh vrst finančnih instrumentov. Razvoj evropskega klirinškega trga vrednostnih papirjev in derivativov je vzporeden predvsem v luči aktivnosti, ki pospešeno potekajo v zvezi s kliringom derivativov in lahko na ta način nudi dobra integracijska izhodišča.

Lannoo (2007, str. 1–2) meni, da ameriški model nima zadostne okretnosti in inovativnosti v primerjavi z evropskim modelom, dodatno pa tudi, da je strošek transakcije (po opravljenem netiranju) v ZDA povsem primerljiv s stroškom domače transakcije v evropskih državah, pri tem pa evropske depotne družbe realizirajo precej večje marže kot DTCC.

3.4 Ukrepi na trgu kliringa in poravnave v EU

3.4.1 Standardi in priporočila za delovanje klirinških in poravnalnih sistemov

Vzpostavljanje standardov in priporočil predstavlja prve osredotočene poskuse za poenotenje delovanja klirinških in poravnalnih sistemov, tako v Evropi kot tudi širše. ECB je tako že leta 1998 predpisala standarde za delovanje poravnalnih sistemov, ki morajo biti uporabljeni pri zagotavljanju finančnih zavarovanj v izvajanju kreditnih operacij ESCB⁵ (European Monetary Institute, 1998) in v katerih ugotavlja, da v danem trenutku ne obstajajo enotni standardi za delovanje poravnalnih sistemov v Evropi. Standardi so bili tako sprejeti predvsem v luči varovanja ESCB pred tveganji, ki se pojavljajo v poravnalnih sistemih in v povezavah med poravnalnimi sistemi pri izvajanju kreditnih operacij.

Priporočila, ki se nanašajo neposredno na delovanje poravnalnih sistemov, sta v sodelovanju leta 2001 pripravila CPSS in mednarodna organizacija komisij za trge vrednostnih papirjev (angl. *International Organisation of Securities Commissions – IOSCO*). Priporočila (Bank for International Settlements & International Organization of Securities Commissions, 2001), ki deloma gradijo tudi na standardih sprejetih že leta 1989 s strani skupine tridesetih (angl. *Group of Thirty*), vsebujejo napotke za organizacijo in delovanje domačih in čezmejnih sistemov poravnave ter predpisujejo minimalne standarde, ki jim morajo sistemi poravnave slediti. Pri tem 19 priporočil navaja zahteve iz področja pravnega okvirja za delovanje poravnalnih sistemov, področja upravljanja s tveganji, zahteve glede prostega dostopa in transparentnosti, zagotavljanja učinkovitosti delovanja, primerne korporativnega upravljanja ter spremljanja in nadzora poravnalnih sistemov. Zaradi raznolikosti mednarodne institucionalne ureditve kliringa in poravnave so priporočila največkrat oblikovana na osnovi funkcijskega pristopa in nekoliko manj v obliki zahtev do

⁵ Evropski sistem centralnih bank.

posameznih tipov institucij. Nekatera priporočila so kljub temu naslovljena le na CDD, nekatera so uporabljiva za borze in druge operaterje trgovnih sistemov, nekatera za CNS ter spet druga za skrbnike. Vsebina priporočil je zato nekoliko širša, pri čemer CPSS – IOSCO navaja, da bo potrebno sodelovanje regulatorjev trga vrednostnih papirjev, centralnih bank in nadzornikov za primerno obravnavo in implementacijo priporočil na posameznem trgu.

CPSS in IOSCO sta nadaljevala delo v smeri poenotenja delovanja sistemov kliringa in poravnave z vzpostavitvijo v letu 2004 objavljenih priporočil za CNS (Bank for International Settlements & International Organization of Securities Commissions, 2004). 15 priporočil se v največji meri ukvarja z vzpostavitvijo enotnih standardov pri upravljanju s tveganji v CNS in v povezavah med posameznimi CNS, vendar pa so posamezni deli namenjeni tudi zagotavljanju prostega in poštenega dostopa do sistema CNS, učinkovitosti delovanja, primerne korporativnega upravljanja in nadzora ter transparentnosti delovanja sistemov CNS.

V poskusih zagotavljanja ustreznih praks delovanja klirinške in poravnalne infrastrukture sta že v letu 2001 napovedala sodelovanje tudi ECB in združenja evropskih nadzornikov trga vrednostnih papirjev CESR (angl. *Committee of European Securities Regulators*), ki sta želela z oblikovanjem enotnih standardov ali priporočil doseči zagotovitev enakovrednih pogojev delovanja različnih tržnih institucij v izvajanju procesov kliringa in poravnave v EU. Dodatni namen ECB in CESR je bil tudi premoščanje razlik, ki so v evropskem prostoru nastale zaradi različnih zakonodajnih in pravnih ureditev v državah članicah. Po javnem posvetovanju je v juliju 2003 delovna skupina objavila prvi osnutek principov delovanja klirinških in poravnalnih sistemov, kateri je povzročil precejšen negativen odziv tako s strani evropskega parlamenta kot tudi s strani finančnih posrednikov, predvsem skrbniških bank. Osnutek je predvideval pripravo standardov, ki bi v državah EU precej poglobili in prevladali nad priporočili CPSS – IOSCO iz leta 2001. Dodatno je osnutek predvideval funkcijski pristop, kateri je bil sicer precej nakazan že v CPSS – IOSCO priporočilih, v predvidenih standardih pa bi to bil povsem prevladujoči pristop, ki ne bi dopuščal opredeljevanja posameznih zahtev glede na pravni status posamezne institucije. Takšen koncept je sprožil precejšnje pomisleke v zvezi s poseganjem v uveljavljene zakonodajne pravice, prekrivanje zahtev in dvojno regulacijo nekaterih sistemov in institucij, predvsem v luči Baselskih kapitalskih zahtev in nadzora nad bankami v EU. V letu 2004 je bil tako po dodatnih posvetovanjih objavljen nov osnutek, ki je upošteval nastajajoče druge Baselske standarde, ohranjal pa je precejšnje posege v definicije sistemsko pomembnih poravnalnih in klirinških sistemov (Norman, 2007, str. 204–205). Kljub temu, da je bil v letu 2004 osnutek s strani ECB in CESR potrjen, končna priporočila predvsem zaradi nastajajočih iniciativ po sprejemu direktive iz področja klirinških in poravnalnih storitev, pravnih pomislekov Nemčije, pa tudi sicer zaradi različnih konfliktov interesov, niso bila sprejeta vse do leta 2009. Sprejeta priporočila (ESCB & CESR, 2009) uvajajo 19 zahtev do CDD, MCDD in

drugih institucij ter 15 zahtev do CNS, ne zadevajo pa se delovanja skrbniških bank, katerim določene zahteve tudi na tem delu opredeljuje Basel II. Priporočila temeljijo na CPSS – IOSCO priporočilih, namenjena pa so predvsem nadzornim institucijam, ki jih lahko uporabijo v opredeljevanju postopkov nadzora CDD in CNS, pri čemer za nadzorovane institucije v takem primeru priporočila postanejo zavezujoča.

3.4.2 Ukrepi javnega sektorja v EU

Ukrepi javnega sektorja na področju kliringa in poravnave sovpadajo s siceršnjimi ukrepi EU na področju integracije finančnih trgov. Na osnovi prvega poročila Lamfalussy-eve skupine, objavljenega novembra 2000 ter zaključnega poročila iz februarja 2001, je Komisija v aprilu 2001 objavila javno poizvedbo o čezmejnem kliringu in poravnavi v EU. Namen javne obravnave je bil pridobiti boljše razumevanje obstoječih ovir pri izvajanju čezmejne poravnave in identifikacija morebitne potrebe za ukrepe javnega sektorja. Informacije pridobljene s strani zainteresirane javnosti pa so bile namenjene nadaljnji obravnavi v okviru Giovannini-jeve skupine, ki se je v tem obdobju že intenzivno ukvarjala s težavami čezmejne poravnave, ter preučitvi odziva v luči takratnega pregleda direktive o investicijskih storitvah.

Junija 2002 je Komisija objavila prvo pravo javno posvetovanje v zvezi s kliringom in poravnavo v EU (European Commission, 2002), v katerem preučuje možne ukrepe za odpravo ovir, ki povečujejo stroške, kompleksnost in tveganja pri čezmejnem kliringu in poravnavi v Evropi ter odpravo konkurenčnih ovir, ki bi lahko onemogočale delovanje trga v smeri zagotavljanja učinkovite infrastrukture. Objava sporočila Komisije temelji na osnovi ugotovitev zaključnega poročila Lamfalussy-eve skupine in prvega poročila Giovannini-jeve skupine, ki je natančno identificirala ovire, katere je potrebno odpraviti. Komisija v svojem sporočilu navaja, da področje kliringa in poravnave ni sistematično in celovito urejeno, pri čemer so lahko institucije, ki v EU opravljajo enako storitev, deležne različne regulatorne obravnave. Ureditev tega področja je lahko predmet uvedbe skupnih evropskih standardov in priporočil, vendar bi določena neskladja lahko z vidika ustvarjanja integriranega notranjega trga zahtevala tudi implementacije v zakonodaji. Sporočilo sicer navaja, da je osnovni namen javnega posveta preučitev možnosti za ustvarjanje pogojev, ki bi dovolili delovanje prostega trga v smeri zagotavljanja učinkovitih rešitev. V decembru 2002 je bil objavljen tudi povzetek odzivov javnega posveta, v katerih je najti splošno odobravanje ocene, da je vzpostavitev učinkovitega procesa kliringa in poravnave v EU nujen predpogoj za dejansko delovanje notranjega trga finančnih storitev. Strokovna javnost je tudi potrdila primernost in natančnost identificiranih ovir v poročilu Giovannini-jeve skupine kot dejansko stanje težav čezmejne poravnave. Precej splošno mnenje je tudi bilo, da mora trg sam določiti primeren model konsolidacije storitev, vendar ob nadzoru javnega sektorja, ki mora zagotoviti pogoje proste konkurence in finančno stabilnost. Le manjši del strokovne javnosti pa je bil v odzivih naklonjen ustanovitvi vseevropskega sistema, ki bi nadomestil obstoječe sisteme ali pa bi služil kot platforma, ki povezuje obstoječe sisteme. Med mnenji, ki so bili naklonjeni takšni

ideji, ni bilo enotnega stališča o tem, ali naj bi bil tak sistem razvit na trgu ali vpeljan s strani nadzornih institucij.

Drugo javno posvetovanje Komisije z zainteresirano javnostjo, ki se je v veliki meri naslanjalo tudi na drugo poročilo Giovannini-jeve skupine, je potekalo v aprilu 2004. Dokument (European Commission, 2004) je vključeval predlog različnih aktivnosti, katere naj bi pripomogle k doseganju integriranega, varnega in učinkovitega trga kliringa in poravnave z zagotovitvijo enakovrednih pogojev za različne ponudnike istovrstnih storitev v EU. Predvidene aktivnosti so vključevale tudi pripravo evropske direktive o kliringu in poravnavi. Direktiva bi določala enoten okvir za enakovredne funkcije, ki jih opravljajo institucije v EU, pospeševala integracijo nacionalnih trgov, spodbujala primerno korporativno upravljanje sistemov, poenotila regulatorni in nadzorni okvir, zahtevala razkritja poslovanja in računovodsko ločitev posameznih funkcij posamezne institucije in onemogočala diskriminatorne in omejevalne politike dostopov do sistemov kliringa in poravnave. Predvideni ukrepi so bili usmerjeni tudi v natančnejše preglede izkoriščanja monopolnih položajev in omejevanja proste konkurence. Komisija v gradivu poudarja, da ne želi posegati neposredno v trg, ki naj sam omogoči primerno obliko in stopnjo konsolidacije in integracije sistemov za kliring in poravnavo, pri čemer je to lahko tako horizontalna kot vertikalna integracija. V sporočilu je predlagana tudi ustanovitev dveh svetovalnih in opazovalnih skupin strokovnjakov iz tega področja, poleg že delujoče CESAME skupine (angl. *the European Commission's Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Expert Group*), še skupino za pravno gotovost (angl. *Legal Certainty Group*) in skupino za namene obravnave davčne problematike (angl. *Fiscal Compliance Group*). Iz sporočila Komisije je mogoče razvideti, da bi morebitna direktiva posegala predvsem v smeri neovirane konkurence z zahtevo po prostem in nediskriminatornem dostopu do infrastrukture, s čemer bi nadaljevala delo, kot ga je začela že Direktiva o trgih finančnih instrumentov (angl. *Markets in Financial Instruments Directive – MiFID*). Zasnova direktive bi temeljila na funkcijskem pristopu ob upoštevanju tveganja, kar pomeni, da bi bile regulirane aktivnosti, ki jih posamezne institucije izvajajo in ne institucije kot take. Vendar pa se ob zahtevi po predpisih z vidika upravljanja sistemov kliringa in poravnave približamo institucionalnem pristopu, saj je korporativno upravljanje največkrat že pogojeno z vrsto institucije, ki opravlja kliring in poravnavo ter z morebitno javno kotacijo takšne institucije. V odzivih strokovne javnosti objavljenih marca 2005 je bilo na temo korporativnega upravljanja zaznati precej različne poglede, prav tako pa na podano možnost kapitalskih zahtev do institucij, ki opravljajo kliring in poravnavo. Zelo različna mnenja so bila podana tudi pri vprašanjih o dopustnosti prevzemanja kreditnih tveganj s strani CDD in poravnalnih sistemov, predvsem v povezavi z morebitnimi kapitalskimi zahtevami. Vsekakor navedeno kaže, da je kljub jasni volji ob precejšnji raznolikosti institucij, ki opravljajo dejavnost kliringa in poravnave v Evropi, težko nedvoumno zavzeti strogo funkcijski pristop pri urejanju tega področja.

Povzetek drugega javnega posvetovanja kaže na verjetno možnost oblikovanja evropske direktive, ki bi urejala področje kliringa in poravnave, vendar pa je v tem obdobju po intenzivni regulaciji finančnega trga po načrtih FSAP hkrati nastajala tudi močna težnja po bolj liberalnem pristopu in poudarku tržnih mehanizmov. Takšen pristop je bil še posebej poudarjen z začetkom dela novega evropskega komisarja za notranji trg Charlie-a McCreevy, ki je ureditev v obliki direktive videl kot eno izmed zadnjih možnosti in vsekakor kot zahtevano šele takrat, ko bi se izkazalo, da trg in prosta konkurenca sama po sebi nista zmožna ustvariti učinkovitega okolja po-trgovalnih storitev. Možnost trgu sta želela dati tudi Evropski parlament in Svet Evropske unije (angl. *EU Council of Ministers*). Vsekakor pa so javna posvetovanja Komisije in analiza odzivov nanje služila kot postopen pritisk na industrijo, ki je imela možnost sama prispevati k razvoju storitev in tako umakniti razloge za sprejem direktive. McCreevy je tako napovedal, da lahko trg v primeru pomanjkanja napredka pričakuje ukrepe v letu 2006, leto 2005 pa je namenjeno analizam, pripravam in ocenam. Kot skrajni rok za ukrepe privatnega sektorja je bil napovedan julij 2006.

Področje kliringa in poravnave se je dotaknil tudi v aprilu 2004 sprejeti MiFID, ki je pomenil enega največjih prispevkov FSAP in je primarno urejal delovanje borz in investicijskih družb v Evropi. MiFID v dveh členih ureja prosti dostop investicijskih družb do kliringa ter storitev CNS in CDD in dovoljuje tržnim udeležencem izbiro lokacije poravnave ob predpogoju ustreznih povezav med sistemi in ustreznih regulatornih dovoljenj. Storitve po-trgovalne infrastrukture morajo biti na voljo pod enakimi pogoji za investicijske institucije iz držav članic kot za domače udeležence. MiFID ni obravnaval dostopov in razmerij med posameznimi deli po-trgovalne infrastrukture ter medsebojne povezljivosti (Alexander, Eatwell, Persaud & Reoch, 2009, str. 18), je pa z nekaterimi svojimi določbami, ki so spodbujale konkurenco med investicijskimi družbami in borzami, pomembno vplival tudi na razvoj kliringa in poravnave v Evropi.

Dve drugi evropski direktivi sta prav tako podali svoj prispevek na obravnavanem področju in sicer Direktiva o dokončnosti poravnave (angl. *Settlement Finality Directive*), sprejeta leta 1998 in Direktiva o finančnih zavarovanjih (angl. *Financial Collateral Directive*), sprejeta leta 2002. Namen Direktive o dokončnosti poravnave je bil znižanje sistemskega tveganja povezanega s sodelovanjem v plačilnih sistemih in sistemih poravnave, urediti postopke v primerih solvenčnih težav upravljavca sistemov in razmejiti uporabo nacionalnih zakonodaj v postopkih čezmejnih plačil in poravnave ter pri zagotavljanju čezmejnih finančnih zavarovanj. Direktiva o finančnih zavarovanjih je nadaljevala delo predvsem na področju zniževanja kreditnih tveganj z vzpostavitvijo enotnega zakonodajnega okvirja na področju čezmejnih zavarovanj v obliki denarja in vrednostnih papirjev. Direktiva je opredelila, da je za denar in vrednostne papirje, ki se uporabljajo za namene finančnih zavarovanj, zahtevana uporaba zakonodaje države, kjer je denarni račun ali račun vrednostnih papirjev voden. Z obema direktivama je bila v verigi finančnih posrednikov implementirana uporaba principa PRIMA (angl. *The Place of the Relevant Intermediary Approach*), ki je pomenil, da se v

večstopenjskih sistemih lastništva vrednostnih papirjev uporabi zakonodaja tiste države, kjer ima sedež vsakokratni finančni posrednik, pri katerem je račun vrednostnih papirjev voden. Sprejem takšnega principa v okviru zagotavljanja pravne gotovosti v EU je gotovo pomenil precejšen prispevek pri spodbujanju učinkovitosti poravnalnih sistemov.

Na področju po-trgovalnih storitev sta poleg MiFID-a obe direktivi vzpostavili potrebne pogoje za sprejem in učinkovitost kodeksa ravnanja pri opravljanju kliringa in poravnave, ki je vodil do izboljšanja cenovne transparentnosti in povečanja konkurenčnosti med udeleženci trga kliringa in poravnave.

3.4.3 Tržne iniciative za večjo učinkovitost trga kliringa in poravnave v EU

Kodeks ravnanja pri opravljanju kliringa in poravnave (angl. *Code of Conduct*) je bil podpisan 7.11.2006. Čeprav so bili podpisniki le tržne institucije, je kodeks neposredna posledica izbire tržnih udeležencev med samoregulacijo in reformo trga ali sprejemom evropske direktive o kliringu in poravnavi. Komisar za notranji trg McCreevy je julija 2006 najavil, da ne namerava predlagati sprejema direktive, vendar pri tem želi spodbuditi tržne udeležence k sprejemu ustreznega kodeksa, ki bo ustrezno odprl trg kliringa in poravnave in zagotovil vzpostavitev neovirane konkurence med ponudniki.

Kodeks (FESE & EACH & ECSDA, 2006), ki je bil skupno delo FESE (angl. *Federation of European Securities Exchanges*), EACH (angl. *European Association of CCP Clearing Houses*) in ECSDA (angl. *European Central Securities Depository Association*), je uvedel ukrepe na področju zagotavljanja cenovne transparentnosti, prostih dostopov do sistemov in povezljivosti sistemov kliringa in poravnave ter ukrepe ločevanja posameznih storitev opravljanih v istih institucijah. Institucije iz celotne verige trgovalnih in po-trgovalnih storitev, med katerimi je bilo prvotno 60 podpisnikov iz 29 držav, so se s sprejetjem kodeksa poenotile, da bodo pri svojem poslovanju upoštevale dogovorjena načela s katerimi bi lahko dosegli večjo učinkovitost trga in znižanje cen za investitorje. V zvezi z načelom cenovne transparentnosti, ki naj bi bila zagotovljena do konca leta 2006, so se podpisniki zavezali k preglednim in primerljivim objavam svojih cenikov in pogojev pod katerimi je mogoče dosegati določene popuste. Pri zagotavljanju prostega in nediskriminatornega dostopa med borzami, trgovalnimi sistemi, CNS in CDD, za zagotovitev katerega je bil postavljen rok 30.6.2007, morajo biti neovirano omogočene tako vertikalne kot horizontalne povezave med vsemi ponudniki trgovalnih in po-trgovalnih storitev ob jasnih pogojih v primerih kadar takšne povezave zahtevajo prilagoditve. Ločevanje storitev pa je pomenilo, da bodo ponudniki zagotovili prosto ponudbo posameznih storitev brez pogojevanja z ostalimi storitvami, ki jih ponudniki prav tako opravljajo, ter, da bo zagotovljeno ločeno računovodsko izkazovanje učinkov različnih storitev v knjigah iste institucije. Rok za ta del dogovorjenih ukrepov je bil 1.1.2008.

Sprejetje kodeksa je zahtevalo nekaj odločitev, ki so olajšali delo in povečali možnosti za učinkovito implementacijo. Tako kodeks v svoji osnovi ni vplival na storitve skrbniških bank, prav tako pa je obravnaval le trg kliringa in poravnave lastniških vrednostnih papirjev, vse nadaljnje razširitve obravnave pa prepuščal oceni učinkovitosti na osnovnem delu. Ocena skladnosti ravnanja posamezne institucije s kodeksom je bila zaupana zunanjim revizorjem, sam kodeks pa tudi že navaja pripravljenost podpisnikov za sodelovanje pri spremljanju in presoji skladnosti s strani posebnega odbora pod vodstvom Komisije (FESE & EACH & ECSDA, 2006, str. 10). Za spremljanje implementacije in učinkovitosti sprejetega kodeksa je Komisija ustanovila posebno skupino imenovano MOG (angl. *Monitoring Group of the Code of Conduct on Clearing and Settlement*), ki je sestavljena iz predstavnikov Komisije, ECB in CESR, pa tudi predstavnikov tržnih udeležencev.

Kot menita Lannoo in Valiante (2009, str. 7), je slabost kodeksa pomanjkanje širše zavezujočih pravil in tveganje nezadostne implementacije na nacionalnih trgih. Po drugi strani pa je kodeks dobra osnova za nadaljnje delo v smeri bolj zavezujočih pravil, ki bi se lahko predpisala tudi v obliki evropske direktive.

Med pomembne tržne iniciative lahko štejemo tudi integracijske procese v okviru skupine Euroclear. Euroclear, ki združuje MCDD in CDD Francije, Nizozemske, Belgije, Velike Britanije, Irske, Švedske in Finske, je predstavil svojo idejo o enotni poravnalni platformi v juliju 2002. Koncept kot si ga je zamislil Euroclear sloni na zagotavljanju enotne vstopne točke za stranke, ki želijo opraviti poravnavo v katerikoli državi, kjer Euroclear ponuja storitve CDD. Takšen pristop zahteva poenotenje poravnalnih sistemov na enotni platformi v okviru različnih regulatornih okolij in tudi različnih valutnih območij. Prva stopnja enotne poravnalne platforme je bil poravnalni sistem SSE (angl. *Single Settlement Engine*), ki je do začetka leta 2007 povezal trge Francije, Velike Britanije, Irske in poravnalni sistem Euroclear-a v vlogi MCDD.

Na začetku leta 2009 je Euroclear razglasil uspešno implementacijo enotne poravnalne platforme za poravnavo vrednostnih papirjev trgovanih na borzi Euronext imenovano ESES (angl. *Euroclear Settlement of Euronext-zone Securities*). Sistem, ki je bil ustvarjen na pobudo Euronext-a v želji po enotni knjigi naročil za trgovanje na trgih Euronext, je omogočil, da so bile čezmejne transakcije z dolžniškimi in lastniškimi vrednostnimi papirji prvič procesirane na enotni platformi med tremi trgi v EU na enak način kot transakcije v okviru enega nacionalnega trga. Trgi Belgije, Francije in Nizozemske, ki so se povezali preko ESES, praktično delujejo kot en trg poravnave vrednostnih papirjev. ESES platforma bo integrirana v poravnalni sistem SSE.

Tretji del konsolidacije poravnalnih sistemov Euroclear-a je namenjen povezavi med SSE in poenoteno komunikacijsko povezavo med sistemom in strankami (angl. *Common Communications Interface*). Skupina načrtuje tudi vzpostavitev enotne platforme za

skrbniške storitve, upravljanje s finančnimi zavarovanji in prenos poravnave v Švedski in Finski na SSE.

Euroclear napoveduje, da bo projekt prihranil 300 milijonov EUR letno od skupno 1 milijarde ocenjenih nepotrebnih stroškov, ki nastajajo letno zaradi razdeljenega evropskega trga poravnave. Pri tem naj bi prihranki v obliki znižanih stroškov uporabe posrednikov prinesli 160 milijonov EUR, poenostavitve v zalednih službah 80 milijonov EUR in znižanje operativnih stroškov Euroclear-a 60 milijonov EUR. Skupina ocenjuje, da bi prihranki dosegli med 700 in 800 milijonov EUR letno, če bi prišlo do konsolidacije platforme in ustrezne harmonizacije med vsemi državami v EU (Norman, 2007, str. 234). Euroclear z enotno poravnalno platformo pomembno prispeva k harmonizaciji tržnih praks, izboljšanju učinkovitosti v procesiranju čezmejnih transakcij in zniževanju operativnih tveganj.

Tretja pomembna tržna iniciativa za izboljšanje učinkovitosti čezmejnih poravnave v Evropi je projekt »Link Up Markets«. Pobuda, v kateri so najprej sodelovali CDD Nemčije, Cipra, Španije, Švice, Grčije, Avstrije, Norveške in Danske, kasneje pa še Južne Afrike in Egipta, je bila razglašena aprila 2008, dejansko implementirana pa 30.3.2009. »Link Up Markets« je konceptualno precej drugače opredeljen način povezovanja CDD kot v primeru Euroclear skupine, saj model ne predvideva nadomeščanja nacionalnih poravnalnih sistemov, temveč gradi na medsebojni povezljivosti in operabilnosti. Osrednji komunikacijski sistem med posameznimi CDD opravlja vlogo usmerjevalca transakcij in prilagaja sporočilne formate glede na zahteve posameznih nacionalnih sistemov. Poravnava vrednostnih papirjev se še vedno zgodi na trgu izdajatelja na računu, ki ga CDD odpre pri drugi CDD. »Link Up Markets« je vzpostavil skupno infrastrukturo, ki dovoljuje enostavnejšo implementacijo povezav med CDD in omogoča učinkovitejše čezmejne poravnave.

Z vstopom na skupni komunikacijski sistem pridobi CDD dostop do storitev druge sodelujoče CDD v zvezi z vsemi tipi vrednostnih papirjev. »Link Up Markets« absorbira razlike v komunikacijskih standardih med različnimi trgi, kar je omogočilo hitro in cenovno ugodno vzpostavitev sistema, saj niso bile zahtevane obsežne prilagoditve na strani sodelujočih institucij. Stranke preko ene vstopne točke pridobijo dostop do 50 % evropskega trga vrednostnih papirjev na področju poravnave in skrbniških storitev. Model ohranja različnost nacionalnih komunikacijskih formatov in postopkov, vendar prispeva tudi k postopni harmonizaciji na področju sporočilnih formatov, vrst in oblike storitev posameznih CDD ter spodbuja standardizacijo bilateralnih povezav med CDD-ji (Link Up Markets, 2011).

4 NEDAVNI RAZVOJ IN STANJE RAZVOJA KLIRINGA IN PORAVNAVE V EU

4.1 Razvoj in stanje tržnih procesov na področju kliringa in poravnave v EU

Zgodovinsko gledano je bila infrastruktura finančnega trga v Evropi ustvarjena za zadovoljevanje zahtev posameznih držav in za izvajanje aktivnosti v zvezi z vrednostnimi papirji nominiranimi v nacionalni valuti. Navadno je to pomenilo, da je bil na vsakem delu verige trgovanja in po-trgovalnih storitev prisoten en ali največ dva močna tržna udeleženca, običajno ena borza vrednostnih papirjev za trgovanje, verjetno ena CNS za kliring in vsaj ena CDD za poravnavo vrednostnih papirjev (European Central Bank, 2010b, str. 55).

V obdobju deregulacije finančnih trgov v osemdesetih letih je prišlo do znatnega znižanja števila po-trgovalnih sistemov v Evropi. Vendar se je to zgodilo na nacionalni in ne na evropski ravni. Sistemi so se v posameznih državah združevali do te mere, da je navadno na enem trgu obstajala ena CDD za različne vrste vrednostnih papirjev ter ena CNS (Cox et al., 2005, str. 13). Tako je največkrat prihajalo do združevanj sistemov za poravnavo lastniških vrednostnih papirjev in sistemov za poravnavo državnih obveznic, največkrat s prenosom zadnjih iz centralnih bank ali institucij javnega sektorja v privatne institucije. V tem času so bile pogoste tudi združitve borz, v večini primerov združitve borz vrednostnih papirjev in borz izvedenih finančnih instrumentov. Trend se je nadaljeval skozi vsa devetdeseta leta v začetek novega stoletja. Tako je nemška CDD (nem. *Deutscher Kassenverein – DKV*) nastala leta 1989 z združitvijo posameznih nemških CDD, ki so nudile storitve različnim nemškim borzam. Monte Titoli, italijanska CDD, je s prevzemom aktivnosti poravnave državnih obveznic postala nacionalna CDD v letu 2003. V Veliki Britaniji je nastal CREST kot osrednja nacionalna CDD v letih 2001 in 2003, ko je prevzel vlogo poravnalnega sistema za državne obveznice in instrumente denarnega trga od dveh drugih CDD. V Španiji je prišlo do združitve regionalnih CDD v osrednjo CDD imenovano Iberclear v letu 2003. V Švici je z združitvijo SEGA (švicarski CDD) in InterSettle (švicarski sistem za mednarodne poravnave vrednostnih papirjev) v letu 1999 nastala skupna CDD, SIS SegalInterSettle. Tako Schmiedel in Schönenberger (2005, str. 13–15) ugotavljata, da se je med leti 1999 in 2004 v valutnem območju evra število CDD znižalo iz 23 na 18, število CNS pa iz 14 na 8.

Prvi primer čezmejne združitve institucij kliringa in poravnave je prevzem Cedel-a (Luxembourg) s strani Deutsche Börse, ki je kasneje Cedel združil z DKV (kasneje Deutsche Börse Clearing) in v letu 2000 ustvaril Clearstream. Skupaj z lastništvom v Eurex Clearing, ki je deloval kot CNS za nemški trg, je Deutsche Börse oblikovala nacionalni vertikalni silos. Modelu vertikalne integracije sta sledila še španska borza Bolsas y Mercados Espanoles z Iberclear, ki opravlja funkcije kliringa in poravnave na španskem trgu in Borsa Italiana, ki je v letu 2002 kupila Monte Titoli, pred tem pa že v letu 2000 pridobila 59 %

delež v CC&G (italijanska CNS). Norveška CDD (VPS) se je konec leta 2007 združila z Oslo Børs Holding ASA, avstrijska CNS (CCP.A) pa je prav tako vertikalno integrirana med dunajsko borzo in avstrijsko CDD (ÖeKB⁶). Med pomembnimi lastniki infrastrukture za kliring in poravnavo je tudi borzna skupina Nasdaq OMX, ki v Evropi obvladuje CDD v Litvi, Latviji, Estoniji in Islandiji ter nekatere klirinške hiše.

Čezmejno horizontalno integracijo je izvajal predvsem Euroclear, ki se je v letu 2001 združil s francosko CDD, imenovano Sicovam, leta 2002 s CREST in Necigef, nizozemsko CDD, leta 2005 pa s CIK, belgijsko CDD. V letu 2008 je Euroclear prevzel še švedski VPC in finski APK, ki sta se sicer združila že leta 2004 in sta želeli vzpostaviti enotno platformo pod skupnim imenom NCSD (angl. *Nordic Central Securities Depository*). Na področju kliringa in dejavnosti CNS je v letu 2003 z združitvijo Londonske klirinške hiše (v nadaljevanju LCH) in francoske klirinške družbe Clearnet, ki je takrat že bila združena z nizozemsko in belgijsko klirinško hišo, nastal LCH.Clearnet. Clearnet je medtem tudi že prevzel opravljanje storitev kliringa na portugalskem trgu. Vendar pa kliringa družbe LCH in družbe Clearnet še vedno delujeta na ločenih platformah, medtem, ko kliring trgov, ki jih servisira Clearnet, deluje na enotni platformi.

Ugotovimo lahko, da so čezmejne združitve in prevzemi največkrat prinesli enotno lastništvo, ne pa tudi konsolidacije klirinških in poravnalnih sistemov. Konsolidacija sistemov je bila navadno načrtovana naknadno in še to ob določenih predpogojih harmonizacije trgov, kot je primer ESES platforme Euroclear-a za primarne trge Euronext. Tako ECSDA še vedno šteje 29 članic (CDD) iz držav EU, vključujoč Švico in Islandijo. Po uradnem registru ESMA (angl. *European Securities and Markets Authority*) je bilo konec marca 2011 v EU registriranih 20 CNS (European Securities and Markets Authority, 2011).

Med najpomembnejše udeležence trga kliringa CNS v Evropi po kriteriju prometa štejemo LCH.Clearnet, Eurex Clearing in CC&G, pa tudi SIS x-clear, EuroCCP in EMCF (angl. *European Multilateral Clearing Facility*). Med CDD so najpomembnejši udeleženci trga skupina Euroclear in skupina Clearstream v okviru katerih delujeta tudi dve MCDD, Euroclear Bank in Clearstream Banking Luxembourg, ter tudi Monte Titoli in Iberclear. V letih 2008 in 2009 je bila integracija po-trgovalnega sektorja pogojena predvsem s sprejemom MiFID-a, ki je prinesel bistveno povečano konkurenčnost v dejavnost trgovanja, ter s kodeksom ravnanja v dejavnosti kliringa in poravnave. Z vstopom novih sistemov trgovanja (angl. *Multilateral trading facilities – MTF*), ki so prevzeli pomemben del aktivnosti borz, so se na trg vključili tudi novi udeleženci trga po-trgovalnih storitev (European Commission, 2009c, str. 13), kot sta EMCF in EuroCCP v letu 2008. Kljub vsemu je evropska klirinška infrastruktura še vedno razdeljena in brez prave pan-evropske CNS. Prav tako je deljena infrastruktura, ki jo tvorijo evropske CDD, tako na področju

⁶ Öesterreichische Kontrollbank AG.

dolžniških vrednostnih papirjev, kot še bolj na področju lastniških vrednostnih papirjev (European Central Bank, 2010a, str. 220, 225).

Lannoo in Valiante (2009, str. 7) menita, da je kodeks ravnanja na področju dostopov in interoperabilnosti sistemov prinesel precejšnje povečanje konkurence med CNS, kjer nastajajo nove povezave. Tako je LCH.Clearnet vzpostavil interoperabilnost s SIS x-clear za posle londonske borze, kar predstavlja pomemben korak k večji konkurenci na področju kliringa CNS. SIS x-clear je vzpostavil tudi povezavo z EuroCCP za kliring poslov trgovalne platforme Turquoise. Vzpostavile so se tudi druge povezave med CNS, kot na primer med Eurex Clearing in SIS x-clear, kar je tudi posledica MiFID-a, ki je prinesel večjo konkurenčnost na segmentu trgovanja in pravico borz in trgovalnih sistemov po prosti izbiri klirinških in trgovalnih sistemov (European Commission, 2009c, str. 13). Zahteva po prostem dostopu je še posebej vidna pri novih alternativnih trgovalnih sistemih, ki vzpostavljajo povezave do različnih klirinških sistemov in sistemov CNS, to pa se nadalje odraža v zahtevi po interoperabilnosti CNS. Da je kodeks ravnanja pomenil velik prispevek k razvoju kliringa in poravnave še posebej v svojem drugem delu, ki je namenjen prostemu dostopu in operabilnosti sistemov, menijo tudi Chlistalla, Gomber in Schaper (2010, str. 6), ki navajajo, da so omenjene določbe stimulatивно vplivale na vzpostavljanje povezav med ponudniki storitev in da je mogoče skupaj naštetih 80 dodatnih zahtev za vzpostavitev dostopov in povezljivosti. Tako je vsekakor mogoče ugotoviti večjo interoperabilnost med sistemi kliringa in poravnave, ter še posebej na področju CNS povečanje konkurence z vstopi novih institucij in z vzpostavljanjem povezav, ki so nastale kot posledica zahtev borz, katere želijo za svoje člane omogočiti izbiro mesta kliringa za sklenjene posle. Da so bile nedavne spremembe še posebej intenzivne na trgu kliringa CNS, meni tudi Komisija v poročilu ECOFIN-u (European Commission, 2008b, str. 4).

Pri samih CDD v širšem kontekstu povezljivosti še vedno prevladuje omejena interoperabilnost. Namreč, če upoštevamo 30 CDD, ki so izrazile namero za sodelovanje v projektu »Target 2 Securities«, je bilo v oktobru 2010 vzpostavljeno skupaj 65 povezav. Nobena izmed povezav ne pokriva celotnega nabora finančnih instrumentov, vendar tudi če bi, bi to pomenilo, da trenutno povezave med CDD omogočajo le 7,5 % popolne operabilnosti med 30 CDD. Popolna operabilnost bi namreč zahtevala skupaj 870 bilateralnih povezav (Sigloch & Borisova, 2010, str. 10). Ob danem številu pa je relativno malo takšnih povezav, ki so zelo intenzivno uporabljane (European Central Bank, 2010a, str. 229).

Z vidika lastništva institucij, ki izvajajo kliring in poravnavo v Evropi, je mogoče ugotoviti precej raznolika dejstva in nasprotujoče si trende. V nekaterih državah je lastništvo klirinških in poravnalnih institucij prešlo izven nadzora borz, kot na primeru CREST-a, ki je iz lastništva londonske borze najprej prešel v lastništvo uporabnikov, in na primeru APK, finske CDD, ki je bila s strani borze OMX prodana VPC, švedski CDD. Ravno tako je

Euronext opustil večinsko lastništvo v klirinški družbi Clearnet, ki se je združila z londonsko klirinško hišo v LCH.Clearnet in lastništvo v nizozemski CDD, Necigef, ki je prešla pod okrilje Euroclear-a. V drugih državah pa so borze prevzele nadzor nad klirinškimi in depotnimi družbami, kot na primer v Italiji, Španiji in Nemčiji. Dve najpomembnejši instituciji med CDD, Euroclear in Clearstream, delujeta pod popolnoma drugačnim tipom lastništva. Clearstream je v lasti nemške borze in velja za vertikalno integriran model, medtem, ko je Euroclear v lasti svojih uporabnikov in je najboljši primer horizontalnega povezovanja CDD. CDD, ki so v lasti borz, so še v Italiji, Španiji, Norveški, do pred kratkim tudi v Grčiji in na Cipru, kjer se je nedavno začel postopek ločevanja klirinških in poravnalnih dejavnosti. Tudi na področju CNS je lastništvo neenotno, saj sta LCH.Clearnet in EMCF v lasti svojih uporabnikov, EuroCCP je v lasti DTCC, ki je v lasti uporabnikov, Eurex Clearing, CC&G in nekatere druge CNS pa so v lasti borz. V Avstriji je CCP.A polovično v lasti dunajske borze in polovično v lasti avstrijske CDD, ÖeKB. Evropske CDD prav tako poznajo različne oblike korporativne organiziranosti, večina je komercialnih institucij, štiri med njimi pa so organizirane kot banke. To so Clearstream Banking Luxembourg, Clearstream Banking Frankfurt, Euroclear Bank in Keler na Madžarskem.

Omenjena raznolikost evropskih klirinških in poravnalnih struktur sicer ni posebnost v svetovnem merilu. Kot v raziskavi med 90 svetovnimi borzami povzema Lee (2010, Executive Summary) je klirinške institucije v 36,7 % primerih upravljala borza ali so bile v lasti borze, v 38,9 % primerih so bile v lasti svojih članov, ostali delež pa porazdeljen med javne ustanove ali druge neodvisne družbe kot lastnice sistemov. Institucije v lasti uporabnikov in javnih ustanov so bile navadno upravljanje po neprofitnem motivu, tiste v lasti borz pa precej enakomerno delujejo po profitnem ali neprofitnem motivu. Med CDD je bilo 41,1 % institucij v lasti svojih članov ter 25,5 % institucij v lasti borz. Prav tako so bile CDD v lasti uporabnikov in javnih institucij vodene po neprofitnem motivu, tiste v lasti borz pa precej enakomerno porazdeljene med poslovanjem po profitnem in neprofitnem motivu.

4.2 Spremljanje razvoja trga

Spremljanje razvoja trga kliringa in poravnave v EU je bilo zaupano različnim opazovalnim in svetovalnim skupinam, ki delujejo pod okriljem Komisije. Skupina CESAME z mandatom iz leta 2004 za opazovanje in svetovanje v procesih kliringa in poravnave, je bila vodena s strani Komisije, v njej pa so bili tako predstavniki javnega kot privatnega sektorja. Skupina je bila poleg svetovanja in koordinacije privatnega in javnega sektorja na področju kliringa in poravnave zadolžena tudi za spremljanje in poročanje o napredku pri odpravljanju ovir, ki jih je identificirala Giovannini-jeva skupina. CESAME Skupina je 8.12.2008 predstavila zaključno poročilo svojega 4 letnega dela v katerem ugotavlja stanje razmer pri odpravljanju 15-ih ovir Giovannini-jeve skupine. Poročilo (European Commission, 2008a, str. 11) navaja, da CESAME zaznava opazen napredek na področju odpravljanja ovir za katere je bil primarno zadolžen privatni sektor. Tako je bila odpravljena ovira 8, ki je

predstavljala različne postopke in identifikacijo pri izdajah vrednostnih papirjev, velik napredek pa je bil opažen tudi pri ovirah 4 (pomanjkanje gotovosti izvedbe čezmejne poravnave znotraj dneva) in 7 (razlike v urnikih delovanja sistemov in razlike v skrajnih rokih za izvedbo poravnave), ter tudi napredek pri ovirah 1 (razlike v informacijski podpori in komunikacijskih standardih) in 3 (korporativna dejanja). Tako ostaja povsem nerešena le ovira 6, ki predstavlja različne cikle poravnave med evropskimi trgi. Poročilo beleži precej slabši napredek na področju ovir, za katere je bil primarno zadolžen javni sektor. Odpravljeni sta bili oviri 14 (različna pravna obravnava netiranja)⁷ in 5 (praktične ovire za oddaljen dostop), ostale ovire pa ostajajo bolj ali manj aktualne. Zaradi slabšega napredka na področju ovir javnega sektorja so predstavniki industrije izrazili zahtevo po močnejši zastopanosti predstavnikov regulatornih in nadzornih organov držav članic v CESAME2, skupini, ki je bila kot naslednica CESAME ustanovljena poleti 2008. CESAME2 je ustanovila podskupino, ki se posebej ukvarja z oviro 6, na svojih sestankih pa redno obravnava tudi stanje pri odpravljanju ovir 1 in 3.

Skupina za pravno gotovost (angl. *Legal Certainty Group*) je bila pod okriljem Komisije ustanovljena v letu 2005. V svojem dosedanjem delu je skupina za Komisijo pripravila dve obširni poročili, prvo julija 2006 in drugo avgusta 2008, v katerih obravnava odpravljanje treh Giovannini-jevih ovir iz področja pravne gotovosti. Skupina v svojem drugem poročilu (*Legal Certainty Group*, 2008) opredeljuje možne načine za izboljššan in harmoniziran pravni okvir za hrambo in poravnavo vrednostnih papirjev preko finančnih posrednikov ter za izvajanje korporativnih dejanj. Prav tako pa priporočila skupine navajajo predloge, ki bi izdajateljem dejansko omogočili prosto izbiro med evropskimi CDD. Večina priporočil skupine se tako ukvarja z Giovannini-jevo oviro 13, ki govori o različni pravni obravnavi vrednostnih papirjev med državami. Priporočila opredeljujejo možnosti kako harmonizirati pravne učinke vrednostnih papirjev, ki se evidentirajo na računu vrednostnih papirjev v različnih državah, vendar pri tem ugotavlja, da je v tem delu potreben korenit poseg v zakonodajo držav članic. Nekatera priporočila v tem poročilu se ukvarjajo tudi s pravnimi vidiki korporativnih dejanj izdajateljev, ki so del ovire št. 3, pri čemer so priporočila komplementarna tistim, ki jih je pripravila skupina CESAME. Težave v procesiranju korporativnih dejanj izhajajo tudi iz dejstva, da je v sodobnem okolju po-trgovalnih storitev poslovno razmerje med izdajateljem in investitorjem dopolnjeno z enim ali več pravnimi razmerji z različnimi posredniki v verigi, ki poslujejo v okviru različnih jurisdikcij. To vodi do težavnega usklajevanja medsebojnih pravnih razmerij. Skupina predlaga enotno pravilo za uravnavanje tovrstnih razmerij pri procesiranju korporativnih dejanj ter posebna pravila za finančne posrednike v zvezi z informacijskim tokom in izvajanjem pravic investitorjev v odnosu do izdajatelja.

⁷ Ovira 14 je bila že evidentirana kot odpravljena, vendar se je kasneje izkazalo, da ostajajo določena vprašanja v zvezi z netiranjem še odprta. CESAME2 je te težave naslovlila kot oviro št. 16.

Tretja skupina ustanovljena po drugem javnem posvetovanju Komisije v zvezi z možnostjo uvedbe direktive o kliringu in poravnavi je skupina FISCO (angl. *Fiscal Compliance Group*), ki obravnava davčno problematiko povezano z razdeljenim kliringom in poravnavo v Evropi. Pri kliringu in poravnavi ni toliko težavna različna obdavčitev v posameznih državah članicah, temveč pomanjkanje harmonizacije v davčnih postopkih, predvsem pri zadržanih davkih, kjer lahko vlogo plačnika davka opravljajo le domače institucije ali pa mora tuja institucija pooblastiti domačega posrednika, da ji je dovoljeno uporabiti znižano davčno stopnjo ob izplačilih investitorju. FISCO je tako že v letu 2006 objavil študijo dejanskih težav povezanih z davki v okolju po-trgovalnih storitev, proti koncu leta 2007 pa še drugo analizo, v kateri poleg povzetkov obstoječih težav navaja tudi predloge za odpravo le teh. Poročilo (The Fiscal Compliance Experts' Group, 2007) navaja, da bi bila večina težav rešena z odpravo zahteve po posredovanju podatkov o končnem lastniku vrednostnega papirja po verigi posrednikov vse do lokalnega agenta, ki lahko prevzame odgovornost plačnika davka. Namesto tega mora biti dopuščeno, da vlogo plačnika davka prevzema finančni posrednik v verigi, ki izplača prihodke iz naslova lastništva vrednostnih papirjev končnemu upravičencu. Tako takšen posrednik nastopa kot agent, ki izvede davčni odtegljaj (angl. *Withholding Agent*). Druga možnost, ki jo skupina dopušča, pa je, da finančni posrednik posreduje predhodniku v verigi le zbirne podatke o tipih svojih strank oziroma skupne zneske različnih stopenj obdavčitve glede na tipe svojih strank. FISCO v svojem poročilu obravnava tudi davke na transakcije z vrednostnimi papirji, ki jih je dolžan zbirati upravljavec poravnalnega sistema. V zvezi s tem tipom obdavčitve skupina ugotavlja predvsem ovire za konsolidacijo poravnalnih sistemov, ki ob takšni davčni ureditvi nastanejo, manj pa identificira možne rešitve. Zaradi zahteve po zbiranju davkov ob transakcijah poravnalni sistemi ne želijo prevzemati tujih vrednostnih papirjev preko povezav med CDD.

Opazovalna skupina kodeksa ravnanja pri kliringu in poravnavi MOG (angl. *Monitoring Group of the Code of Conduct*) redno spremlja skladnost ravnanja podpisnikov kodeksa ter preučuje v kakšni meri so cilji kodeksa doseženi. V letu 2010 je bila s strani Komisije ustanovljena še strokovna skupina za tržno infrastrukturo (angl. *Expert Group on Market Infrastructures – EGMI*), katere namen je spremljati in svetovati Komisiji pri nadaljnjem razvoju po-trgovalne infrastrukture v EU, ocenjevati pretekle in prihodnje učinke regulatornih ukrepov iz področja kliringa in poravnave ter nadgrajevanje dela, ki ga opravljata skupini CESAME2 in MOG. Komisija ocenjuje, da je odpravljanje Giovanninijevih ovir in spremljanje skladnosti in učinkov kodeksa ravnanja potrebno vse do sprejema direktive, ki bo ta področja nadalje urejala (European Commission, 2010a, str. 2).

Komisija spremlja razvoj trga tudi z analizami cen storitev. Tako je v letu 2007 v sodelovanju z družbo Oxera Consulting Ltd. predstavila metodologijo za opazovanje cen trgovanja in po-trgovalnih storitev, stroškov in prometa, v juliju 2009 pa prvo poročilo pripravljeno na osnovi predstavljene metodologije. Poročilo (Oxera Consulting Ltd., 2009)

analizira razlike v cenah, stroških in prometu različnih tipov ponudnikov po-trgovalnih storitev med leti 2006 in 2008. Študija ugotavlja, da se je rahlo povečal čezmejni promet CNS, ter da so se znatno, za 51 %, znižali stroški kliringa CNS na področju lastniških vrednostnih papirjev, pri čemer avtorji tudi ne ugotavljajo pomembnih razlik med stroški domačega in čezmejnega kliringa CNS. Pri delovanju CDD študija ugotavlja rahlo povečanje čezmejne aktivnosti, v zvezi s stroški pa 16 % dvig stroškov pri poslovanju z lastniškimi vrednostnimi papirji in 3 % znižanje pri poslovanju z dolžniškimi vrednostnimi papirji. Na osnovi rezultatov poročila je mogoče zaključiti, da je opazno predvsem znižanje stroškov trgovanja in storitev CNS, manj jasne povzetke pa je mogoče dobiti v zvezi z rezultati storitev CDD.

4.3 Stanje ukrepov javnega sektorja in regulatorne pobude v EU

4.3.1 Nedavno sprejeti ukrepi

Med nedavno sprejete ukrepe uvrščamo predvsem sprejetje direktive o spremembah direktive o dokončnosti poravnave v plačilnih in poravnalnih sistemih ter spremembe direktive o finančnih zavarovanjih, ki sta bili prilagojeni razvoju in zahtevam trga po-trgovalnih storitev v juniju 2009. Sprememba direktive o finančnih zavarovanjih se primarno ukvarja z novimi možnostmi glede vrste finančnih zavarovanj, kot so na primer kreditni zahtevki, pri tem pa dopolnjena direktiva želi razširjati uporabo zavarovanj v obliki kreditnih zahtevkov tudi pri čezmejnih transakcijah. Spremenjena direktiva o dokončnosti poravnave pa zagotavlja dodatno zaščito udeležencev v plačilnih in poravnalnih sistemih pri tako imenovanih nočnih poravnava in v medsebojno povezanih sistemih, v primeru katerih je bilo potrebno natančneje definirati dokončnost poravnave ali izvedbe plačila z vidika zaščite udeležencev v sistemih, kateri razglasijo solvenčne težave. Direktivi sta sicer malo spremenjeni, eden izmed glavnih razlogov za spremembo pa je naraščanje povezav med sistemi v evropskem prostoru, kar je posledica sprejema MiFID-a in Kodeksa ravnanja pri kliringu in poravnavi (Direktiva 2009/44/ES Evropskega parlamenta in Sveta, 2009, str. 37).

Komisija je na podlagi obeh poročil skupine FISCO v oktobru 2009 sprejela tudi priporočila o izvajanju postopkov davčnih odtegljajev (European Commission, 2009a). Namen priporočil je uvedba poenotenih ukrepov v državah članicah, ki bi odstranili davčne ovire s katerimi se srečujejo investitorji v čezmejnih transakcijah ter poenostavili postopke za rezidente držav članic, ki želijo na osnovi sporazumov o izogibanju dvojnemu obdavčevanju ali na osnovi domače zakonodaje doseči znižano davčno stopnjo ob izplačilih dividend, obresti in drugih prihodkov iz lastništva vrednostnih papirjev izdanih v drugi državi članici. Priporočila spodbujajo ukrepe za zniževanje davčne stopnje že ob izplačilu prihodka v vseh primerih kadar je to mogoče, sicer pa še vedno dopuščajo tudi standardne in hitre postopke povračil. Dokument prav tako spodbuja priznavanje veljavnosti različnih dokazil o rezidentstvu poleg standardnega potrdila o rezidentstvu in možne načine elektronskega

obveščanja in izmenjave podatkov. Predvideni postopki tudi pomembno umeščajo finančne posrednike v verigi lastništva vrednostnih papirjev kot plačnike davka ali kot verodostojne institucije za dostavo podatkov za odmero davka ter navajajo možne načine revizije takšnih posrednikov. Z objavo priporočil, katerih implementacijo bo Komisija spremljala tudi v dvostranskih dogovorih z državami članicami, so v veliki meri, vendar pa ne popolnoma, odstranjene težave, ki jih je Giovannini-jeva skupina identificirala kot oviro 11. Komisija je sicer v študiji ocenila (European Commission, 2009b, str. 60), da bodo tako izboljšani davčni postopki, ki bodo omogočali znižanje davčne stopnje ob izvoru, prispevali k povečanju letnega BDP v EU v višini 0,028 %.

4.3.2 Ukrepi v pripravi

Na področju kliringa in poravnav je po obdobju različnih javnih in privatnih iniciativ za izboljšanje učinkovitosti predvsem čezmejnih aktivnosti opazen povečan obseg sprejetih in predlaganih regulatornih pobud v letih od 2009 naprej. V oceni učinkov predloga sprejema zakonodajnih ukrepov na področju CNS in CDD Komisija navaja, da se je leta 2006 odločila, da bo dopustila možnost samoregulacije in harmonizacijo trga s pomočjo ECB-CESR priporočil, vendar pa sedaj meni, da takšen pristop ne more povsem zadovoljivo opraviti naloge poenotenja pogojev poslovanja v EU in odpraviti vseh ovir za povezovanje in konsolidacijo tržnih udeležencev. Prav tako raziskava o stanju, tveganjih in smernicah nadaljnjega razvoja infrastrukture za kliring in poravnavo v EU (Alexander et al., 2009, str. 61) Evropskemu parlamentu predlaga institucionalno strukturo kliringa in poravnav, ki bo omogočila horizontalno konsolidacijo kliringa in poravnav med vsemu trgi. Poročilo tudi predlaga ukrepe za odpravo vertikalnih struktur, razširjenje procesov netiranja v okviru konsolidirane infrastrukture na širši nabor instrumentov in podrobnejšo preučitev vloge ECB, posebej v času možnih večjih tržnih obremenitev.

ECOFIN je na svojem zasedanju v decembru 2008 potrdil zaključke poročil skupine za pravno gotovost in se strinjal z oceno, da EU potrebuje skupni zakonodajni okvir na področju pravne gotovosti hrambe in transakcij z vrednostnimi papirji. Tako je v aprilu 2009 Komisija predstavila prvo javno posvetovanje, ki je zajemalo različna področja urejanja pravne gotovosti hrambe in transakcij z vrednostnimi papirji, med drugim pravni okvir določil o vodenju vrednostnih papirjev na računih in možne konflikte različnih jurisdikcij, pravne določbe v zvezi z uresničevanjem pravic iz naslova lastništva vrednostnih papirjev po verigi finančnih posrednikov v čezmejnih razmerjih, vzpostavitev proste izbire izdajateljev v zvezi z lokacijo izdaje vrednostnih papirjev in določil o uporabi nadzorne pristojnosti pri aktivnostih hrambe in administracije vrednostnih papirjev. Na podlagi prejetih odgovorov zainteresirane javnosti je Komisija oblikovala principe bodoče pravne ureditve iz tega področja in začela drugo javno posvetovanje z zaključkom v januarju 2011. V tej drugi javni konzultaciji (European Commission, 2010b) je poudarek predvsem na reševanju vprašanja pravne gotovosti v primerih, ko veriga lastništva vrednostnega papirja preko finančnih

posrednikov prečka različne jurisdikcije, ki so med seboj različne z vidika prepoznavanja pravnega oziroma končnega lastnika vrednostnih papirjev. Takšne razlike povzročajo pravno negotovost, večkratno prepoznavanje lastništva istega vrednostnega papirja, neučinkovitost in nezmožnost uresničevanja pravic iz naslova lastništva vrednostnega papirja. Vendar pa v svojem drugem sporočilu Komisija navaja, da je izjemno težavno in nesmiselno urejati harmonizacijo pravnega okvira, ki določa, kdo je v posamezni državi članici prepoznan kot pravni lastnik vrednostnih papirjev. Osnutek zavzema funkcijski pristop in želi definirati institucije, ki so ponudniki računov vrednostnih papirjev za razliko od tistih, ki so operaterji tovrstnih računov. Namen bodoče direktive ni urejanje kreiranja, evidentiranja in vodenja vrednostnih papirjev za izdajatelja v zvezi z institucijami, ki te storitve opravljajo. Sprejem direktive (angl. *Securities Law Directive – SLD*) je napovedan v prvem kvartalu leta 2012, rok za implementacijo v državah članicah pa naj bi bil konec leta 2013.

Komisija je po napovedih in izvedenih javnih posvetovanjih, ki so se začela v oktobru 2008, dne 15.9.2010 sprejela predlog Uredbe (Komisija Evropskih skupnosti, 2010), ki naj bi zagotovila večjo varnost in preglednost na prostem trgu izvedenih finančnih instrumentov. V Uredbi predpisuje obvezno poročanje sklenjenih pogodb v registre transakcij (angl. *Trade Repositories*), kateri bi bili na voljo nadzornim organom, prav tako pa bi bil za standardne pogodbe z IFI obvezen kliring preko CNS. Nadzor nad registrom transakcij ter avtorizacija nad tovrstnimi registri bo v pristojnosti novega Evropskega organa za vrednostne papirje in trge (angl. *European Securities and Market Authority – ESMA*), registri transakcij pa bodo morali objavljati skupne pozicije po vrstah IFI. Na takšen način naj bi se pomembno znižalo tveganje pri poslih z IFI, saj bo na voljo pregled izpostavljenosti po posameznih vrstah IFI, morebitne težave ene stranke v poslu pa se ob vlogi CNS ne bodo prenašale na nasprotno stranke. Zaradi osnovne vloge CNS in zaradi prevzemanja dodatnih tveganj bodo zanje veljale strožje zahteve poslovanja, kot so višje zahteve zagotavljanja varnosti in organizacijske zahteve, zahteve glede nadzora, višje kapitalske zahteve, pravila primerne korporativnega upravljanja in druge. Za vse pogodbe z IFI, ki ne bodo zadostile opredelitvi standardiziranih pogodb in se zato kliring takšnih pogodb ne bo opravljal preko CNS, bodo predpisane drugačne tehnike upravljanja s tveganji in višje kapitalske zahteve za pogodbene stranke. Predlog uredbe bo tako vzpostavil poenoteno regulatorno ureditev CNS na ravni EU, ki ne bo obravnavala le trga IFI, temveč bodo določbe v zvezi s CNS veljale tudi za vrednostne papirje. Za področje vrednostnih papirjev tako še posebej veljajo določbe o interoperabilnosti oziroma dostopnosti CNS, ki mora biti zagotovljena na nediskriminatorni osnovi⁸. Predlog uredbe je posredovan Evropskemu parlamentu in državam članicam v obravnavo, uredba pa naj bi začela veljati konec leta 2012.

⁸ Predlog uredbe dejansko predpisuje določbe o interoperabilnosti CNS za denarne instrumente, medtem, ko za IFI navaja, da lahko dogovori o interoperabilnosti CNS izpostavijo dodatnim tveganjem. Tako mora ESMA do 30.9.2014 podati mnenje o primernosti razširitve določb o interoperabilnosti tudi na poslovanje z IFI.

V januarju 2011 je Komisija pričela s postopkom javne konzultacije o pravilih delovanja CDD in nekaterih vidikih poravnave vrednostnih papirjev v EU. Namen javnega posvetovanja je informiranje pred zakonodajnim predlogom, ki bi harmoniziral nekatere ključne vidike v zvezi s poravnami vrednostnih papirjev. Predlog želi vzpostaviti enotni regulatorni okvir za delovanje evropskih CDD, predvsem z namenom zagotavljanja zanesljivosti operacij, ki se izvajajo v okviru CCD. Komisija ocenjuje, da vse Giovannini-jeve ovire še vedno niso popolnoma odstranjene in da je prišel čas za sprejem poenotnega zakonodajnega okvira za delovanje evropskih CDD in poravnavo vrednostnih papirjev. Takšen pristop bo po predvidevanjih vključil poenotene opredelitve storitev, ki jih te družbe izvajajo, poenotena pravila za avtorizacijo in nadzor CDD, visoke bonitetne standarde ter pravila za dostope in interoperabilnost tovrstnih institucij. Javno posvetovanje postavlja tudi vprašanje možne harmonizacije nekaterih ključnih vidikov poravnave vrednostnih papirjev v Evropi, predvsem kaj je mogoče narediti za izboljšanje discipline pri poravnah, tudi v povezavi s kratkimi prodajami oziroma prodajami brez kritja. Drugi pomemben vidik poravnave je možnost harmonizacije poravnalnega cikla, torej števila dni med sklenitvijo posla in poravnavo, saj evropski trg ne pozna enotnega cikla poravnave, ki niha med T+2 in T+3. Objavljeni dokument (Commission of the European Communities, 2011) opredeljuje CDD kot sistemsko pomembno infrastrukturo, ki je ključna za varno delovanje finančnih trgov, pri čemer objavljeni dokument predlaga opredelitev CDD na osnovi običajnih storitev, ki jih CDD opravlja. S takšno definicijo zavzema po vzoru MiFID do neke mere funkcijski pristop, predlaga pa tudi nekatere izjeme, med drugim centralne banke, ki opravljajo funkcije CDD, operaterje računov v modelih neposrednega lastništva vrednostnih papirjev, registrarje in nekatere druge. Predlog opredelitve CDD je nakazan v običajnih storitvah, ki jih CDD opravlja, te pa so razdeljene med osnovne storitve in dodatne oziroma postranske storitve. Javni posvet se dotika tudi vprašanja CDD, ki imajo bančno licenco, pri čemer nakazuje možnost, da bi lahko bile takšne institucije deležne dodatnih kapitalskih zahtev, poleg tistih, ki jih predpisuje že Direktiva o kapitalskih zahtevah na osnovi Basel II. Prikazani vidiki interoperabilnosti oziroma dostopov pa nakazujejo tudi zagotovitev proste možnosti izdajateljev pri izbiri CDD, kar bi lahko pomembno vplivalo na odpravo Giovannini-jeve ovire 9. Po mnenju Komisije (Commission of the European Communities, 2011, str. 2) ostaja CDD edini tip institucije, ki je opredeljena kot sistemsko pomembna infrastruktura in hkrati regulirana le na ravni posameznih držav članic. Predlog zakonodajnega postopka s strani Komisije je pričakovan poleti 2011, rok za sprejetje in implementacijo pa še ni znan. Vendar, kot navaja Komisija (Commission of the European Communities, 2011, str. 38) bi bilo idealno, če bi rok za implementacijo v zakonodajo sovpadal z začetkom delovanja sistema »Target 2 Securities«.

Komisija je dne 8.12.2010 prav tako začela s postopkom javnega posvetovanja o možnosti spremembe MiFID direktive, katere pregled je zahtevan zaradi sprememb okolja finančnih trgov, razvoja tehnologije in tudi zaradi finančne krize, ki je razkrila nekatere

pomanjkljivosti sistema. Prenova MiFID-a se v postopku javnega posvetovanja osredotoča predvsem na možnosti zajema vseh novih vrst storitev in aktivnosti na finančnih trgih, zagotavljanje transparentnosti in dostopnosti podatkov iz vseh vrst finančnih instrumentov tako v okviru trgovalnih kot po-trgovalnih aktivnosti, dodatne zaščite investitorjev in nadzora, v okvir katerega je potrebno umestiti tudi nov organ ESMA, ki deluje z januarjem 2011 (European Commission, 2010c). Komisija bo oblikovala zakonodajni predlog za prenovu MiFID v letu 2011.

V postopku prenove pa so tudi CPSS – IOSCO priporočila za delovanje poravnalnih sistemov in CNS iz leta 2001 in 2004. V marcu 2011 so bili za namene javnega posvetovanja, ki se je zaključil julija 2011, izdani principi infrastrukture finančnih trgov (Bank for International Settlements & International Organization of Securities Commissions, 2011), ki nadgrajujejo obstoječe veljavne standarde, med drugim tudi tiste, ki veljajo za sistemsko pomembne plačilne sisteme. Poročilo združuje standarde v obliki 24 principov, katerim naj bi pri svojem delovanju sledili CDD, poravnalni sistemi, CNS, sistemsko pomembni plačilni sistemi in registri transakcij. Predstavljeni standardi razširjajo zahteve povezane z upravljanji s kreditnim in likvidnostnim tveganjem, postavljajo nove zahteve CNS pri zagotavljanju ločevanja kritij strank, obravnavajo splošno poslovno tveganje tržne infrastrukture, transparentnost delovanja in objave podatkov ter standarde pri posrednem članstvu v sistemih. Principi vključujejo tudi napotke povezane z interoperabilnostjo in povezljivostjo sistemov, pri čemer so te določbe vključene v principe korporativnega upravljanja, principe upravljanj s tveganji, principe zagotavljanj nediskriminatornih dostopov, principe komunikacijskih standardov in postopkov in druge. Principi infrastrukture finančnih trgov naj bi stopili v veljavo konec leta 2012.

5 PROJEKT »TARGET 2 SECURITIES«

5.1 Kaj je »Target 2 Securities«

»Target 2 Securities« (T2S) je ponudba ECB evropskim CDD, da ti prenesejo dejavnost poravnave na tehnično platformo T2S, ki bo zgrajena za zagotavljanje enotne, nevtralne in brezmejne poravnave vrednostnih papirjev v Evropi. T2S platforma bo omogočala DvP poravnavo v centralnobančnem denarju za vse ali večino vrednostnih papirjev v Evropi, pri čemer bo poravnava mogoča v evrih in tudi v drugih valutah. Sama platforma bo ponujala tehnične storitve poravnave vrednostnih papirjev za člane, ki se bodo platformi priključili. Namen T2S je, da s časom postane edini ponudnik čiste in osnovne poravnave vrednostnih papirjev v Evropi (European Central Bank, 2010d, str. 13).

Prenos dejavnosti poravnave iz nacionalnih CDD na pan-evropsko platformo ne pomeni ustanovitve evropske CDD, saj investitorji in posredniki ne bodo imeli računov ali drugačnega poslovnega razmerja s T2S. To je prepuščeno CDD, čeprav bo obstajala tudi

možnost neposrednega dostopa, vendar pa bo investitor ali posrednik v vsakem primeru moral imeti račun pri CDD s katero bo vzpostavil tudi poslovni odnos. Vrednostni papirji bodo namreč še vedno hranjeni na računih pri CDD, sama poravnava sklenjenih poslov ali dogovorov o prenosu vrednostnih papirjev pa se bo opravljala na novi platformi. Poravnava, kot jo bo opravljal T2S, bo izključno ozko opredeljena poravnava brez vsakršnih dodatnih storitev, ki lahko spremljajo transakcijo ali poznejše stanje na računu. Sama poravnava se bo izvajala le v centralnobančnem denarju v realnem času in na bruto osnovi (angl. *Real-time Gross Basis*). Pri tem gre za pogodbeno razmerje med (izključno) CDD in ECB, ki bo upravljavec platforme T2S, s katerim se bodo določile pravice in obveznosti pogodbenih strank ob prenosu funkcije poravnave iz CDD na T2S. V primeru sodelovanja CDD, ki delujejo izven evro območja, bo med ECB in nacionalno centralno banko takšne države zahtevan še podpis pogodbe, ki bo opredelila možnost poravnave vrednostnih papirjev v takšni valuti na platformi T2S.

T2S uvaja horizontalno integracijo najbolj osnovnega dela po-trgovalne infrastrukture med evropskimi državami, to je poravnavo, ostale funkcije po-trgovalnih storitev pa še vedno ostajajo pri CDD ali drugi družbi, ki jih izvaja. CDD bo tako še naprej upravljala razmerja s svojimi strankami in bo odgovoren za odpiranje in zapiranje računov za svoje stranke na T2S. CDD bo prav tako še naprej opravljal funkcije kot so regulatorno poročanje v nacionalnem okolju, procesiranje korporativnih dejanj, skrbniške storitve, storitve iz davčnega področja in druge storitve. Tako bodo tudi računi vrednostnih papirjev strank oziroma investitorjev ostali pravno umeščeni v odnos med CDD in stranko, hkrati pa se bodo ti računi odražali tudi na T2S platformi, kjer se bodo izvajale operacije, ki se bodo odrazile v spremenjenih stanjih na računih. Platforma bo za zagotavljanje optimizacije poravnave uporabljala zahtevne algoritme, ki bodo omogočali tudi delno poravnavo, tehnično netiranje⁹ prodajnih in nakupnih transakcij ter avtomatično procesiranje finančnih zavarovanj, katere bo sistem prenesel na osnovi kredita centralnih bank znotraj dneva in katere bo lahko samodejno zamenjeval kadar bi bil takšen vrednostni papir zahtevan za poravnavo drugega posla.

T2S bo predstavljal velik korak naprej v smeri zagotavljanja enotnega trga vrednostnih papirjev, saj bo pripomogel ali pa bo odstranil marsikatero izmed identificiranih Giovanannini-jevih ovir in bo deloval kot katalizator v nadaljnji harmonizaciji po-trgovalnih aktivnosti v Evropi. Platforma, ki bo v lasti Evrosistema in bo delovala na ne-profitni osnovi, bo zagotovila, da bo čezmejna poravnava postala enaka domači poravnavi, tako z vidika stroškov in tehničnega procesiranja kot tudi z vidika tveganj. Z izkoriščanjem ekonomij

⁹ Pri tem ne gre za pravo netiranje, temveč ločene poravnave, kjer pa se s pomočjo vgrajenih algoritmov in poravnave v realnem času upošteva optimalno zaporedje, ki vodi do nižjih likvidnostnih zahtev za uporabnike.

obsega naj bi T2S postal ena izmed stroškovno najučinkovitejših storitev za poravnavo vrednostnih papirjev na svetu (European Central Bank, 2009, str. 7).

5.2 Temelji začetka projekta »Target 2 Securities«

Interes ECB v zvezi z infrastrukturo kliringa in poravnave je povezan z vlogo institucije, katere skrb je finančna stabilnost, učinkovitost delovanja finančnih trgov in oblikovanje ter izvajanje monetarne politike, pri kateri se Evrosistem še posebej intenzivno srečuje s poravnalnimi sistemi vrednostnih papirjev. Skrb ECB za učinkovito delovanje poravnalnih sistemov izhaja tudi iz prepletenosti plačilnih in poravnalnih sistemov, katerih soodvisnost je postala še bolj izrazita po uvedbi evra in skupne monetarne politike v EU. Predstavniki ECB so tako že v letu 2002 navajali (Hämäläinen, 2002, str. 3–6), da je takšno razdeljeno okolje kliringa in poravnave nenavadno za enotno valutno območje in da v evro območju obstaja priložnost za izgradnjo nove in visoko učinkovite infrastrukture. Pri tem sicer obstajajo tržni procesi, ki vodijo h konsolidaciji, vendar je konkurenčnost okolja kliringa in poravnave vprašljiva, s tem pa se odpira tudi vprašanje po dodatni intervenciji javnega sektorja. Hämäläinen dodaja, da bi bil lahko poseg potreben tudi z vidika presejanja nacionalnih interesov in interesov posameznih tržnih udeležencev ter našteva nekatere primere vlog javnega sektorja pri oblikovanju sistemov ali vplivanju na spremembe po-trgovalne infrastrukture. Pri tem ostaja odprto vprašanje, če je potreben podoben poseg tudi na evropski ravni.

Ozadje projekta T2S je tudi tehnična diskusija o najboljšem možnem načinu za sinhronizacijo dostave vrednostnih papirjev in plačila zanje. Sprejeto je bilo vsesplošno stališče, da je to najučinkoviteje mogoče, če je tako prenos denarja kot prenos vrednostnih papirjev izvršen na isti platformi (Schaper, 2007, str. 21), vendar pa so se oblikovala precej različna mnenja, kdo in kako naj bi takšno platformo upravljal. Vprašanje, kako obvladovati denarni del poravnave poslova z vrednostnimi papirji, kjer se uporabi centralnobančni denar, je bilo še posebej aktualno v krogih večjih evropskih centralnih bank. Obstoječi procesi so navadno delovali v okolju ločenih platform, ki so zahtevali komuniciranje med denarnim sistemom, upravljanim s strani centralne banke, in poravnalnim sistemom, upravljanim s strani CDD. Ker en del poravnave sproži drugega, se pojavi vprašanje kateri sistem bo dopuščal delovanje na podlagi nalogov drugega sistema. Mnoge centralne banke, med njimi nemška, španska in italijanska, so prenos pristojnosti upravljanja denarnih računov, odprtih pri centralni banki, na CDD, videle kot nedopustno in tvegano dejanje, medtem ko je v Franciji Sicovam in kasneje Euroclear izvajal prenose po denarnih računih s pooblastilom francoske centralne banke. Poleg Francije sta bili takšnemu prenosu naklonjeni tudi Belgija in Nizozemska. V okolju tako različnih pogledov je T2S predstavil integrirano platformo, ki združuje oba dela DvP poravnave, vendar pri tem ne prenaša pristojnosti nad računi centralne banke v CDD, temveč obratno vključuje račune vrednostnih papirjev v platformo

centralne banke. Poravnava vrednostnih papirjev in denarja bo tako izvedena na eni vseevropski platformi.

Ideja T2S je nastajala v času in okolju, ki je okleval pri odločitvi, ali naj razvoj trga potrovalnih storitev vodi iniciativa privatnega sektorja ali pa je ob danih lastnostih sistemsko pomembne infrastrukture potreben takšen ali drugačen poseg javnega sektorja. Schmiedel in Schöenberger (2005, str. 31–32) sta menila, da vloga centralnih bank v sistemih poravnave in kliringa obstaja, ne glede na to ali pri tem upravlja lastni sistem ali pa deluje v smeri spodbujanja integracije sektorja. Na eni strani obstajajo teoretični in empirični dokazi o tem, da tržne sile na trgih vodijo do optimalne alokacije resursov in s tem do najučinkovitejše infrastrukture, vendar pri delovanju določenih trgov obstajajo tudi ovire, kjer še posebej ob pomanjkanju konkurence lahko pride do zastoja pri nadaljnji konsolidaciji. ECB je tako menil (European Central Bank, 2010d, str. 12), da kljub temu, da so se v preteklosti že dogajale uspešne združitve med CDD in da se bodo verjetno tudi v prihodnje, ni preveč verjetno, da bo konsolidacija s pomočjo združitve CDD v bližnji prihodnosti pripeljala do integrirane infrastrukture v Evropi. Ob upoštevanju pomena doseganja napredka na tem delu, je potrebno najti pot za vzpostavitev enotnega procesa poravnave na evropskem trgu vrednostnih papirjev. Zamisel o ponudbi lastne platforme za poravnavo vrednostnih papirjev je bila za ECB dodatno zanimiva tudi zaradi uspešnosti plačilne pan-evropske platforme Target in kasneje Target2, katere temelji bi lahko bili uporabljivi tudi pri izgradnji poravnalnega dela infrastrukture vrednostnih papirjev.

Vendar pa je kljub vsemu lahko na podlagi navedenih funkcij ECB vprašljiva legitimnost poseganja na trg kliringa in poravnave z oblikovanjem in upravljanjem lastne rešitve za poravnavo vrednostnih papirjev v Evropi. Kot navaja Norman (2007, str. 256), je ECB oblikovala pravni vidik, ki meni, da je takšen poseg na trg dopusten pod istimi členi Pogodbe o ustanovitvi evropske skupnosti, kot so bili uporabljeni že za vzpostavitev in delovanje plačilnega sistema Target2¹⁰, v primeru, če bo T2S le tehnična platforma, ki bo zagotovila harmonizirane IT rešitve in kapacitete, ne pa tudi v primeru, če bi bil T2S poravnalni sistem ali CDD. Glede ustreznosti pravne podlage ECB za implementacijo T2S sicer tudi nadalje ostaja precej dvomov, tudi ob dejstvu, da bo nadzornik trga hkrati upravljavec sistema.

5.3 Opis dosedanjega razvoja projekta »Target 2 Securities«

T2S ima svoje uradne začetke v juliju 2006 z odločitvijo Sveta ECB o začetku postopka preučitve izvedljivosti razvoja enotne pan-evropske platforme za poravnavo vrednostnih papirjev. Odločitev ECB časovno sovпада z odločitvijo Komisije, ki se je takrat odločila, da ne bo predlagala evropske direktive o kliringu in poravnavi, temveč bo razvoj spodbujala z

¹⁰ Gre za člene 17, 18 in 22 Protokola k Statutu ESCB in ECB, ki je priloga k Pogodbi o ustanovitvi Evropske skupnosti (angl. *European Community Treaty*).

uporabo tržnih sil, tudi s pomočjo kodeksa ravnanja, ki naj bi zagotovil večjo konkurenco na trgu. ECB je predlagala javno posvetovanje o projektu in želela končno odločitev sprejeti v začetku leta 2007. Odzivi privatnega sektorja na predlog so bili različni, od pozdravljanja iniciative do precejšnje skeptičnosti, pri čemer je bila skupna predvsem zahteva, da je potrebno pred dokončno odločitvijo podati več informacij o nameravanem projektu, tako glede upravičenosti takšnega posega v trg, ki se je kljub vsemu razvijal, do upravljanja platforme, stroškov, ekonomskih učinkov in same izvedljivosti projekta.

V marcu 2007 je Svet ECB sklenil, da je implementacija mogoča in da je potrebno nadaljevati z oblikovanjem natančnih uporabniških zahtev in preučitvijo ekonomskih učinkov na končne uporabnike platforme. Takšen sklep še ni pomenil končne odločitve o začetku izvedbene faze projekta, temveč je dopuščal dodatni čas za preučitev zahtev in analize učinkov. Ustanovljena je bila T2S Svetovalna skupina (angl. *T2S Advisory Group*) z mandatom za oblikovanje osnutka zahtev uporabnikov (angl. *User Requirements Document – URD*). Javno posvetovanje v zvezi z osnutkom URD skupaj z metodologijo za oceno ekonomskih učinkov je potekalo od konca leta 2007 do aprila 2008. V maju 2008 je bila v obliki dveh dokumentov ažurirana in natančneje izdelana ocena ekonomskih učinkov projekta. Povzetek učinkov (European Central Bank, 2008, str. 2–5) predstavlja oceno stroška transakcije v T2S na osnovi treh scenarijev, ki se razlikujejo glede na število predvidenih transakcij na bodoči platformi, ter na osnovi ocenjenih stroškov izgradnje in vzdrževanja T2S. Stroški izgradnje so bili ocenjeni na 203 milijone EUR, letni operativni stroški in stroški vzdrževanja pa med 65 in 104 milijoni EUR. Glede na število transakcij, katerih ocena je bila po različnih scenarijih 172, 345 in 640 milijonov letno, bi strošek poravnave znašal 57, 32 in 21 centov na transakcijo. Povprečni obstoječi strošek poravnave v letu 2007 po obeh scenarijih z večjim številom transakcij je znašal 62 in 73 centov na transakcijo. Študija ob tem ocenjuje še stroške, ki bi se ob upoštevanju prilagoditvenih in drugih stroškov CDD dejansko odrazili pri končnem uporabniku, ter na tej osnovi zaključuje, da bi prihranki še vedno znašali med 56 in 228 milijoni EUR na letni ravni po obeh pozitivnejših scenarijih, po tretjem scenariju pa je rezultat približno nevtralen, upošteva prihranke iz naslova optimizacije zalednih služb in upravljanja s finančnimi zavarovanji pri uporabnikih, pa je rezultat vsekakor pozitiven. Ocena dodatno ocenjuje tudi dinamični efekt povečane tržne integracije in povečane učinkovitosti, ki naj bi bil med 1,1 in 1,6 milijarde EUR letno.

V juliju 2008 je Svet ECB sprejel odločitev o nadaljevanju in prehodu v razvojno fazo projekta. Ta odločitev je dejansko pomenila prelomno točko, po kateri je bilo jasno, da je projekt potrjen in da se dejanska investicija lahko začne. Razvoj in delovanje T2S je ECB zaupala centralnim bankam Nemčije, Španije, Italije in Francije. Na osnovi URD, ki se je še naprej dopolnjeval, je začel nastajati tehnični dokument o splošnih funkcijskih specifikacijah (angl. *General Functional Specifications – GFS*). URD je bil dokončan v februarju 2010, GFS pa v maju 2010. Na osnovi obeh dokumentov je bil v marcu 2011 predstavljen osnutek

natančnejših uporabniških funkcionalnih specifikacij (angl. *User Detailed Functional Specifications – UDFS*), ki predstavlja podroben opis funkcionalnosti platforme za uporabnike in je bil v javni diskusiji do 27.5.2011. Medtem je ECB tudi intenzivno usklajevala možnosti pravnih razmerij s CDD. Kot prvi korak k pogodbi o pristopu k T2S je bila v juliju 2009 usklajena pogodba o nameri (angl. *Memorandum of Understanding – MoU*), katero je do sedaj podpisalo 30 CDD v EU in izven. MoU je pomenil zavezo CDD za nadaljnja pogajanja z ECB o vsebini dokončne pogodbe o sodelovanju (angl. *Framework Agreement*), katere podpis je predviden jeseni leta 2011. ECB bo s centralnimi bankami izven evro območja, ki se bodo odločile za sodelovanje in bodo dovolile uporabo svoje valute, podpisoval pogodbo o uporabi valute za namene poravnave vrednostnih papirjev na T2S platformi (angl. *Currency Participation Agreement*).

V novembru 2010 je Svet ECB potrdil ceno poravnave oziroma poravnalnih instrukcij na T2S v znesku 15 centov, ki je zajamčena od začetka dejanske uporabe platforme do konca leta 2018. Jamstvo ECB za takšno ceno sicer velja pod tremi opredeljenimi pogoji, kateri so zagotovitev prisotnosti poravnave v ostalih valutah v deležu vsaj 20 % od skupnega prometa, skupni promet poravnave v EU se naj ne bi znižal za več kot 10 %, ter, da storitve T2S ne bodo predmet obdavčitve z davkom na dodano vrednost. Prihodki iz naslova poravnave naj bi sicer doprinesli 75 % skupnih prihodkov T2S, medtem ko bi informacijske storitve in poročanje zagotovile ostalih 25 %. Platforma, ki bo delovala na ne-profitni osnovi, predvideva ob danih cenah amortizacijsko dobo 7 let.

Eno izmed bistvenih vprašanj, ki mora biti razrešeno do podpisa zavezujočih pogodb, je način in pristojnost upravljanja T2S. Pri upravljanju platforme je potrebno doseči soglasje deležnikov kot so Evrosistem, sodelujoči CDD, centralne banke izven Evrosistema in končni uporabniki. Projekt predvideva zaključek razvojne faze do konca leta 2013. Po obdobju testiranja v letu 2014 je predviden prvi migracijski val CDD na T2S v septembru 2014 z zaključkom migracije sodelujočih CDD septembra 2015.

5.4 »Target 2 Securities« in druga povezana infrastruktura ECB

Projekt T2S je s pravnega vidika izredno kompleksen, saj predstavlja redki primer prostovoljnega prenosa profitne dejavnosti na institucijo javnega sektorja (Sigloch & Borisova, 2010, str. 3). Ker gre za prenos infrastrukture, je lahko v posameznih državah članicah zahtevana sprememba zakonodaje ali drugi ukrepi, ki posamezni CDD omogočajo prenos dejavnosti in hkrati izpolnjevanje vseh zakonskih zahtev in odgovornosti, ki jih CDD ima tako v odnosu do uporabnikov kot do regulatorjev in nadzornikov. Za CDD prostovoljni prenos dejavnosti pomeni znižanje prihodkov iz naslova poravnave in nezanemarljive stroške prilagoditve svojih sistemov na novo poravnalno platformo tudi v primerih, ko obstoječi sistemi še niso amortizirani. Projektu se je kljub temu s podpisom MoU do sedaj pridružilo 30 CDD.

Prvotna podpora T2S je bila najmočnejša s strani centralnih bank, članicah Evrosistema in s strani uporabnikov CDD, navadno skrbniških in investicijskih bank. Kot navaja Norman (2007, str. 252), je bil T2S prvotno ponujen skupaj s tremi elementi, o katerih pogajanje ni bilo predvideno. Prvi pogoj je bil, da je T2S integriran model, torej skupna platforma za poravnavo vrednostnih papirjev in poravnavo denarja, drugi, da ima T2S monopol pri uporabi centralnobančnega denarja pri poravnavi vrednostnih papirjev in tretji pogoj, da je celoten evro prostor del T2S. Tako platforma ECB uporablja centralnobančni denar kot zahtevo in kot motiv. Za zagotavljanje čezmejne poravnave v centralnobančnem denarju morajo investitorji navadno neposredno sodelovati tudi v nacionalnem plačilnem sistemu države kjer je CDD lociran. T2S bo omogočil učinkovito čezmejno poravnavo v centralnobančnem denarju, kar je sedaj navadno zelo oteženo. Z napovedmi o bistvenih znižanjih stroškov poravnave, še posebej čezmejnih, pa je projekt pridobil tudi visoko podporo med investitorji in uporabniki storitev poravnave, ki so ob tem pričakovali priključitev CDD, katerega storitve so uporabljali, na T2S. Čeprav je bodoča poravnalna platforma do neke mere politično motiviran projekt, je že proces pridobivanja podpore vzpostavitvi T2S deloval kot konkurenčni dejavnik med CDD.

Vendar pa tudi za ECB vzpostavitev in upravljanje platforme T2S pomeni prevzemanje velikega operativnega tveganja. Nova platforma za poravnave vrednostnih papirjev, ki stremi k temu, da postane edina poravnalna platforma v EU in tudi širše, zahteva prevzemanje velike odgovornosti, hkrati pa lahko pomeni veliko tveganje ugleda tako pomembne nadzorne institucije.

T2S je ena izmed treh komponent upravljanja z likvidnostjo v sistemu evra. Poleg načrtovane platforme za poravnave vrednostnih papirjev, je ECB tudi ponudnik plačilnega sistema Target2 ter sistema za upravljanje s finančnimi zavarovanji CCBM2 (angl. *Collateral Central Bank Management*), ki je načrtovan vzporedno s T2S. Target 2, vpeljan v letu 2007, je sicer naslednik plačilnega sistema Target iz leta 1999, CCBM (angl. *Correspondent Central Banking Model*) pa je trenutna rešitev ESCB za upravljanje s finančnimi zavarovanji, ki jih centrale banke prejemajo v zvezi s kreditnimi operacijami. Nov sistem, CCBM2, ki ga v okviru ESCB razvijata centralna banka Belgije in Nizozemske, se bo od starega razlikoval v tem, da bo ponudil enotno platformo za finančna zavarovanja v okviru katere bo Evrosistem sprejemal finančna zavarovanja ne glede na to, v kateri državi bodo dana. Posamezna banka trenutno po modelu CCBM lahko zagotovi tudi čezmejna zavarovanja, vendar jih prejme centralna banka tiste države, kjer so zavarovanja na voljo, nato pa to potrdi centralni banki v državi, kjer ima sedež banka prejemnica kredita. Nova platforma pa bo omogočala centralizirano upravljanje z zavarovanji v Evrosistemu. CCBM2 bo v uporabi za čezmejna in domača finančna zavarovanja.

T2S bo deloval v sinergijah s Target2 in CCBM2. CCBM2 bo pridobil s T2S rešitvami poravnave vrednostnih papirjev uporabljenih za finančna zavarovanja kreditnih operacij

Evrosistema, T2S pa bo uporabil nekatere storitve CCBM2 pri operacijah zagotavljanja samodejnih finančnih zavarovanj, ki bodo že vgrajene v novo poravnalno platformo (European Central Bank, 2010c, str. 23). Za maksimiziranje sinergij vseh treh rešitev ECB preučuje tudi možnost vzpostavitve enotnega dostopa do vseh treh storitev skozi enotni vmesnik Evrosistema (angl. *Eurosystem Single Interface – ESI*).

5.5 Umestitev »Target 2 Securities« v evropsko okolje kliringa in poravnave

Projekt T2S je mogoče opredeliti med model globalne družbe za poravnavo vrednostnih papirjev in model osrednje enote, vendar bo v osrednjo enoto prenesen le nabor storitev poravnave, ostale povezane funkcije pa bodo ostale v obstoječih institucijah. CDD ne bodo ohranile svoje obstoječe storitve in sicer primarne funkcije poravnave vrednostnih papirjev. Pri tem je predviden prenos vseh poravnav na enotno platformo, ne glede na to ali gre za domačo transakcijo ali čezmejno poravnavo. V T2S tehnično gledano ne bo obstajala razlika med eno in drugo, temveč bo vsaka transakcija pomenila domačo (evropsko) poravnavo. Le na ta način je namreč mogoče zagotoviti takšno število transakcij na platformi, ki ob upoštevanju ekonomij obsega zadosti ekonomski upravičenosti projekta. T2S tako postavlja pod vprašaj tudi domačo poravnano v Evropi, ki je bila vedno predmet dobrih ocen in pravzaprav ni zahtevala posebnih dodatnih ukrepov. Pri tem mnogo CDD trdi, da so njihovi poravnalni sistemi dobro avtomatizirani, že amortizirani in da vključujejo tudi procesiranje ostalih po-trgovalnih storitev, ki so tesno povezane s samo poravnavo vrednostnih papirjev. Koncept T2S pričakuje popoln prenos poravnav na T2S in opuščanje domačih poravnalnih sistemov, kar pa po besedah CDD ne bo vedno mogoče.

Kot omenjeno, T2S posega v okolje po-trgovalnih storitev na nivoju funkcije poravnave brez usmeritve po integraciji ostalih funkcij kliringa in poravnave. ECB namreč navaja, da bo integracija poravnav z vzpostavitvijo enotnega okolja za opravljanje osnovne storitve poravnave stimulatивно vplivala na razvoj konkurenčnega okolja pri opravljanju ostalih po-trgovalnih storitev (T2S, *Settling Without Borders*, 2009, str. 24). Vendar pa obstaja povezanost poravnave in ostalih storitev, ki se navadno opravljajo v okviru iste institucije. Modeli horizontalne integracije so navadno vodili do združevanja sistemov trgovanja, združevanja sistemov kliringa in združevanja sistemov poravnav. Pri tem je integracija potekala v celotnem spektru storitev, ki so jih takšni sistemi opravljali. V primeru poravnav so bile to poleg ožje opredeljene poravnave še funkcije vodenja računa, hramba vrednostnih papirjev, odnos in informiranje strank, skrbniške storitve in storitve v zvezi z davki, procesiranje korporativnih dejanj in drugo. T2S pa uvaja horizontalno integracijo na precej ožjem področju in lahko s takšnim načinom precej posega v obstoječe opravljanje funkcij posamezne CDD. Schneider (2008, str. 3) ugotavlja, da obstajajo velike in težko ločljive povezave med poravnami vrednostnih papirjev in ostalimi po-trgovalnimi storitvami. Zasnova T2S sistema, ki prekinja povezavo med poravnavo in ostalimi po-trgovalnimi

storitvami, neizpodbitno žrtvuje učinkovitost in stroškovne prihranke ter povečuje operativno tveganje. Takšno mnenje potrjujejo tudi empirične raziskave, ki skupaj s teorijo združevanj enostranskih in dvostranskih mrež kažejo na obstoj ekonomij razpona. To pomeni, da bo razdruževanje poravnave od storitev hrambe vrednostnih papirjev in opravljanje obeh storitev v ločenih sistemih, povečalo neučinkovitost in stroške. Ločevanje različnih storitev, ki se izvajajo v CDD, bo povečalo skupne stroške opravljanja dejavnosti (Van Cayseele & Wuyts, 2005, str. 30). Na problematičnost ločevanja poravnave od ostalih funkcij CDD je v samem začetku projekta opozarjal tudi Euroclear, ki je posebej izpostavil, da ločitev poravnave in procesiranje korporativnih dejanj povečuje razdeljenost že tako deljenega evropskega trga kliringa in poravnave (Norman, 2007, str. 255).

T2S temelji na doseganju ekonomij obsega. Dejansko je težko pričakovati, da bi privatna pobuda v kratkem času privedla do združitve takšnega obsega transakcij na enotni platformi oziroma poravnalnem sistemu. Pretekla integracija v dejavnosti kliringa in poravnave je v precej primerih ustvarila pravno združene družbe, a ločene sisteme kliringa in poravnave. V primerih, ko je prišlo do vzpostavitve enotnega sistema, je bil to dolgotrajen in drag proces. Vendar kot v analizi ugotavlja Tapking (2007, str. 22), integracija CDD vpliva na ekonomsko blaginjo, pri čemer največji pozitivni doprinos prinaša popolna tehnična združitev dveh družb, medtem ko le pravna združitev negativno vpliva na ekonomsko blaginjo, saj se z le pravno združitvijo prekinejo še tisti konkurenčni dejavniki, ki so na obe CDD vplivali preko povezave med družbama. T2S ustvarja čezmejno tehnično združitev procesov poravnave in ima iz tega vidika možnosti za doseganje pozitivnih vplivov na dejavnost in širše na finančne trge.

Platforma ECB ustvarja monopol v dejavnosti, ki ima vse lastnosti naravnega monopola, pri čemer ustvarja enotno okolje v najbolj osnovnem delu dejavnosti, poravnava, kar je med drugim mogoče imenovati tudi infrastruktura. ECB navaja (T2S, Half-Way to Delivery, 2010, str. 33), da je prednost dejstva, da ECB upravlja takšen monopol v tem, da ni verjetna zloraba takšnega položaja, saj bo poravnava potekala na neprofitni osnovi s povrnitvijo vseh presežkov nazaj na trg. Kljub temu pa je potrebno zagotoviti največjo možno transparentnost, ki naj bi preprečila slabo učinkovitost in birokratiziranost projekta in kasnejšega delovanja platforme. Vzpostavitev ustreznih struktur upravljanja bo zato ena ključnih komponent uspešnosti projekta.

V letu 2010 se je začela tudi natančnejša analiza o zahtevanih prilagoditvah CCD na T2S. Spodbujanje prilagajanja CDD na T2S je v močnem interesu ECB, saj bi v nasprotnem primeru lahko velik del obstoječih sistemov CDD ostajal v prvotni funkciji z obstoječimi stroški amortizacije in dodanimi novimi stroški transakcij na T2S. Vse to bi lahko pomenilo višjo končno ceno poravnave za uporabnike kot je to trenutno. Povečana konkurenca med CDD, kot jo predvideva koncept T2S, bi sicer pripeljala do opuščanja obstoječih sistemov, vendar ocena uspešnosti T2S kot projekta zavisi tudi od hitrosti prestrukturiranja CDD in

prilagoditve na novo poravalno platformo. Vzpostavitev T2S pomeni, da bo CDD opravljala poravnave na novi platformi, vendar samo po sebi to še ne pomeni možnosti za opravljanje poravnave med različnimi CDD. Za namen navzkrižne CDD poravnave bo še vedno potrebno odpiranje računa in ustrezno pravno razmerje z nasprotno CDD, saj bo CDD poleg ostalega še vedno odgovorna za vzdrževanje računov vrednostnih papirjev in statičnih podatkov o uporabnikih in vrednostnih papirjih. S T2S bo vzpostavljena poenotena osnovna poravalna infrastruktura, ki bo poravnave med CDD poenostavila, vendar bo za dejansko spodbujanje poravnave med CDD potrebno opraviti dodatno harmonizacijo okolja kliringa in poravnave med državami članicami.

6 PREDVIDEN RAZVOJ OKOLJA ZA KLIRING IN PORAVNAVO V EVROPI

6.1 Predviden vpliv »Target 2 Securities« na okolje kliringa in poravnave v Evropi

T2S bo na harmonizacijo okolja za kliring in poravnavo vplival tako neposredno kot posredno. Neposredni vpliv se izvaja predvsem preko izbranega načina izgradnje platforme, ki ne upošteva nacionalnih značilnosti in pričakuje, da se bodo posamezni trgi prilagodili zakonitostim poravalne platforme, nacionalne posebnosti pa odpravili ali jih vzdrževali na lastne stroške (European Central Bank, 2010d, str. 38). Takšen pristop bo povzročil dodatne pritiske, sprožene predvsem s strani CDD, na odpravo nacionalnih posebnosti. Posredni vplivi na harmonizacijo pa so pričakovani s strani različnih tržnih udeležencev, ki bodo zaznali večje priložnosti T2S, če bi ta deloval v harmoniziranem evropskem okolju. Skladno z razvojem T2S projekta je ECB oblikovala tudi delovne skupine, ki se ukvarjajo z vidiki harmonizacije evropskega okolja za kliring in poravnave. S procesi harmonizacije evropskega okolja v najširšem smislu se ukvarja skupina za harmonizacijo (angl. *Harmonisation Steering Group*), ožje opredeljene problematike pa zastopajo specializirane skupine, med njimi skupina za standardizacijo sporočil, ki se bodo uporabljala za komunikacijo z uporabniki, skupina za standardizacijo procesiranja korporativnih dejanj, skupina za transparentnost lastništva vrednostnih papirjev, skupina za okolje nemotene poravnave med CDD (angl. *Task Force on smooth cross-CSD settlement*), skupina za učinkovitost poravnalnega procesa in druge. Vse omenjene skupine, ki delujejo v okviru projekta T2S in v sodelovanju s predstavniki nacionalnih okolij, s svojim delom že prispevajo k oblikovanju novega, bolj harmoniziranega evropskega okolja za storitve kliringa in poravnave.

Uporabniške zahteve za T2S (angl. *T2S User Requirement Document – URD*) in UDFS predstavljajo konsenz udeležencev na trgu vrednostnih papirjev v Evropi v zvezi z načini in procesi, ki potekajo ob poravnavi. Vpeljava T2S bo pripomogla k odpravi Giovannini-jevih ovir 1, 2, 3, 4, 5 in 7. UDFS predvideva enoten urnik poravnave vseh CDD, ki se bodo

pridružile skupni poravnalni platformi, to pa bo bistveno pripomoglo k odstranitvi ovire 7 (razlike v urnikih delovanja sistemov in skrajnih rokih za izvedbo poravnave), saj bo T2S opredelil enoten urnik poravnave v dejanskem času in izvajanje nočnih poravnalnih ciklov med vsemi vključenimi udeleženci trga. Navedeno bo pripomoglo tudi k odstranitvi ovire 4 (pomanjkanje gotovosti izvedbe čezmejne poravnave znotraj dneva), čeprav bo del negotovosti pri izvajanju čezmejne poravnave ostal. Nova evropska direktiva o dokončnosti poravnave namreč predvideva uveljavitev rokov, ob katerih se poravnava smatra kot dokončna in nepovratna, na ravni posameznih sistemov, ki delujejo v posameznih nacionalnih jurisdikcijah, razen, če bo T2S v pogodbenih razmerjih s svojimi člani uspel doseči poenotenje omenjenih rokov in na ta način tudi v tem delu pripomogel k pravni gotovosti pri izvajanju čezmejnih poravnav. Enotna IT poravnalna platforma in enoten komunikacijski protokol z uporabo standardov ISO 20022 bosta bistveno pripomogla k odstranitvi ovire 1 (razlike v informacijski tehnologiji, komunikacijskih standardih in sporočilnih protokolih). V zvezi z odpravljanjem ovire 3 (razlike pri korporativnih dejanjih izdajateljcev in identifikacija dejanskega lastništva vrednostnih papirjev) bo T2S pripomogel predvsem z aktivnostmi, ki se izvajajo v okviru podskupine za korporativna dejanja (angl. *Corporate Actions Sub-Group – CASG*), katera naloga je, da spremlja in posredno vpliva na razvoj nacionalnih okolij pri izvajanju korporativnih dejanj povezanih s prenosi vrednostnih papirjev. V tem delu bo T2S dodatno pripomogel k standardizaciji procesov, sicer pa nova platforma ne posega neposredno na področje korporativnih dejanj izdajateljcev, temveč tam, kjer je to potrebno, upošteva sprejete standarde za procesiranje korporativnih dejanj, ki jih je v juliju 2009 sprejela skupina za korporativna dejanja (angl. *Corporate Actions Joint Working Group – CAJWG*) z mandatom skupine CESAME2 (Corporate Actions Joint Working Group, 2009). Ob dejstvu, da T2S predstavlja tehnično platformo za izvajanje poravnav evropskih CDD, bo vzpostavljena tudi tehnična osnova za nadaljnje vzpostavljanje povezav med CDD, kar bo neposredno in posredno vplivalo na odpravljanje ovire 2 (omejitve, ki zahtevajo uporabo izbranih CDD glede na mesto trgovanja) in ovire 5 (praktične ovire za oddaljene dostope do poravnalnih sistemov). Vendar, kot omenjeno, T2S sam po sebi še ne zagotavlja interoperabilnosti med vključenimi CDD, saj je za izvajanje čezmejnih poravnav potrebno dodatno urediti razmerja med CDD, tako pravna kot operativna in tehnična. Kot ugotavljata Sigloch in Borisova (2010, str. 10), bi med 30 CDD, ki so podpisali MoU, T2S potreboval infrastrukturo 870 povezav med posameznimi CDD, da bi se dosegla popolna interoperabilnost omrežja. Prav tako T2S ponuja določeno mero standardizacije za vzpostavljanje povezav, vendar pa je dejansko povezovanje CDD odvisno predvsem od ekonomske upravičenosti ter interesa posamezne CDD. Kljub pričakovanemu povečevanju konkurence med CDD zaradi standardizacije in tehničnih možnosti, ki jih prinaša T2S, bo brez regulatorne zahteve po neoviranem dostopu do sistemov dejansko odpiranje CDD prosti konkurenci vprašljivo (Commission of the European Communities, 2011, str. 14). Ker se nova platforma ukvarja predvsem s harmonizacijskimi procesi na področju poravnav, lahko pričakujemo, da bo harmonizacija ostalih po-trgovalnih storitev

dosežena kasneje, deloma kot posledica harmonizacije pri opravljanju poravnave in deloma kot posledica povečanja konkurence pri opravljanju po-trgovalnih storitev. V okolju, kjer bo povezovanje CDD olajšano, bo odgovornost za zagotavljanje po-trgovalnih storitev ostala na posameznih CDD, pri čemer bo CDD investitorja morala biti sposobna procesirati in servisirati tuje vrednostne papirje na enakem nivoju kot domače. Vsekakor je v interesu projekta, ki poravnavo vrednostnih papirjev izvzema iz okolja konkurenčnih storitev, spodbujanje konkurence na ostalih delih po-trgovalnih storitev, saj je lahko v nasprotnem primeru učinek projekta dejansko znižanje nivoja konkurence med udeleženci evropskega trga po-trgovalnih storitev.

Projekt T2S bo neposredno vplival tudi na organizacijo aktivnosti poravnave na posameznih evropskih trgih. Tako lahko predvidevamo, da bo prišlo do ločevanja poravnalnih in klirinških sistemov v okoljih, kjer sta oba procesa vodena v okviru iste platforme. Prav tako lahko predvidevamo, da bo na trgih, kjer obstajajo ločeni poravnalni sistemi za dolžniške in lastniške vrednostne papirje, prišlo do združevanja procesov poravnave obeh tipov vrednostnih papirjev. Posredni vpliv skupne poravnalne platforme, ki pa ga je trenutno precej težje natančneje napovedati, je mogoče pričakovati predvsem na področju registracijskih postopkov in strukturi računov vrednostnih papirjev. S standardizacijo in javno monopolizacijo storitev poravnave lahko pričakujemo zniževanje dodane vrednosti storitve poravnave v okviru celotne vrednosti po-trgovalnih storitev oziroma celotnih trgovalnih in po-trgovalnih storitev. Poravnava kot funkcija v okviru po-trgovalnih storitev se tako umika iz trga, ponudba posredovanja v poravnava pa se dodatno koncentrira pri CDD. Prenos funkcije poravnave bo tako sprožil nadaljnje premike v širšem okolju.

6.2 Predviden vpliv »Target 2 Securities« na institucije kliringa in poravnave v Evropi

Projekt T2S je bil napovedan v času pričakovanja večje privatizacije in liberalizacije trga po-trgovalnih storitev in je bil iz tega razloga precejšnje presenečenje med tržnimi udeleženci. Usmeritve Komisije so nakazovale na zahtevo po odpiranju institucij kliringa in poravnave in vzpostavljanju večje konkurence med ponudniki, poseg ECB pa je nasprotno nakazal izvzetje storitev poravnave iz proste konkurence ter izpostavil udeležence trga pred nove odločitve v zvezi z razvojem njihovih poslovnih modelov in vloge na trgu. Ker skupaj z razvojem projekta tržni udeleženci še raziskujejo svojo bodočo umestitev, je tudi dejanski vpliv T2S na institucije kliringa in poravnave zaenkrat še precej neznan.

Vsekakor je mogoče napovedati, da bo nova platforma imela največji vpliv na delovanje CDD, ki v največji meri opravljajo storitev poravnave in ki bodo morale opraviti največje prilagoditve pri vključevanju na T2S. Pri preoblikovanju CDD se pojavlja vprašanje o dejanskih možnostih za opustitev obstoječih poravnalnih sistemov, kar je predpogoj, da T2S ne bo le dodaten sistem za poravnavo vrednostnih papirjev, ki bi prispeval dodatni nivo

stroškov poravnave. Na takšno možnost so na sestankih T2S svetovalne skupine redno opozarjale CDD, ki so trdile, da bo opuščanje trenutnih poravnalnih sistemov težavno, oziroma, da bo T2S le dodatni poravnalni sistem. Opuščanje obstoječih sistemov bo lahko še posebej težavno pri manjših CDD v nacionalnih okoljih z malo čezmejne aktivnosti, ki so lahko povsem zadovoljivo delovali na domačem trgu, v novih razmerah pa bo zahtevana relativno velika investicija prilagoditve na T2S, kar bo v določenem obdobju močno vplivalo na stroške CDD ter posledično na lastnike in uporabnike. Trg predvideva določeno verjetnost, da ne bo prišlo do hitrega opuščanja obstoječih sistemov in ustrezne prilagoditve na novo platformo. ECB ob tem meni (European Central Bank, 2011, str. 2), da bodo tržne sile same spodbudile opuščanje starih sistemov, saj bo uporaba dvojnega poravnalnega sistema povzročila nekonkurenčnost takšne CDD. V primeru povišanja cene storitve zaradi T2S pa bi po mnenju ECB uporabniki začeli opuščati storitve takšne CDD. Namesto dvojnih sistemov v okviru obstoječih CDD je celo mogoče pričakovati vstop novih CDD, ki bi ponudili svoje storitve povsem neobremenjene z infrastrukturno dediščino. T2S predvideva, da bodo CDD zaradi delovanja konkurenčnega okolja, ki ga bo ravno T2S dodatno spodbudil, začeli z ažurnim prilagajanjem na novo skupno poravnalno platformo in opuščanjem obstoječih sistemov, najverjetneje celo v obliki enkratnih odpisov. Prilagoditev infrastrukture bi lahko zahtevala, da je cenik CDD nekoliko višji kot 15 centov na poravnavo oziroma transakcijo, vendar ne bistveno višji ter še vedno precej nižji, kot je to trenutno pri veliki večini nacionalnih CDD.

T2S prinaša horizontalno integriran poravnalni sistem in na tej osnovi ocenjuje prihranke iz naslova ekonomij obsega. Vendar pa zaradi svojega koncepta tudi oddaja storitev poravnave iz celotnega sklopa po-trgovalnih storitev, ki jih posamezna institucija, navadno CDD, opravlja. Kot navaja Schaper (2009, str. 439), je integracijo čezmejnih poravnav mogoče doseči z uporabo enotne platforme. Integracija ostalih po-trgovalnih storitev pa je najučinkovitejša, če poravnava vrednostnih papirjev ni ločena od ostalih povezanih skrbniških storitev. Edini pristop, ki ločuje poravnavo od ostalih po-trgovalnih storitev, je T2S, ki tako povzroča stroške neoptimalnega izkoriščanja ekonomij razpona. Kot kaže analiza ekonomij razpona na primerih CDD, ki izvajajo tako storitve poravnave kot storitve hrambe oziroma skrbništva vrednostnih papirjev, bi na primeru CDD, ki ima 2.000 strank in 5.000 vrednostnih papirjev, v primeru ločitve obeh funkcij v dva različna sistema, prišlo do skupno 5 do 10 % povečanja stroškov (Van Cayseele & Wuyts, 2005, str. 30).

Udeleženci trga kliringa in poravnave v Evropi so lahko zaradi predstavitve T2S soočeni z zahtevo po temeljiti prilagoditvi svojih projektov, saj je ECB svojo vizijo postavil ob bok nekaterim obstoječim tržnim iniciativam, ki so že zahtevale precejšnje investicije. Največja med njimi je gotovo skupni poravnalni sistem skupine Euroclear, projekt, ki v okviru trgov, ki jih skupina pokriva, predstavlja primer globalne družbe za poravnavo vrednostnih papirjev. Vzpostavitev skupne poravnalne platforme Euroclear-a je v očeh strokovne javnosti prepoznan kot drzen projekt, ki bi lahko v primeru uspešnega zaključka služil kot

vzorčen primer integracije poravnalnih sistemov. Vendar pa so že vseskozi prisotna tudi mnenja, da je projekt v pomanjkanju harmonizacije med posameznimi trgi pretvegan, ter, da v danih razmerjih na trgu ne bo vodil do skupne pan-evropske poravnalne platforme. Ugotovimo lahko, da imata projekta Euroclear-a in ECB poleg podobnega namena skupne tudi velike investicije v centralne IT platforme in dolgo časovno komponento projekta. Tako kot Euroclear je tudi ECB posegel v precej neharmonizirano okolje, vendar z drugačnimi možnostmi pri vplivanju na spremembe v regulatornem in drugem okolju, kar lahko odločilno vpliva na uspešnost projektov. Na delno konkurenčnost obeh projektov kaže tudi dejstvo, da se je skupina Euroclear odločila preložiti nadaljnjo integracijo posameznih delov svoje infrastrukture z namenom opazovanja razvoja T2S in možnosti pravočasne prilagoditve lastne integracije v izogib podvajanju zmogljivosti. Vendar pa je projekt Euroclear-a funkcijsko širši in poleg poravnave podpira tudi druge funkcije, na katere T2S neposredno ne posega (Fitch, Inc., 2009, str. 4). T2S tako močno vpliva na tržne iniciative, ki so želele vzpostaviti večjo stopnjo integracije poravnalnih sistemov, vendar pa v primeru projekta skupine Euroclear nudi tudi izhodišče za osredotočenje na integracijo infrastrukture za opravljanje ostalih po-trgovalnih storitev.

Nekatere druge tržne iniciative, kot je »Link Up Markets«, so s projektom T2S precej manj konkurenčne. »Link Up Markets« je z nizkimi investicijami vzpostavljen kot tehnični vmesnik med posameznimi CDD in pri tem ni zahteval večjih prilagoditev posameznih poravnalnih sistemov. Vseskozi je projekt deloval predvsem kot vzvod pri spodbujanju mehke harmonizacije ostalih po-trgovalnih storitev med sodelujočimi CDD in je s tega vidika komplementaren projektu ECB. Vsekakor pa bo T2S skupaj z zahtevo po prostem dostopu do storitev povečal konkurenco med evropskimi CDD. Enotna platforma bo povečala povezljivost in soodvisnost vključenih CDD, kar bo tvorilo evropsko mrežo poravnave. Težišče čezmejnih poravnave se bo prevesilo na mrežo institucij, ki bodo vključene v T2S, torej predvsem CDD. Ker bo T2S prevzel vlogo izvajanja poravnave, bodo institucije, ki bodo vključene v T2S, lahko nase privlačile tudi druge storitve, ki so s samo poravnavo povezane. Takšen scenarij lahko pomeni manjšo vlogo lokalnih skrbniških bank pri opravljanju čezmejnih poravnave in povezanih storitev.

6.3 Spreminjanje tržnih udeležencev in njihovih vlog v procesih kliringa in poravnave

V strokovni javnosti potekajo številne razprave o dejanskih vplivih projekta T2S na posamezne tržne udeležence in storitve, ki jih te institucije opravljajo. Lannoo (2007, str. 2) tako meni, da bo projekt ECB povzročil zaustavitev ali motnje v procesih prestrukturiranja, ki se dogajajo v dejavnosti in povzročil preferiranje skrbniških bank. T2S namreč ne bo ponudil storitev, ki so sicer tesno povezane s poravnavami vrednostnih papirjev, kot na primer storitev na področju davkov in korporacijskih akcij, pri čemer bodo CDD ob izgubljanju storitev poravnave izgubljale tudi povezane storitve ali pa se bodo same

primorane intenzivneje vključiti v storitve skrbništva. Nasprotno Sigloch in Borisova (2010, str. 18) menita, da se bodo največje CDD z namenom kompenziranja izgubljenega dohodka iz naslova poravnav, pomikale navzgor po verigi vrednosti in začele ponujati bolj sofisticirane skrbniške storitve ter konkurirati lokalnim ali regionalnim skrbnikom. Manjše CDD bodo začele sodelovati ali se združevati z namenom doseganja ekonomij obsega, čeprav se ob nacionalnih monopolih CDD to verjetno ne bo zgodilo kmalu. Regionalni skrbniki bi lahko prevzeli manjše CDD, predvsem z namenom nudenja poravnav v centralnobančnem denarju preko T2S in pridobitvijo neposrednega dostopa do T2S infrastrukture. Tudi lokalni skrbniki bi se lahko povezali z CDD z namenom nudenja lokalnih skrbniških storitev in prevzemanja tveganj, ki jih CDD ne želijo ali ne smejo prevzemati.

Ob dejstvu, da je vključevanje na T2S platformo v prvi vrsti predvideno predvsem za CDD, lahko ugotovimo, da je verjetnejši drugi scenarij, ki predvideva, da bo povezovanje CDD preko nove platforme monopoliziralo in centraliziralo storitev poravnave, pri tem pa bodo CDD, ki bodo nudili vstopno točko do T2S in ki bodo hkrati izgubljali prihodke iz opravljanja storitev poravnav, nase privlačile druge povezane storitve. V primeru povečevanja vloge CDD pri opravljanju skrbniških storitev se utegnejo spremeniti predvsem razmerja med CDD in lokalnimi skrbniškimi bankami. Trenutno CDD redko nudijo storitve skrbništva tujih vrednostnih papirjev in so zato tudi redkeje vstopna točka investorjev do tujih trgov. Izjema sta obe MCDD in švicarska CDD, ki je aktivno vlogo čezmejnega posrednika na področju skrbništva prevzela po združitvi z globalnim skrbnikom Inter-settle. V novih okoliščinah na evropskem trgu bi lahko CDD težile k nudenju višjega nivoja skrbniških storitev za svoje stranke, saj bi povezovanje na področju čezmejnih poravnav spodbudilo vključene institucije k sodelovanju na ostalih povezanih področjih, prav tako pa bi se povečala pričakovanja strank, ki bi želele koncentracijo sklopa po-trgovalnih storitev pri enem ali nekaj ponudnikih. Za opravljanje celotnega sklopa po-trgovalnih storitev mora tako biti zagotovljena interoperabilnost med vključenimi CDD, katere vzpostavitev bo zahtevala še precej časa, prav tako pa mora biti izražen zadostni interes investorjev. Tako lahko združevanje po-trgovalnih funkcij v CDD pričakujemo le pri večjih tovrstnih institucijah, ki imajo zadostno povpraševanje svojih strank za opravljanje čezmejnih poravnav in povezanih storitev in ki že sedaj v določeni meri prevzemajo vlogo CDD investitorja.

Opisana smer prestrukturiranja lahko nosi določene negativne posledice pri spodbujanju CDD h krepitvi svoje vloge v ponudbi po-trgovalnih storitev za tuje vrednostne papirje, saj bi lahko posamezni CDD želeli razširjati svojo ponudbo tudi na področje bančnih storitev s prevzemanjem kreditnega tveganja. Takšen razvoj bi lahko vodil v povsem nasprotno smer kot ga želi prikazati T2S s promoviranjem varnosti infrastrukture za kliring in poravnavo (Chan et al., 2007, str. 40). Prav tako bi CDD, ki navadno delujejo kot monopoli, nase pritegnili storitve, ki jih trenutno opravljajo skrbniške banke v povsem konkurenčnem

okolju. Prenos funkcij iz konkurenčnega okolja na institucije, ki so vsaj v nacionalnih okoljih monopoli, lahko pomeni povečanje tveganja zviševanja cen skrbniških storitev, kar je mogoče tudi z vidika kompenziranja izgubljenih prihodkov pri storitvi poravnave in končno igro ničelne vsote za investitorje.

T2S bo tako sprva nudil dodatne možnosti za povečevanje vloge CDD na področju ostalih po-trgovalnih, predvsem skrbniških storitev. Kasneje, ko bodo natančneje opredeljene možnosti neposrednega dostopa do T2S tudi za ostale tržne udeležence, pa bo to lahko pomenilo tudi povečevanje vloge večjih skrbniških bank oziroma globalnih skrbnikov, ki bi ob obstoječih storitvah, ki jih opravljajo, pridobile še enotno vstopno točko do evropskih poravnav. Združenje globalnih skrbnikov (Schneider, 2008, str. 3) meni, da so dobro koordinirani harmonizacijski koraki ključni za doseganje učinkovitosti in stroškovne sprejemljivosti dejavnosti kliringa in poravnav v Evropi in pri tem spodbuja ECB k prevzemanju še aktivnejše vloge v harmonizacijskih ukrepih, ki bi bili usklajeni z razvojem projekta T2S. Kot še posebej pomembno združenje vidi sočasno harmonizacijo na področju poravnav in ostalih po-trgovalnih procesov, ki so s poravnavo tesno povezane. Implementacija T2S povezana z okrepljeno vlogo ECB je lahko močan dejavnik pri pospeševanju harmonizacije ter funkcijski in procesni sinhronizaciji.

Ugotovimo lahko, da T2S ne pomeni večjega neposrednega vpliva na vlogo, ki jo opravljajo globalni skrbniki. Vendar pa lahko, kot smo že ugotovili, nova evropska platforma za poravnavo povzroči večje spremembe v funkcijah CDD, lokalnih skrbniških bank in tudi regionalnih skrbniških bank. V določenih primerih lahko pride tudi do povezovanja skrbniških bank in CDD, kar lahko privede do oblikovanja novih MCDD. MCDD pa že predstavlja resnejšo konkurenco globalnim skrbnikom, zaradi česar globalni skrbniki zagovarjajo ločitev infrastrukturnega dela po-trgovalnih storitev od ostalih komercialnih po-trgovalnih storitev.

Slika 3 prikazuje institucije trga po-trgovalnih storitev in funkcije, ki jih bodo posamezne institucije predvidoma opravljale po uvedbi T2S.

Slika 3: Po-trgovalne storitve in institucije trga po T2S

		INSTITUCIJE				
S T O R I T V E	Trgovanje	Borza, MTF				
	Uskladitev (angl. <i>Matching</i>)					
	Kliring	Borza, MTF	CDD	MCDD		
	Kliring CNS	CNS				
	Poravnava		T2S	T2S	Skrbniška banka	
	Hramba v depozitu		CDD	MCDD	Skrbniška banka	
	Registracija imetništva	Registrar	CDD	MCDD	Skrbniška banka	
	Funkcija notarja	Nacionalni registrar	CDD	MCDD		
	Vodenje računov		CDD	MCDD	Skrbniška banka	Globalna skrbniška banka
Skrbniške storitve		CDD	MCDD	Skrbniška banka	Globalna skrbniška banka	

Legenda: Temnejši kvadrati predstavljajo primarne funkcije, svetlejši kvadrati pa možne funkcije.

6.4 Opredelitev možnosti in ovir za razvoj kliringa in poravnave v Evropi

Ovire za integracijo trga finančnih storitev lahko razdelimo v dve kategoriji. V prvi so predvsem naravne ovire povpraševanja, kot so jezikovne in kulturne preference ter geografsko pogojeni dejavniki. Te tipe ovir je navadno težko preseči brez prilagajanja komercialnih strategij finančnih ponudnikov posameznim trgom. V drugi kategoriji pa so predvsem strukturne ovire, ki so lahko odpravljene s strani tržnih udeležencev ali z izvedbo regulatornih ukrepov. Te ovire so navadno povezane z visokimi fiksnimi stroški, ki nastanejo zaradi razlik v regulatornih, poročevalskih, davčnih in drugih zahtevah (Ayadi, 2011, str. 11).

Ocenimo lahko, da trenutno v EU poteka precej aktivnosti za odpravljanje druge kategorije ovir za integracijo po-trgovalnih storitev. Med njimi lahko kot pomemben in hkrati nevtralen ukrep do tržnih udeležencev ocenimo predvsem predvideno direktivo na področju pravne gotovosti in transakcij z vrednostnimi papirji. Osutek, kot je predviden, sicer ne bo posegal v nacionalne ureditve v zvezi z dejanskim pravnim lastništvom vrednostnih papirjev, bo pa bistveno pripomogel k pravni gotovosti lastništva vrednostnih papirjev v čezmejnih

transakcijah in opredelitvi lastništva vrednostnih papirjev v postopkih čezmejne poravnave. S tega vidika bo predvidena ureditev na nevtralen način pripomogla predvsem k povečanju števila čezmejnih transakcij. Predlog Uredbe o izvedenih finančnih instrumentih OTC, centralnih nasprotnih strankah in repozitorijih sklenjenih poslov podaja natančnejše opredelitve delovanja CNS in zahteva opravljanje kliringa standardnih IFI pogodb preko CNS. Predvidimo lahko, da bo s sprejemom uredbe delovanje CNS močnejše in poenoteno regulirano, kar bo vplivalo na povečanje varnosti po-trgovalnih storitev, vendar pa so že v sedanjem okolju CNS delovale na osnovi podobnih poslovnih modelov s precej poenotenimi funkcijskimi pristopi na trgu kliringa in poravnave. Ob tem ne pričakujemo bistvenega vpliva bodoče Uredbe na delovanje posameznih CNS, povečane pa bodo splošne upravljavske, organizacijske, kapitalske in druge zahteve za vse CNS, ki delujejo v EU. Mogoče je pričakovati tudi večji poudarek na uporabi CNS pri poslih z izvedenimi finančnimi instrumenti, na področju vrednostnih papirjev pa bo Uredba po pričakovanjih opredeljevala predvsem zahteve po prostih dostopih in interoperabilnosti kot nadaljevanje določb zapisanih v kodeksu ravnanja. Uredba bo vzpostavila dodatne možnosti za povečevanje obsegov poslovanja CNS.

Z vidika manj nevtralnega posega v trg je potrebno obravnavati predvsem pripravo predloga evropske ureditve delovanja CDD in poravnave v EU. Kljub temu, da v osnovi predlog zavzema funkcijski pristop pri opredelitvi CDD, bo natančnejše institucionalno definiranje izredno težavno prav zaradi različnega nabora in vloge funkcij posameznih evropskih CDD, dodatno pa bo za delovanje CDD in MCDD pomembna predvsem opredelitev zahtev do CDD, ki imajo bančno licenco in nase prevzemajo kreditna tveganja. Implementacija predlagane ureditve delovanja CDD in izvajanja poravnav v EU bo sicer vzpostavila nevtralne zakonodajne zahteve po omogočanju prostega dostopa in interoperabilnosti CDD kot nadaljevanje določb kodeksa ravnanja, harmonizacijo nekaterih vidikov poravnav v Evropi, poenotena pravila za avtorizacijo in nadzor CDD in druge pozitivne rešitve, vendar lahko z nenatančno opredelitvijo CDD povzroči neuravnoteženo obravnavo tržnih udeležencev. Tako je trenutno še težko napovedati pričakovane možnosti razvoja evropskih CDD ob sprejemanju novega zakonodajnega okvira, vendar je mogoče reči, da bo na tem delu zaradi različnih statusnih oblik, različnih poslovnih modelov, različnih modelov lastništva in načinov upravljanja ter različnih funkcij posameznih CDD, izredno težko sprejeti nevtralno evropsko zakonodajo, ki ne bi zelo različno vplivala na vloge evropskih CDD, pri tem pa bi hkrati v največji možni meri harmonizirala evropsko okolje kliringa in poravnav. S poskusom ureditve delovanja CDD, ki že ali pa bi lahko v bodoče opravljale tudi bančne storitve, bo Komisija posegla tudi na področje konkurence med CDD oziroma MCDD in skrbniškimi bankami.

Poleg organiziranih ukrepov za razvoj in povečanje učinkovitosti evropskega trga kliringa in poravnav se dodatne možnosti in pričakovanja ustvarjajo tudi na trgu samem. Pri tem so pomembne predvsem nadaljnje težnje pri združevanju borz, kjer je bil v preteklosti ustvarjen

precej večji napredek kot na področju po-trgovalnih storitev. Vendar pa je lahko nadaljnja integracija borz otežkočena, če hkrati ne poteka tudi proces integracije po-trgovalnih storitev. Vertikalne strukture trgovalnih in po-trgovalnih funkcij lahko z vidika zagotavljanja proste konkurence onemogočijo konsolidacije institucij trgovanja. Kadar je ohranjanje zaprtih vertikalnih silosov posameznih borz močan dejavnik uspešnosti poslovanja tovrstnih struktur, je lahko na trgu prisotna manjša težnja po konsolidaciji borz. Pri tem pa so po drugi strani tržne silnice, ki narekujejo združevanje institucij trgovanja, lahko tako močne, da to pomeni rahljanje vertikalne integracije in odpiranje institucij po-trgovalnih storitev samih po sebi ali pa na zahtevo nadzornih organov za varstvo konkurence. Kot navaja tudi Valiante (2011, str. 6), je aktualen primer namere združevanja Deutsche Börse in NYSE Euronext, kjer je pričakovan pogoj za odobritev združitve obeh borz ravno odpiranje vertikalnega silosa Deutsche Börse in dopustitev prostega dostopa do sistemov kliringa in poravnave.

V prihodnosti bo še vedno potrebno poudarjati vlogo nadzornih organov, ki skrbijo za nadzor in zagotavljanje okolja za delovanje proste konkurence. T2S bo storitev poravnave prenesel iz okolij nacionalnih monopolov in povečal čezmejno konkurenco CDD, vendar pa bo najverjetneje povzročil delne prenose tudi nekaterih preostalih funkcij na CCD, ki bodo kljub povečani čezmejni konkurenci v svojih nacionalnih okoljih v veliki meri ostajali monopolisti. Spremenjeno evropsko okolje za poravnavo vrednostnih papirjev bo lahko prav tako povzročalo pospešeno integracijo med institucijami kliringa in poravnave, kar je še dodatni razlog za povečevanje vloge varuhov proste konkurence.

Evropsko okolje vsekakor ima precejšnje možnosti nadaljnjega razvoja predvsem na področju poravnave. Rezultati študije, ki so jo opravili Schmiedel et al. (2002, str. 36), kažejo na precejšen potencial ekonomij obsega v dejavnosti poravnave in depozitarnih storitev. V povprečju velja, da je centraliziran sistem v ZDA stroškovno najbolj učinkovit in lahko služi kot referenca za doseganje ciljev v Evropi. Največji potencial za znižanje stroškov na enoto (transakcijo) na tem področju imajo institucije, ki nudijo storitve poravnave v Evropi in institucije iz azijsko-pacifiške regije. Med opredelitvijo institucij po velikosti imajo največji potencial relativno majhne družbe, pri katerih bi enkratno povečanje poravnalnih aktivnosti pomenilo povišanje stroškov za 2/3. Takšen rezultat podpira združevanje in povezovanje predvsem med manjšimi in srednje velikimi CDD, kjer bi lahko prišlo do občutnih znižanj stroškov na transakcijo. Na tem delu lahko ugotovimo komplementarnost modela T2S, saj bo združil poravnave na enotni evropski platformi, stimulatивно pa bo deloval tudi na povezovanje manjših CDD, med katerimi v danih razmerah obstajajo dodatne ovire, da do takšnega povezovanja ne pride.

Povezovanje sistemov in institucij lahko ob danih značilnostih storitev kliringa in poravnave v končni posledici ogrozi pridobitve proste konkurence. V opravljenih intervjujih med tržnimi udeleženci in strokovnjaki (Cox et al., 2005, str. 6–7) je prevladalo večinsko mnenje, da bo za doseganje ekonomij obsega in s tem povezane stroškovne učinkovitosti potrebno

žrtvovati mehanizme konkurenčnega okolja. Prav tako je večina udeležencev raziskave menila, da borze ne bi smele imeti kontrolne moči nad po-trgovalnimi procesi, pri čemer bi klirinške in poravnalne družbe delovale na osnovi neprofitnega motiva in bile v lasti uporabnikov. Po isti raziskavi velika večina tržnih udeležencev in strokovnjakov iz tega področja daje prioriteto enotni evropski klirinški družbi oziroma enotni CNS, ki bi opravljala storitve za sklenjene posle iz vseh večjih evropskih borz. Glede na raziskavo je bila podana ocena, da je možnost takšne klirinške družbe precej večja kot konsolidacija CDD oziroma ponudnikov storitev poravnave, saj je klirinška dejavnost manj obremenjena s posebnimi postopki in regulatornimi značilnostmi nacionalnih trgov.

6.5 Smernice razvoja kliringa in poravnave v Evropi

Kliring in poravnava v Evropi sta v zadnjem desetletju predmet številnih strokovnih razprav. V času prvega poročila Giovannini-jeve skupine so se težave na tem področju prvič opredelile na strukturiran način, ki je nudil možnosti za sistematičen pristop k izboljšanju učinkovitosti evropskega kliringa in poravnave. Vendar pa lahko ugotovimo, da so se v tem obdobju ukrepi za razvoj trga spreminjali in niso vseskozi nakazovali enotnih smernic reševanja problematike. Predvsem je mogoče najprej govoriti o obdobju med letoma 2001 in 2006, ko je Komisija namenjala vse večjo pozornost po-trgovalnim storitvam in stopnjevala pričakovanja po regulaciji trga, nato pa v letu 2006 nasprotno odstopila od tovrstne namere in tudi s kodeksom ravnanja pri opravljanju kliringa in poravnave prepustila iniciativo silam trga. Takoj zatem, ko je bil podan signal, da Komisija verjame, da lahko trg sam ob določenih omejenih posegih najbolje pripomore k izboljšanju učinkovitosti, pa je ECB najavila, da preučuje možnosti za uvedbo T2S, projekta, ki bi pomenil močan poseg na trg kliringa in poravnave in izvzel samo poravnavo iz konkurenčnega okolja. S tem se je začelo drugo obdobje, ki je nakazovalo intervencijo ECB na trgu poravnave, kasneje pa tudi druge ukrepe Komisije, kateri so deloma nastali zaradi finančne krize, deloma pa tudi kot komplementarni ukrepi k projektu T2S. Tržni udeleženci so se tako v tem obdobju srečevali z nestabilnim okoljem, ki je lahko povzročilo zmanjšan tržni interes za izvajanje racionalizacij in konsolidacij.

Druga polovica zadnjega desetletja razvoja kliringa in poravnave v Evropi nakazuje precej močnejšo regulacijo panoge kot jo je trg doživljal v preteklosti. Dodatno, projekt T2S bo storitev poravnave izvzel iz konkurenčnega okolja in jo združil na enotni platformi, s čemer bo poravnava v smislu tržne konkurence žrtvovana in uporabljena za spodbujanje konsolidacije ostalih po-trgovalnih storitev. Pri tem bo neizpodbitno prihajalo do zblíževanja funkcij CDD in skrbniških bank, tudi v primerih, ko CDD ne bi prevzemale kreditnih tveganj. Takšna smer razvoja izhaja tudi iz dejstva, da se v zadnjih letih pripravlja precej regulatornih pobud, ki bodo prispevale k harmonizaciji evropskega okolja za kliring in poravnavo, v poenotenem okolju pa CDD precej lažje prevzemajo dodatne skrbniške funkcije.

Ob zbliževanju funkcij CDD in skrbniških bank je v Evropi aktualno vprašanje o tem, ali naj bo CDD dovoljeno konkurirati skrbniškim bankam tudi na področju bančnih storitev, ter, ali ni ob regulaciji CDD potrebno regulirati tudi delovanje skrbniških bank. Takšnemu načelu enakopravne obravnave tržnih udeležencev na funkcijski osnovi je, kot navajajo Chan et al. (2007, str. 22–23), nasproten vidik, ki upošteva tudi nekoliko specifično vlogo CDD, ki navadno nastopajo v vlogi centralnega registra imobiliziranih vrednostnih papirjev in v vlogi prvega varuha izdaj vrednostnih papirjev v dobro izdajateljev in imetnikov, torej v vlogi institucije, ki je zadolžena za stabilnost in integriteto tržne infrastrukture, medtem ko skrbniške banke vstopajo na trg pod nadzorom bančnih nadzornikov, ki se osredotočajo na kapitalsko ustreznost bank in ustreznost upravljanja kreditnega, operativnega, likvidnostnega in obrestnega tveganja. Prav tako pa je razlika med CDD in skrbniškimi bankami v tem, da skrbniške banke lahko nudijo svoje storitve na povsem komercialni osnovi in pod različnimi pogoji različnim strankam, medtem ko se od CDD v njihovi vlogi nosilca tržne infrastrukture pričakuje nediskriminatoren in neoviran dostop za vse uporabnike. Ravno prihajajoča regulacija, ki bi lahko bila ponekod razumljena tudi kot diskriminatorna do CDD, lahko skupaj s T2S povzroči krepitev vloge evropskih CDD na trgu po-trgovalnih storitev.

Ob navedenem je mogoče v okviru po-trgovalnih storitev pričakovati povečano konkurenco predvsem na trgu skrbniških storitev. Povečanje konkurence pri teh storitvah bo izrazito tako med CDD in skrbniškimi bankami kot tudi med samimi CDD. Vendar pa je potrebno upoštevati tudi, da je skrbništvo kot tako tudi predmet konkurence med skrbniškimi bankami in investitorji, saj gre pri skrbništvu za oddelitev primarne dejavnosti investitorja na skrbniško banko. V času, ko se ob navedenih ukrepih pričakuje večja harmonizacija evropskega okolja, pa bo tudi želja investitorjev po najemu skrbniških storitev nižja. Navedeno torej pomeni nadaljnje povečevanje konkurence v delu po-trgovalnih storitev kjer je konkurenca že sicer močno prisotna.

Na področju CNS ravno tako nastaja ureditev, ki bo natančneje predpisala delovanje CNS, hkrati pa tudi povečala vlogo tovrstnih institucij. Kljub prihodnji regulaciji na trgu klirniga ni tako močnega posega v trg, kot ga s T2S doživlja trg poravnav. Konsolidacija CNS, ki je z vidika uporabnikov po-trgovalnih storitev najbolj zaželen in ki bi na osnovi ekonomij obsega pomenila največji doprinos k učinkovitosti, bo prepuščena silam trga. Regulativa, ki bo urejala delovanje CNS namreč nastaja predvsem pod vtisom finančne krize, medtem, ko regulativa, ki bo urejala delovanje CDD in trg poravnav, nastaja v splošno priznani potrebi po večji harmonizaciji evropskega okolja na tem delu. Tako eden kot drugi vzrok za sprejemanje regulatorne ureditve sta legitimna in bosta pripomogla h konsolidaciji trga kliringa in poravnav, vendar pa je ravno pomanjkanje napredka pri harmonizaciji evropskega trga poravnav v preteklosti razlog, da je ECB lahko s T2S tako močno posegla v trg. Skupna poravnalna platforma bo z ekonomijami obsega znižala stroške čezmejnih poravnav, razvoj trga v prihodnosti pa bo pokazal kaj se bo zgodilo s skupnimi stroški po-trgovalnih storitev.

T2S sam po sebi bo v smislu konsolidacije trga še največ prispeval na področju vpeljave enotnih komunikacijskih standardov.

Razvoj na trgu kliringa in poravnave je usmerjen k spodbujanju horizontalne integracije sistemov kliringa in poravnave. Medtem, ko je na trgu CNS mogoče pričakovati nadaljnjo povezovanje in izboljšanje učinkovitosti pod pritiski tržnih sil, je na področju ostalih po-trgovalnih storitev več odprtih vprašanj. T2S bo sicer povzročil znižanje cen čezmejne poravnave, vendar bo CDD prisilil tudi k spreminjanju njihovega poslovnega modela. Ta sprememba pa se ne bo toliko osredotočala na izkoriščanje ekonomij obsega primarnih storitev, temveč bolj v razširjanje obstoječega nabora storitev in poslovnih funkcij.

T2S je posegel v okolje poravnave vrednostnih papirjev v Evropi, vendar pa projekt spremlja vrsta aktivnosti, ki bodo tudi sicer spremenile evropski prostor kliringa in poravnave. Tako ni le predvidena platforma ECB tista, ki je po letu 2006 predstavljala intervencijo na trgu, za katerega se je ravno takrat dogovorila možnost lastnega razvoja, temveč tudi vse kasnejše zakonodajne pobude in ukrepi Komisije. Ti bodo namreč precej prispevali k harmonizaciji regulatornega in nadzornega okolja, do določene mere pa tudi k vzpostavitvi enakovrednih pogojev poslovanja tržnih udeležencev v Evropi. Pri tem pa se postavlja vprašanje v kakšni meri je platforma T2S zares potrebna, če bodo že zakonodajne spremembe Komisije in ukrepi drugih zainteresiranih skupin ustvarile bolj harmoniziran evropski prostor s povečanim nivojem konkurence tržnih udeležencev.

SKLEP

Kliring in poravnava vrednostnih papirjev predstavljata skupek storitev, ki jih investitorji potrebujejo po samem trgovanju ali dogovoru o prenosu vrednostnih papirjev med računi imetnikov. Med te storitve štejemo tudi kasnejši odnos stranke in ponudnika, ki opravlja storitve hrambe, registracije, obveščanja, zbiranja prihodkov, uveljavljanja upravičenj in druge storitve povezane s pridobitvijo in stanjem vrednostnih papirjev za investitorje in izdajatelje vrednostnih papirjev. Funkcija tovrstnih procesov je v učinkovitem, stroškovno sprejemljivem in varnem prenosu vrednostnih papirjev med računi imetnikov in v kvalitetnem zagotavljanju ostalih po-trgovalnih storitev.

Storitve kliringa in poravnave so se navadno razvijale pod okriljem posameznih borz vrednostnih papirjev ali borz izvedenih finančnih instrumentov ter v okvirih nacionalnih trgov. Tako se je največkrat oblikovala struktura institucij, ki je vključevala borzo, CNS in CDD. Razdelitev posameznih funkcij med institucijami je bila odvisna od potreb in značilnosti posameznih trgov in se je medsebojno lahko precej razlikovala. Na posameznih trgih se nekatere storitve niso razvile, drugje so bile določene funkcije združene in so se opravljale skupaj v okviru druge storitve, med trgi pa se je močno razlikovala tudi porazdelitev funkcij med različnimi institucijami. Ob upoštevanju značilnosti trga kliringa in

poravnave, kjer izrazito nastopajo učinki ekonomij obsega, pa tudi ekonomije razpona in mrežni učinki, je na trgu prevladalo nizko število družb, največkrat pa le ena institucija, ki je opravljala posamezne vrste storitev kliringa in poravnave. Tovrstni tržni udeleženci so bili zaradi svoje infrastrukturne vloge in navadno monopolnega položaja dodatno nadzorovani ter predmet posebne pozornosti pri korporativnem upravljanju.

Sistemi kliringa in poravnave so postopoma uveljavili specializacijo svojih funkcij in se sorazmerno učinkovito odzivali na zahteve okolja, vendar je po uveljavitvi skupnega notranjega trga EU postalo jasno, da se nacionalne po-trgovalne strukture niso prilagodile enotnemu evropskemu trgu in da se funkcije kliringa in poravnave ne opravljajo na učinkovit in varen način v primeru čezmejnih transakcij. Pomanjkanje razvoja na tem delu je kmalu postalo ovira za celoten evropski kapitalski, pa tudi denarni trg, ki se je pri čezmejnih poravnavaх poslov soočal z nesorazmerno visokimi stroški in tveganji. Razloge za nekonsolidiran trg je mogoče iskati tako v nacionalnih monopolih kot v izrazito neharmoniziranem regulatornem okolju EU, ki zajema tako različne tržne prakse kot nadzorne ureditve, različne davčne postopke, različne pravne ureditve kot tudi različne tehnične in komunikacijske standarde na področju vrednostnih papirjev. Po uvedbi evra kot skupne valute je razdrobljen evropski trg postal še toliko bolj očit, tako ob primerjavi z učinkovitostjo posameznih nacionalnih trgov kot tudi v primerjavi z ZDA. Komisija je k pregledu možnih ukrepov pristopila s podelitvijo mandatov Lamfalussy-evi in Giovannini-jevi skupini strokovnjakov, ki sta v letu 2001 predstavili svoji poročili o razmerah na trgu, posebej Giovannini-jeva skupina pa tudi strukturirane predloge za odpravo identificiranih težav. Vsi predlogi skupine in kasneje Komisije so bili usmerjeni v doseganje poenotenega evropskega trga kliringa in poravnave, ki bi bil varen in stroškovno učinkovit tudi na področju čezmejnih poravnave, načini za doseganje tega cilja pa so bili skozi obdobje po letu 2001 precej različni. Tako je trg po začetnih posvetovanjih Komisije pričakoval predvsem harmonizacijo evropskega pravnega okvirja na področju po-trgovalnih storitev, ki bi udeležencem trga omogočil razvoj storitev na osnovi skupnega in bolj konkurenčnega okolja, kasneje pa so javne konzultacije nakazovale večjo možnost sprejema evropske regulative, ki bi močnejše urejala delovanje institucij trga in ponudnikov storitev. V pričakovanju direktive se je v letu 2006 objava Komisije, da ne bo sprejela dodatne zakonodaje, temveč da bo s pomočjo kodeksa ravnanja oziroma dogovora med tržnimi udeleženci spodbujala konkurenčne sile za povečanje učinkovitosti trga, zdela precej presenetljiva. Vendar pa je takoj za odločitvijo Komisije ECB objavil svojo namero o preučitvi možnosti za vzpostavitev projekta T2S, ki bi pomenil izgradnjo pan-evropske platforme za poravnavo vrednostnih papirjev in ki bi močno posegel v trg kliringa in poravnave v Evropi. T2S je bil kasneje tudi potrjen, ECB pa pričakuje dokončanje projekta in vzpostavitev skupne platforme v letu 2014.

Tako je z objavo ECB v Evropi na trgu kliringa in poravnave ponovno prevladala težnja po intervenciji nadzornih in regulatornih institucij. Projekt, ki bo storitev poravnave izvzel iz

konkurenčnega okolja in jo centraliziral pod okriljem ECB, je ponovno spodbudil sicer že dalj časa obstoječe harmonizacijske težnje v evropskem okolju. Številne opazovalne skupine za razvoj trga so prispevale svoje predloge za izboljšanje učinkovitosti, Komisija pa je temu sledila z oblikovanjem zakonodajnih predlogov, kot so predlog Uredbe o izvedenih finančnih instrumentih OTC, centralnih nasprotnih strankah in repozitorijih sklenjenih poslov, predvidene direktive na področju pravne gotovosti in transakcij z vrednostnimi papirji in prvega javnega posvetovanja o pravilih delovanja CDD in nekaterih vidikih poravnave vrednostnih papirjev v EU. Projekt ECB, kateri lahko uspe le v bolj harmoniziranem in poenotenem evropskem okolju kot je to trenutno, spremlja vrsta vzporednih aktivnosti, ki bodo spremenile pogoje evropskega kliringa in poravnave. Takšnim smernicam se morajo nedvomno že sedaj prilagajati tržni udeleženci, kateri bodo ob novih okoliščinah ponovno preučili svoje poslovne modele. T2S bo namreč storitev poravnave izvzel iz konkurenčnega okolja in jo prenesel na centralizirano platformo v upravljanju ECB, s tem pa povzročil spremembe v naboru storitev posameznih institucij. Vpliv projekta ECB bo poleg osnovnega namena, ki je zagotovitev cenejših in učinkovitejših čezmejnih poravnav v Evropi, gotovo povzročil tudi druge spremembe pri pozicioniranju tržnih institucij. Harmonizacijske aktivnosti Komisije in ostalih zainteresiranih združenj pa bodo pripevale k bolj poenotenemu okolju pri opravljanju po-trgovalnih storitev.

Ob vsesplošnem strinjanju, da je evropski trg kliringa in poravnav razdeljen in neučinkovit predvsem v delu čezmejnih poravnav, so pogledi na načine za izboljšanje razmer še danes zelo različni. Nihanja med pristopi, ki so želela razvoj storitev kliringa in poravnav prepuščati tržnim silam in pristopi, ki so predvidevali večjo vlogo regulatornih in nadzornih institucij, so se izražala skozi celotno obdobje zadnjega desetletja, ko se je trg soočal z bolj ali manj učinkovitimi metodami za odpravljanje težav. Vendar pa je v ozadju različnih pristopov še vedno neodgovorjeno vprašanje o dejanskih vzrokih za neučinkovito stanje na trgu, kateri so tako neharmonizirano regulatorno in nadzorno evropsko okolje kot tudi značilnosti same panoge. Medtem, ko so predlogi rešitev vseskozi izmenično temeljili na eni ali drugi skupini vzrokov za pomanjkanje napredka v industriji, se v zadnjem obdobju ukrepi osredotočajo na vse vzroke hkrati. Takšen način pa lahko v določenem delu panoge ustvarja konkurenčne pogoje delovanja tržnih institucij in jih hkrati zavira.

LITERATURA IN VIRI

1. Alexander, K., Eatwell, J., Persaud, A., & Reoch, R. (2009). Clearing and Settlement in the EU. *Reoch Credit Partners LLP., Centre for Financial Analysis and Policy*. Najdeno 7. aprila 2011 na spletnem naslovu <http://www.europarl.europa.eu/activities/committees/studies/searchPerform.do?page=4&language=EN>
2. Asgeirsson, H. (2004). Integration of European Securities Markets. *Monetary Bulletin*. Najdeno 4. aprila 2011 na spletnem naslovu http://www.sedlabanki.is/uploads/files/MB042_5.pdf
3. Ayadi, R. (2011). Integrating Retail Financial Markets in Europe. Between Uncertainties & Challenges. *Centre for European Policy Studies*. Najdeno 16. aprila 2011 na spletnem naslovu <http://www.ceps.eu/book/integrating-retail-financial-markets-europe-between-uncertainties-and-challenges>
4. Bank for International Settlements. (1995). *Cross Border Securities Settlement*. Najdeno 8. aprila 2011 na spletnem naslovu <http://www.bis.org/publ/cpss12.pdf>
5. Bank for International Settlements. (2003). *A Glossary of Terms Used in Payment and Settlement Systems*. Najdeno 5. aprila 2011 na spletnem naslovu <http://www.bis.org/publ/cpss00b.pdf>
6. Bank for International Settlements. (2008). *The Interdependencies of Payment and Settlement Systems*. Najdeno 5. marca 2011 na spletnem naslovu <http://www.bis.org/publ/cpss84.pdf>
7. Bank for International Settlements & International Organization of Securities Commissions. (2001). *Recommendations for Securities Settlement Systems*. Najdeno 6. aprila 2011 na spletnem naslovu <http://www.bis.org/publ/cpss46.pdf>
8. Bank for International Settlements & International Organization of Securities Commissions. (2004). *Recommendations for Central Counterparties*. Najdeno 8. aprila 2011 na spletnem naslovu <http://www.bis.org/publ/cpss64.pdf>
9. Bank for International Settlements & International Organization of Securities Commissions. (2011). *Principles for financial market infrastructures. Consultative report*. Najdeno 28. aprila 2011 na spletnem naslovu <http://www.bis.org/publ/cpss94.htm>
10. Baur, D. (2006). Integration and Competition in Securities Trading, Clearing and Settlement. Najdeno 30. marca 2011 na spletnem naslovu <http://biztt.com/info/wp-content/uploads/docs/2006-0309clearing.pdf>
11. CESAME Group. (2005). *Commission Services Working Document on Definitions of Post-Trading Activities*. Najdeno 8. aprila 2011 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/cesame/ec-docs/20051027_definitions1_en.pdf

12. Chan, D., Fontan, F., Rosati, S., & Russo, D. (2007). *The Securities Custody Industry*. *European Central Bank*. Najdeno 4. aprila 2011 na spletnem naslovu <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp68.pdf>
13. Chlistalla, M., Gomber P., & Schaper, T. (2010). *The Future of European Post-Trading, Consequences for Risk Management in View of the Financial Crisis*. *Goethe University*. Najdeno 25. februarja 2011 na spletnem naslovu <http://ssrn.com/abstract=1753624>
14. Clearstream International. (2002). *Cross-Border Equity Trading, Clearing & Settlement in Europe*. Najdeno 10. aprila 2011 na spletnem naslovu [http://www1.deutsche-boerse.com/INTERNET/EXCHANGE/zpd.nsf/PublikationenID/AKLS-58TMV6/\\$FILE/White-Paper_online_d.pdf?OpenElement](http://www1.deutsche-boerse.com/INTERNET/EXCHANGE/zpd.nsf/PublikationenID/AKLS-58TMV6/$FILE/White-Paper_online_d.pdf?OpenElement)
15. Commission of the European Communities. (2011). *Public Consultation on Central Securities Depositories (CSDs) and on the Harmonization of Certain Aspects of Securities Settlement in the European Union*. Najdeno 16. marca 2011 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2011/csd/consultation_csd_en.pdf
16. The Committee of Wise Man. (2000). *Initial Report of the Committee of Wise Man on the Regulation of European Securities Markets*. Najdeno 15. aprila 2011 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/initial-report-wise-men_en.pdf
17. The Committee of Wise Man. (2001). *Final Report of the Committee of Wise Man on the Regulation of European Securities Markets*. Najdeno 17. aprila 2011 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_en.pdf
18. Corporate Actions Joint Working Group. (2009). *Market Standards for Corporate Actions Processing*. Najdeno 16. maja 2011 na spletnem naslovu <http://www.afme.eu/document.aspx?id=3182>
19. Cox, P., Simpson, H., & Jones, L. (2005). *The Future of Clearing and Settlement in Europe*. *Corporation of London*. Najdeno 31. marca 2011 na spletnem naslovu <http://www.bourse-consult.com/wp-content/uploads/FutureofClearingSettlementFinal.pdf>
20. Černuta, P. (2006a). Kliring in poravnava vrednostnih papirjev na splošno in v EU (1). *Bančni vestnik*, 2006/5, 8–12.
21. Černuta, P. (2006b). Kliring in poravnava vrednostnih papirjev na splošno in v EU (2). *Bančni vestnik*, 2006/6, 12–15.
22. De Carvalho, C. H. (2004). *Cross-Border Securities Clearing and Settlement Infrastructure in the European Union as a Pre-requisite to Financial Markets Integration: Challenges and Perspectives*. *Hamburg Institute of International Economics*. Najdeno 10. februarja 2011 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/cesame/hwwa_discussion_paper_en.pdf
23. *The Depository Trust & Clearing Corporation*. Najdeno 18. aprila 2011 na spletnem naslovu <http://www.dtcc.com/>

24. Direktiva 2009/44/ES Evropskega parlamenta in Sveta. *Uradni List Evropske Unije* 10.6.2009. Najdeno 28. aprila 2011 na spletnem naslovu <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:146:0037:0043:SL:PDF>
25. ESCB & CESR. (2009). *Recommendations for Securities Settlement Systems and Recommendations for Central Counterparties in European Union*. Najdeno 28. marca 2011 na spletnem naslovu http://www.ecb.int/pub/pdf/other/pr090623_escb-cesr_recommendationsen.pdf
26. European Central Bank. (2006). *Payment and Securities Settlement Systems in the European Union and in the Acceding Countries*. Najdeno 8. aprila 2011 na spletnem naslovu www.ecb.int/pub/pdf/other/bluebook2006addenden.pdf
27. European Central Bank. (2008). *T2S Economic Impact Assessment*. Najdeno 2. junija 2011 na spletnem naslovu http://www.ecb.int/paym/t2s/pdf/eco_impact_080523.pdf
28. European Central Bank. (2009). *T2S – Settling without Borders*. Najdeno 19. aprila 2011 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/paym/t2s/about/brochures/html/index.en.html>
29. European Central Bank. (2010a). *The Payment System*. Najdeno 27. aprila 2011 na spletnem naslovu <http://www.ecb.eu/pub/pdf/other/paymentsystem201009en.pdf>
30. European Central Bank. (2010b). *Financial Integration in Europe*. Najdeno 16. aprila 2011 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/financialintegrationineurope201004en.pdf>
31. European Central Bank. (2010c). *A Single Currency – An Integrated Market Infrastructure*. Najdeno 2. maja 2011 na spletnem naslovu www.ecb.int/pub/pdf/other/marketinfraintegration0809en.pdf
32. European Central Bank. (2010d). *T2S, Half-Way to Delivery*. Najdeno 19. aprila 2011 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/paym/t2s/about/brochures/html/index.en.html>
33. European Central Bank. (2011). *T2S OnLine Quarterly Review*. T2S OnLine Quarterly Review. 2011/7. Najdeno 16. maja 2011 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/paym/t2s/about/spotlight/html/index.en.html>
34. European Commission. (2002). *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament – Clearing and settlement in the European Union – Main policy issues and future challenges*. Najdeno 18. aprila 2011 na spletnem naslovu <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52002DC0257:EN:HTML>
35. European Commission. (2004). *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament – Clearing and Settlement in the European Union – The way forward*. Najdeno 19. aprila 2011 na spletnem naslovu <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52004DC0312:EN:HTML>
36. European Commission. (2006). *Draft Working Document on Post Trading*. Najdeno 18. aprila 2011 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/draft/draft_en.pdf

37. European Commission. (2008a). *Cesame Report – The work of the Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Experts' Group (CESAME group)*. Najdeno 25. aprila 2011 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/cesame/cesame_report_en.pdf
38. European Commission. (2008b). *Improving the Efficiency, Integration and Safety and Soundness of Cross-Border Post-Trading Arrangements in Europe*. Progress Report to Economic and Financial Affairs Council (ECOFIN). Najdeno 28. aprila 2011 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/ecofin/20081103_ecofin_en.pdf
39. European Commission. (2009a). *Commission Recommendation on Withholding Tax Relief Procedures*. Najdeno 20. aprila 2011 na spletnem naslovu [http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/common/whats_new/C\(2009\)7924_en.pdf](http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/common/whats_new/C(2009)7924_en.pdf)
40. European Commission. (2009b). *The Economic Impact of the Commission Recommendation on Withholding Tax Relief Procedures and the FISCO Proposals*. Najdeno 26. aprila 2011 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/common/whats_new/study_fisco.pdf
41. European Commission. (2009c). *European Financial Integration Report – Commission Staff Working Document*. Najdeno 16. aprila 2011 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/cross-sector/fin-integration/efir_report_2009_en.pdf
42. European Commission. (2010a). *Expert Group on Market Infrastructures. Terms of Reference*. Najdeno 26. aprila 2011 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/egmi/100607-terms-of-reference_en.pdf
43. European Commission. (2010b). *Legislation on Legal Certainty of Securities Holding and Dispositions. Working Document*. Najdeno 26. aprila 2011 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/securities/consultation_paper_en.pdf
44. European Commission. (2010c). *Public Consultations – Review of the Markets in Financial Instruments Directive*. Najdeno 25. aprila 2011 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation_paper_en.pdf
45. European Monetary Institute. (1998). *Standards for the Use of EU Securities Settlement Systems in ESCB credit operations*. Najdeno 10. aprila 2011 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/mopo/pdf/implement/assets/sssstandards1998.pdf>
46. *European Securities and Markets Authority*. Najdeno 20. aprila 2011 na spletnem naslovu <http://www.esma.europa.eu/>

47. FESE & EACH & ECSDA. (2006). *European Code of Conduct for Clearing and Settlement*. Najdeno 28. marca 2011 na spletnem naslovu http://www.fese.be/_lib/files/European_Code_of_Conduct_for_Clearing_and_Settlement.pdf
48. The Fiscal Compliance Experts' Group – FISCO. (2007). *Solutions to Fiscal Compliance Barriers Related to Post-Trading within the EU. Second Report*. Najdeno 25. aprila 2011 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/compliance/report_en.pdf
49. Fitch, Inc. (2009). *Euroclear Bank Credit Analysis*. Najdeno 25. aprila 2011 na spletnem naslovu https://www.euroclear.com/site/publishedFile/Euroclear+Bank+18.09.09_tcm86-175020.pdf&action=dload
50. The Giovannini Group. (2001). *Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*. Najdeno 15. februarja 2011 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/first_giovannini_report_en.pdf
51. The Giovannini Group. (2003). *Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements*. Najdeno 18. februarja 2011 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/second_giovannini_report_en.pdf
52. Gregoriou N., G. (2009). *Operational Risk toward Basel III: Best Practices and Issues in Modeling, Management and Regulation*. New Jersey: John Wiley & Sons.
53. Hämäläinen, S. (2002). Consolidation in the European Securities Infrastructure – what is needed? *European Central Bank*. Najdeno 20. februarja 2011 na spletnem naslovu http://www.eu-financial-system.org/fileadmin/content/Dokumente_Events/launching_workshop/Hamalainen.pdf
54. Kauko, K. (2005). Interlinking Securities Settlement Systems – A Strategic Commitment? *European Central Bank*. Najdeno 30. marca 2011 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp427.pdf>
55. Kazarian, E. (2006). Integration of the Securities Market Infrastructure in the European Union: Policy and Regulatory Issues. *International Monetary Fund*. Najdeno 27. februarja 2011 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=944079
56. Komisija Evropskih skupnosti. (2010). *Uredba Evropskega parlamenta in Sveta o izvedenih finančnih instrumentih OTC, centralnih nasprotnih strankah in repozitorijih sklenjenih poslov*. Najdeno 26. aprila 2011 na spletnem naslovu <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0484:FIN:SL:PDF>
57. Köppl, V., T., & Monnet, C. (2006). Guess What: It's the Settlement! Vertical Integration as a Barrier to Efficient Exchange Consolidation. Najdeno 3. maja 2011 na spletnem naslovu http://www.econ.queensu.ca/pub/faculty/koeppl/research/settlement_JBF_final.pdf

58. Lannoo, K. (2007). The ECB Should Not Monopolize Securities Settlement. European Capital Market Institute. *ECMI Commentary No. 12*.
59. Lannoo, K., & Levin, M. (2001). The Securities Settlement Industry in the EU: structure, Costs and the Way Forward. *Centre for European Policy Studies*. Najdeno 17. aprila 2011 na spletnem naslovu <http://www.ceps.eu/files/book/38.pdf>
60. Lannoo, K., & Valiante, D. (2009). Integrating Europe's Back Office – 10 years of turning in circles. European Capital Market Institute. *ECMI Policy Brief, 13/2009*. Najdeno 20. aprila 2011 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1416108
61. Lee, R. (2010). The Governance of Financial Markets Infrastructure. *Oxford Finance Group*. Najdeno 28. marca 2011 na spletnem naslovu <http://www.oxfordfinancegroup.com/media/10347/gfmi%20ofg.pdf>
62. Legal Certainty Group. (2008). *Second Advice of the Legal Certainty Group Solutions to Legal Barriers related to Post-Trading within the EU*. Najdeno 26. aprila 2011 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/2ndadvice_final_en.pdf
63. *Link Up Markets*. Najdeno 15. aprila 2011 na spletnem naslovu <http://www.linkupmarkets.com/>
64. London Economics. (2002). *Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets*. Najdeno 7. aprila 2011 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/internal_market/securities/studies_en.htm
65. Mai, S. (2005). The European Post Trade Market. *Deutsche Börse, Frankfurt & Clearstream International S.A., Luxembourg*. Najdeno 28. marca 2011 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=663921
66. NERA Economic Consulting. (2004). *The Direct Cost of Clearing and Settlement – An EU-US Comparison*. Najdeno 30. marca 2011 na spletnem naslovu http://www.cityoflondon.gov.uk/NR/rdonlyres/0A6216E8-6153-44F3-B1EA-55FFA4CB19C2/0/CS_final.pdf
67. NERA Economic Consulting. (2007). *The European Equities Post-Trading Industry – Assessing the Impact of Market and Regulatory Changes*. Najdeno 4. aprila 2011 na spletnem naslovu <http://www.cityoflondon.gov.uk/NR/rdonlyres/84CD860D-8177-4154-8C39-757F3B3F3A6C/0/PostTradingfullversion.pdf>
68. Norman, P. (2007). *Plumbers and Visionaries – Securities Settlement and Europe's Financial Market*. Chichester: John Wiley & Sons Ltd.
69. Oxera Consulting Ltd. (2009). *Monitoring Prices, Costs and Volumes of Trading and Post-Trading Services*. Najdeno 28. aprila 2011 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/2009_07_ec_report_oxera_en.pdf

70. Pirrong, C. (2006). The Industrial Organization of Execution, Clearing and Settlement in Financial Markets. *Bauer College of Business University of Houston*. Najdeno 10. aprila 2011 na spletnem naslovu <http://www.econ.upf.edu/docs/seminars/pirrong.pdf>
71. Russo, D., Hart, T., Malaguti, M. C., & Papathanassiou, C. (2004). Governance of Securities Clearing and Settlement Systems. *European Central Bank*. Najdeno 30. marca 2011 na spletnem naslovu http://scholar.google.si/scholar?start=100&q=the+organization+of+securities+clearing+and+settlement+infrastructures+in+europe&hl=sl&as_sdt=0&as_vis=1
72. Schaper, T. (2009). Elimination of Technical Barriers in European Securities Settlement. *International Review of Business Research Papers*, 2009(1). 428–441.
73. Schaper, T. (2007). Trends in European Clearing and Settlement Industry – the European Code of Conduct and Target 2 Securities. *Johann Wolfgang Goethe University*. Najdeno 10. februarja 2011 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=965407&rec=1&srcabs=948773
74. Schmiedel, H., Malkamaki, M., & Tarkka, J. (2006). Economies of Scale and Technological Development in Securities Depository and Settlement Systems. *Bank of Finland*. Najdeno 20. februarja 2011 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=355003
75. Schmiedel, H., & Schönenberger, A. (2005). Integration of Securities Market Infrastructures in the Euro Area. *European Central Bank*. Najdeno 1. aprila 2011 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/pub/scientific/ops/author/html/author641.en.html>
76. Schneider W., D. (2008). A Letter to Mr. Jean-Michel Godeffroy. *The Association of Global Custodians*. Najdeno 4. aprila 2011 na spletnem naslovu [http://www.theagc.com/Comment.Letters/European%20Union/Ltr.%20to%20Jean-Michel%20Godeffroy%20\(4-1-08\).pdf](http://www.theagc.com/Comment.Letters/European%20Union/Ltr.%20to%20Jean-Michel%20Godeffroy%20(4-1-08).pdf)
77. Sigloch, M., & Borisova, E. (2010). Hurdles to take for T2S. *Consileon Business Consultancy*. Najdeno 30. marca 2011 na spletnem naslovu http://www.bosse-it.eu/concms6/export/sites/consileon/files/101108_T2S-Study_Micha_Sigloch.pdf
78. Simmons, M. (2002). *Securities Operations, A Guide to Trade and Position Management*. Chichester: John Wiley & Sons Ltd.
79. Soliva, F. (2010). Progress in the Securities »Post Trading« Area. Najdeno 14. februarja 2011 na spletnem naslovu http://www.ubs.com/1/e/bank_for_banks/news/topical_stories/edition_12.html
80. Tapking, J. (2007). Pricing of Settlement Link Services and Mergers of Central Securities Depositories. *European Central Bank*. Najdeno 1. aprila 2011 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp710.pdf>
81. Tapking, J., & Yang, J. (2004). Horizontal and Vertical Integration in Securities Trading and Settlement. *European Central Bank*. Najdeno 1. aprila 2011 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp387.pdf>

82. Valiante, D. (2011). NYSE Euronext – Deutsche Börse Merger: Let the dance go on! *ECMI Policy Brief, No. 18/31*. Najdeno 25. maja 2011 na spletnem naslovu <http://www.ceps.eu/book/nyse-euronext-%E2%80%93-deutsche-b%C3%B6rse-merger-let-dance-go>
83. Van Cayseele, P., & Wuys, C. (2005). Cost Efficiency in the European Securities Settlement and Depository Industry. *Catholic University of Leuven*. Najdeno 1. aprila 2001 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=808824

PRILOGA

Priloga 1: Seznam uporabljenih kratic

CDD: Centralna depotna družba

CESAME: Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Experts' Group

CESR: Committee of European Securities Regulators

CNS: Centralna nasprotna stranka

CPSS: Committee on Payment and Settlement Systems

DTCC: The Depository Trust & Clearing Corporation

DVP: Delivery versus Payment

EACH: European Association of CCP Clearing Houses

ECB: Evropska centralna banka

ECOFIN: The Economic and Financial Affairs Council

ECSDA: European Central Securities Depositories Association

ESCB: Evropski sistem centralnih bank

EU: Evropska Unija

FESE: Federation of European Securities Exchanges

FSAP: Financial Services Action Plan

IFI: Izvedeni finančni instrument

IOSCO: The International Organization of Securities Commissions

MCDD: Mednarodna centralno depotna družba

MiFID: Markets in Financial Instruments Directive

MOU: Memorandum of Understanding

NYSE: New York Stock Exchange

OTC: Over the Counter

SEC: Securities and Exchange Commission

T2S: Target 2 Securities