

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO
**PORAVNALNI SISTEMI POSLOV Z
VREDNOSTNIMI PAPIRJI V EVROPI**

Ljubljana, oktober 2004

TINA ŠKODA

IZJAVA

Študentka Tina Škoda izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom mag. Aljoše Valentinčiča in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

Podpis:

V Ljubljani, dne 5.10.2004

KAZALO

UVOD	1
1 FUNKCIJE CENTRALNIH KLIRINŠKIH DRUŽB	2
1.1 IZRAVNAVA IN OBRAČUN.....	3
1.2 PORAVNAVA.....	4
1.3 REGISTER.....	4
1.3.1 SESTAVA RAČUNOV VREDNOSTNIH PAPIRJEV.....	4
1.4 DEPO.....	7
2 SILE RAZVOJA EVROPSKEGA TRGA VREDNOSTNIH PAPIRJEV, KI VPLIVAJO NA RAZVOJ PORAVNALNIH SISTEMOV POSLOV Z VREDNOSTNIMI PAPIRJI.....	7
2.1 ZGODOVINA RAZVOJA PORAVNALNIH SISTEMOV POSLOV Z VREDNOSTNIMI PAPIRJI V EVROPI IN AMERIKI IN TRENUTNO STANJE	7
2.2 PRAVNI OKVIR	10
2.2.1 STANDARDI ZA UPORABO SISTEMOV PORAVNAVE POSLOV Z VREDNOSTNIMI PAPIRJI V KREDITNIH OPERACIJAH EVROSISTEMA	11
2.2.2 OSNUTEK NOVIH STANDARDOV ZA PORAVNALNE SISTEME POSLOV Z VREDNOSTNIMI PAPIRJI V EVROPSKI UNIJI.....	16
2.3 RAZVOJ TEHNOLOGIJ.....	20
2.4 VPELJAVA SKUPNE VALUTE.....	21
3 POVEZOVANJE PORAVNALNIH SISTEMOV POSLOV Z VREDNOSTNIMI PAPIRJI.....	22
3.1 MOTIVI ZA POVEZOVANJE CKD	22
3.1.1 EKONOMIJE OBSEGA	23
3.2 NAČINI ORGANIZIRANJA SISTEMOV ZA PORAVNAVO POSLOV Z VREDNOSTNIMI PAPIRJI PRI MEDNARODNEM POSLOVANJU.....	24
3.3 TVEGANJA PRI MEDNARODNEM PORAVNAVANJU POSLOV Z VREDNOSTNIMI PAPIRJI	28
3.4 OVIRE PRI POVEZOVANJU PORAVNALNIH SISTEMOV POSLOV Z VREDNOSTNIMI PAPIRJI V EVROPI.....	29
3.5 ZGLEDI USKUPINJEVANJA MED EVROPSKIMI PONUDNIKI STORITEV PORAVNAVE POSLOV Z VREDNOSTNIMI PAPIRJI.....	33
4 CENTRALNA KLIRINŠKO-DEPOTNA DRUŽBA, D. D.....	34
4.1 PRAVNI OKVIR	34
4.1.1 DEJAVNOST KDD	34
4.1.2 ČLANSTVO V KDD	36
4.1.3 VRSTE RAČUNOV VREDNOSTNIH PAPIRJEV V KDD.....	37
4.2 FUNKCIJE KDD	37
4.2.1 IZRAČUN DENARNIH OBVEZNOSTI IN IZRAVNAVA	38
4.2.2 IZPOLNITEV DENARNIH IN PAPIRNIH OBVEZNOSTI.....	39
4.2.3 VODENJE CENTRALNEGA REGISTRA.....	40
4.2.4 HRAMBA	40
4.3 OCENA EVROPSKE CENTRALNE BANKE IN PRIMERJAVA Z DRUGIMI DRŽAVAMI PRISTOPNICAMI	40
4.4 VIZIJA RAZVOJA DELOVANJA KDD, D. D., V EVROPSKI UNIJI.....	43
5 SKLEP	44
LITERATURA	46
VIRI	47
PRILOGE	
SLOVARČEK SLOVENSКИH PREVODOV TUJIH IZRAZOV	

UVOD

Globalizacija poteka na vseh področjih gospodarstva in življenja in prav tako na finančnih trgih, katerega del so trgi vrednostnih papirjev. Poglavitne naloge na trgih vrednostnih papirjev so trgovanje, kliring in poravnavanje poslov z vrednostnimi papirji. Kliring pomeni povezovanje trgovalnih poslov in obračun obveznosti strank iz poslov, sklenjenih na trgu vrednostnih papirjev. Pri poravnavanju se vrednostni papirji prenesejo s prodajalca na kupca, denarna sredstva pa potekajo v nasprotni smeri. Centralne klirinške družbe, ki združujejo sistem za poravnavo poslov z vrednostnimi papirji še z drugimi funkcijami, ki so opisane v diplomski nalogi, so poleg borz temeljne institucije, ki sestavljajo infrastrukturo trgov vrednostnih papirjev. Zaradi globalizacije finančnih trgov se globalizirajo trgi vrednostnih papirjev in torej tudi njegova infrastruktura.

V diplomski nalogi so obravnavani pravna podlaga, ki ureja delovanje poravnalnih sistemov, tehnologija, trenutno stanje in vzroki, ki vodijo k poravnavanju poravnalnih sistemov poslov z vrednostnimi papirji. Globalizacija na finančnem področju pomeni, da državne meje izginjajo in da nastajajo velike finančne institucije, ki zelo zmanjšujejo stroške na enoto finančnega proizvoda. Izredno hiter razvoj informacijske tehnologije omogoča večjo standardizacijo poslovanja ter organizacijo hitrega in učinkovitega prenosa lastništva finančnih proizvodov. Poleg tega so v nalogi obdelane ovire, ki otežujejo združevanje, kljub vpeljavi skupne valute evra in drugi standardizaciji. Nacionalno poravnavanje poslov z vrednostnimi papirji je razmeroma poceni in varno, mednarodno poravnavanje pa zapleteno in razdrobljeno ter zvišuje stroške, povečuje tveganja in zato ni učinkovito. Če institucijam Evropske unije ne bo uspelo vpeljati učinkovitega poravnavanja poslov z vrednostnimi papirji, bo to zmanjšalo možnosti in pripravljenost vlagateljev na evropskih trgih vrednostnih papirjev. Neoptimalnost bo poslabšala likvidnost finančnih trgov, posledično pa bo tudi cena kapitala višja kot bi lahko bila. Trgovanje prek meja se povečuje, vendar verjetno počasneje, kot če bi že imeli povsem mednarodno urejene in uskupinjene funkcije poravnalnih sistemov.

Slovenski poravnalni sistem poslov z vrednostnimi papirji sodi že med razvite, čeprav bi slovenski finančni trg verjetno morali šteti še med tranzicijskega. Centralna klirinško-depotna družba, d. d. (v nadaljevanju KDD, d. d.), skuša na eni strani igrati regionalno vlogo, predvsem na območju nekdanje Jugoslavije, in se povezati z institucijami v Evropski uniji. V okviru tega nas zanima, na kakšni stopnji razvitosti je trenutno KDD, d. d., in kako se povezuje s poravnalnimi sistemi poslov z vrednostnimi papirji v Evropski uniji. Za nadaljnji razvoj Slovenije je pomembno, da postanemo člani Evropske monetarne unije (EMU). Vpeljava evra nam bo olajšala gospodarsko sodelovanje z drugimi članicami Evropske unije. Takrat bo pomembno, ali je naša infrastruktura trga vrednostnih papirjev primerljiva z infrastrukturo drugih držav članic. V bližnji prihodnosti po treba postaviti sistem po katerem bodo imeli različni individualni in institucionalni naložbeniki dostop do

domačih in tujih trgov s finančnimi produkti. Sistem mora omogočati trgovanje z domačimi, evropskimi in regionalnimi (države nekdanje Jugoslavije) finančnimi instrumenti; to bo dalo Sloveniji poseben položaj, saj bo postala most med razvito Evropo in balkanskimi državami na prehodu.

1 FUNKCIJE CENTRALNIH KLIRINŠKIH DRUŽB

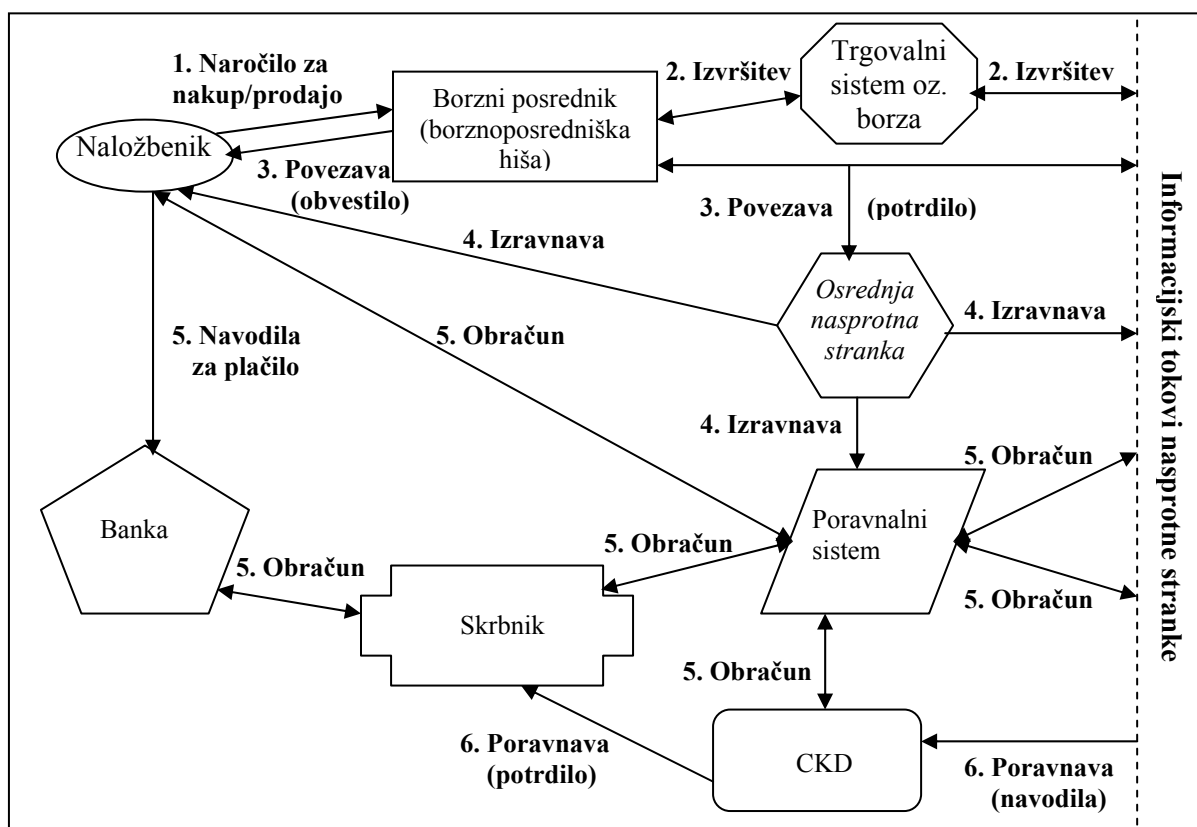
Nakup oz. prodaja vrednostnih papirjev potekata najprej na borzi in potem še v centralni klirinški družbi (CKD). Celoten postopek je sestavljen iz šestih korakov (Milne, 2002, str. 6):

1. Naročilo (order): Vlagatelj da napotke za izpeljavo posla pooblaščenemu borznemu posredniku.
2. Izvršitev (execution): Borzni posrednik vpiše naročilo v elektronski trgovalni sistem borze, in ta ga potem po svojih pravilih izpolni.
3. Povezava (matching): Posrednika na obeh straneh potrdita posamezne značilnosti posla (vrednostni papir, količina, cena), jih preverita z naročilom stranke, računalniški sistem borze pa posla poveže in pošlje podatke določeni centralni klirinški družbi (CKD).
4. Izravnava (netting): Izravnava pomeni pobot denarnih terjatev in obveznosti posameznih članov poravnalnega sistema. Z izravnavo denarnih tokov in tokov vrednostnih papirjev lahko močno zmanjšamo vrednost in količino vrednostnih papirjev za poravnavo. Največji potencial so sistemi z osrednjo nasprotno stranko (pojem je razložen v poglavju 3.1.2).
5. Obračun (clearing): Izračun obveznosti prodajalcev in kupcev in informiranje o poravnavi.
6. Poravnava (settlement): Prenos lastništva vrednostnih papirjev in denarja.

Slika 1 umešča udeležence in institucije trga vrednostnih papirjev v prej opisano poslovanje na trgu vrednostnih papirjev. Ponazarja pretok informacij in funkcije, ki jih opravljajo posamezne institucije trga vrednostnih papirjev. Za hitro izpeljavo celotnega procesa je zelo pomembna standardizacija procesov in pretočnosti informacijskih tokov. Identičen proces poteka še pri nasprotni stranki, saj morata pri poslu sodelovati oba, kupec in prodajalec.

Centralna klirinška družba sodeluje v procesu od četrtega koraka. Poleg teh funkcij je pri CKD tudi register in depo vrednostnih papirjev. Da bi lahko razumeli težave pri mednarodnem povezovanju CKD, moramo spoznati vse njihove funkcije: obračunsko, poravnalno, registrsko in depotno.

Slika 1: Šest stopenj posla z vrednostnimi papirji in informacijski tokovi med institucijami



Vir: Milne, 2002, str. 47.

1.1 IZRAVNAVA IN OBRAČUN

Borznoposredniška hiša, ki je prodala več vrednostnih papirjev, kot jih je kupila, prenese svoje terjatve iz sklenjenih poslov na CKD kot novo upnico. Obenem pa CKD prevzame vse denarne obveznosti borznoposredniških družb, ki so dolžnice, iz sklenjenih poslov z vrednostnimi papirji na borzi ali izvenborznem trgu, tako da CKD postane nova dolžnica. CKD pobota vse denarne terjatve z denarnimi obveznostmi posamezne borznoposredniške družbe, preostali del terjatev in obveznosti pa se izpolni na dan poravnave. Izravnava pomeni pobot denarnih terjatev in obveznosti posameznih članov poravnalnega sistema poslov z vrednostnimi papirji.

Obračunska funkcija določi obveznosti prodajalca in kupca v določenem poslu. Po sklenjeni transakciji na elektronskem trgovalnem sistemu borze je treba transakcijo obračunati kupcu in prodajalcu ali članoma borze, ki ju zastopata. Oba člana potem transakcijo obračunata svojima strankama. Obračun na eni strani pove, koliko mora stranka plačati ter koliko in kakšne vrednostne papirje za to dobi, na drugi strani pa stranka izve, kolikšen bo njen izkupiček od prodaje določenih vrednostnih papirjev. Poleg izmenjave denarja in vrednostnih papirjev se obračunajo še vsi pripadajoči stroški transakcije (stroški borze,

poravnave, posredovanja idr.) in se prištejejo ali odštejejo od obračuna transakcije. Obračun se navadno dela v valuti, v kateri je izdan vrednostni papir.

1.2 PORAVNAVA

Obračunu transakcij sledi poravnava, ki se mora opraviti v predpisanem roku in praviloma v domači valuti. Člani CKD, ki imajo na dan dospelosti po izravnavi čisto (neto) obveznost, morajo to nakazati CKD, ta pa denar nakaže članom, ki imajo do CKD čiste terjatve. V eno stran potuje denar, v drugo vrednostni papirji. Pri tem je zelo pomembno načelo sočasnosti izpolnitve, tako imenovani Delivery versus Payment (DVP); to pomeni, da se obveznost prenosa vrednostnih papirjev iz poslov, sklenjenih na organiziranem trgu, opravi samo sočasno s plačilom za te vrednostne papirje. Poravnava vrednostnih papirjev je lahko tudi ločena od plačila, tako imenovana poravnava Free of Payment (FOP). Ta vrsta poravnave je značilna za mednarodne povezave med CKD.

1.3 REGISTER

CKD izdaja vrednostne papirje, jih briše, išče sled za njimi in za podjetja opravlja storitve prevzemov, združevanja idr. Pri tej funkciji je najpomembnejši nadzor, da je celotno število izdanih vrednostnih papirjev enako skupnemu številu vrednostnih papirjev, ki so v lasti končnih naložbenikov.

Centralni register je sestavljen iz treh vrst računov:

- registrskega: CKD ga odpre ob izdaji vrednostnih papirjev za upravičence, ki jih je v nalogu za izdajo navedel izdajatelj;
- računa stranke: Odpre ga član CKD za stranko, s katero je sklenil pogodbo o vodenju računa vrednostnih papirjev;
- hišnega: Član CKD ga odpre v svojo korist in po njem vodi stanje vrednostnih papirjev, prenos pravic iz vrednostnih papirjev in vpis pravic tretjih na vrednostnih papirjih, katerih imetnik je on sam.

CKD imajo težave pri vrednostnih papirjih, s katerimi se trguje v več različnih državah, na več različnih borzah, z več različnimi valutami. Tedaj je zelo težko voditi natančno evidenco lastnikov določenega vrednostnega papirja in preverjati, ali število vrednostnih papirjev v obtoku ustreza številu izdanih vrednostnih papirjev.

1.3.1 SESTAVA RAČUNOV VREDNOSTNIH PAPIRJEV

Pri sestavi računov razlikujemo njihovo globino in širino. Z globino razumemo število plasti zbirnih računov, preden dosežemo račune končnih naložbenikov. Globino sistema računov

prikazujemo s hierarhičnim sistemskim drevesom. Širina se nanaša na to, kako se različni poravnalni sistemi povezujejo drug z drugim. V ozki sestavi se lahko vrednostni papirji prenašajo med majhnim številom skrbnikov, ki pripadajo istemu drevesu. Taka je na primer industrija kreditnih kartic: Mastercard, VISA, Amex idr. uporabljajo popolnoma ločene operacijske sisteme, vendar po enakih skupnih standardih. Če se vrednostni papirji lahko prenašajo med številnimi skrbniki, ki pripadajo različnim sistemom, pravimo temu široka sestava. Zgled tega je mreža bankomatov, ki so med seboj interoperabilni in povezani z veliko izdajatelji kartic.

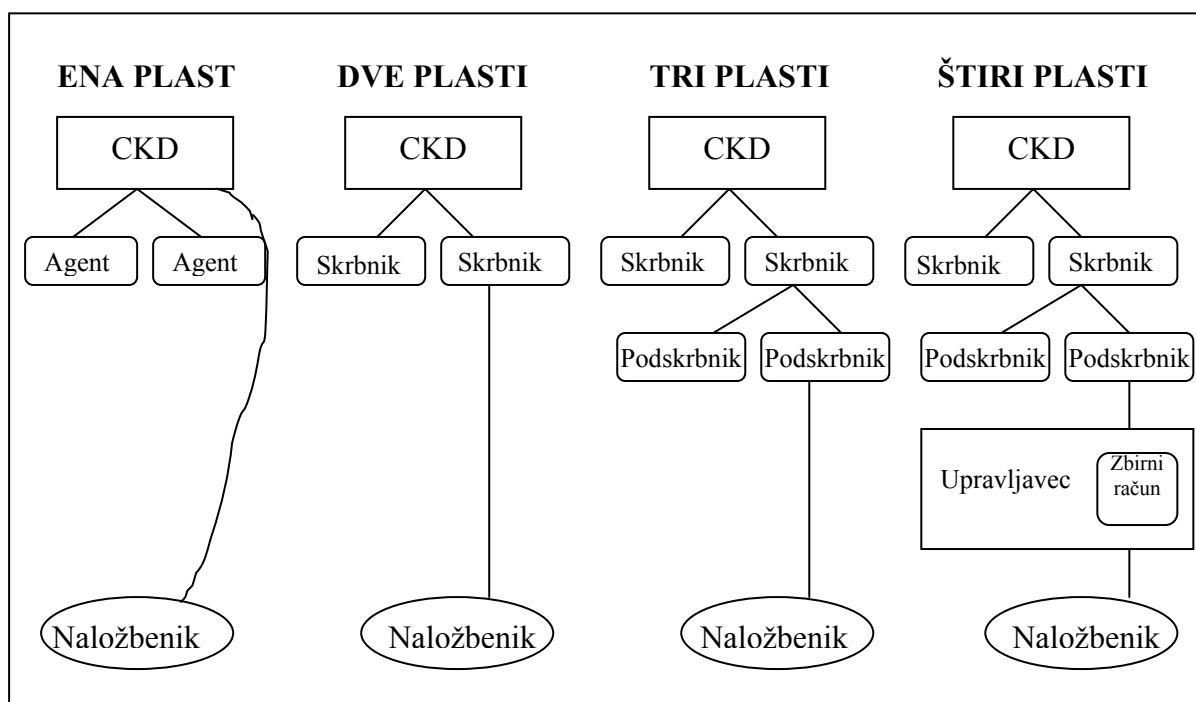
Enoplastni prijem

Enoplastni prijem se uporablja v manjših državah ali na manjših trgih, npr. v Skandinaviji in tudi v Sloveniji. CKD ima pri sebi register vseh vrednostnih papirjev v lasti individualnih naložbenikov, njeni člani pa opravljajo vse transakcije v njihovem imenu. Ta sistem je lahko kontrolirati in nadzirati. Interne kontrole tveganj in sredstva za zavarovanje finančne stabilnosti morajo biti le na ravni CKD. Naložbeniki dajejo naloge za prenose vrednostnih papirjev po članih, ki imajo licence za opravljanje storitev. Ni nujno, da so zahteve za licenco tako stroge kot pri neodvisnih skrbnikih. Centralna klirinška družba lahko sama preverja, ali se število izdanih vrednostnih papirjev ujema s številom vrednostnih papirjev v lasti naložbenikov. Lahko je vpeljati poravnavo v realnem času $T + 1$. Ta prijem pa ni primeren za globalno uporabo, saj ne bi bilo mogoče imeti enega centralnega registra za vse individualne naložbenike.

Dvoplastni prijem

Pri tem prijemu vstopijo v sestavo še neodvisni skrbniki, to pa zmanjša vlogo in naloge CKD. CKD imajo le zbirne račune za vse skrbnike, ki povedo, koliko nekaterih vrednostnih papirjev imajo za svoje stranke. CKD preverja le enakost števila izdanih vrednostnih papirjev in števila vrednostnih papirjev v lasti naložbenikov. Skrbnik vodi portfelje vseh svojih strank, to pomeni, da je kontrola nad številom vrednostnih papirjev porazdeljena med njim in CKD. Poravnavo vrednostnih papirjev morajo organizirati skrbniki, če pa so ti zelo veliki, se lahko poravnava izpelje kar na skrbnikovem zbirnem računu. Zahteve, ki jih morajo izpolnjevati skrbniki, so zelo velike, saj morajo zagotavljati kontroliranje, ki preprečuje neskladja, in pokrivati finančne izgube zaradi napak. Sistem poravnavanja papirjev je zaprt; to omogoča lažje odkrivanje napak, ki se navadno lahko odpravijo brez izgub. Tveganje, ki zahteva posebno pozornost, je zloraba podatkov. Zato je navadno za status skrbnika potrebna licenca za opravljanje bančnih storitev. Poravnava v realnem času ($T + 1$) je sicer mogoča, vendar ni tako preprosta kakor pri enoplastnem prijemu, saj zahteva sočasno sodelovanje vsaj treh strank.

Slika 2: Zgledi različnih sistemov glede na njihovo globino



Vir: Leinonen, 2003, str. 35.

Triplastni prijem

V sestavo vstopijo še podskrbniki, to pa pomakne nadzor nad računi končnih naložbenikov še niže od CKD in ustvari še eno plast zbirnih računov. Če potekajo transakcije po podskrbnikih, ki pripadajo različnim skrbnikom, mora biti udeleženih pet sistemov (podskrbnik – pošiljatelj, njegov skrbnik, CKD, podskrbnik – prejemnik, njegov skrbnik). Trenutno je to najpogostejši način mednarodne poravnave. Zaradi dolge verige se tveganja povečujejo, učinkovitost se zmanjšuje in celoten proces je vse težje nadzorovati.

Trenutno je v nekaterih sistemih mogoče dodati še »podplast«, kjer vodijo skrbniške račune upravljavci premoženja. Tehnično se ti računi ne razlikujejo od skrbniških ali podskrbniških, vendar pa postanejo različne storitve, kot npr. prevzemi, združitve, izplačila dividend idr., še bolj zapletene. Avtomatizacija teh procesov zahteva informacije o pravih lastnikih vrednostnih papirjev na ravni skrbnikov. Naložbeniki so bolj izpostavljeni tveganju izgube, ker taki zbirni računi navadno niso tako nadzorovani kot računi pravih skrbnikov. To seveda otežuje tudi delo nadzornih institucij, saj so naložbeniki za temi zbirnimi računi anonimni. Težje je odkrivati pranje denarja, davčne utaje in zlorabe notranjih informacij. Strokovnjaki menijo, da morajo imeti skrbniki vedno odprto pot do informacij, kdo so lastniki vrednostnih papirjev, ki so na njihovem zbirnem skrbniškem računu.

Hitra poravnava vrednostnih papirjev (v istem dnevu ali $T + 1$) je mogoča le pri ravni sestavi. Videti je, da je najustreznejša dvoplastna sestava.

1.4 DEPO

Depotna funkcija se nanaša na hrambo fizično izdanih vrednostnih papirjev za stranke in izdajatelje. Nujna je za tiste fizično izdane vrednostne papirje, s katerimi se trguje na organiziranem trgu. Če so predmet hrambe imenski vrednostni papirji, jih mora imetnik ob izročitvi v hrambo indosirati na CKD. Centralna klirinška družba vrednostne papirje, ki jih sprejme v hrambo, vpiše na račun vrednostnih papirjev tega imetnika. Hramba danes pomeni zelo majhen del storitev, saj skoraj ni več fizično izdanih vrednostnih papirjev. Zato veliko CKD to funkcijo prenese na drugo pravno osebo, ki ima podobne storitve za svojo temeljno dejavnost (bančni sefi).

Teoretično bi lahko bile vse štiri funkcije ločene, čeprav je verjetno najbolj smotrno, da so združene v eni pravni osebi. Seveda pa to poveča nevarnost, da bi si ta institucija pridobila monopolni položaj na trgu. Zaradi opisanih značilnosti sta mednarodno obračunavanje in poravnavanje vrednostnih papirjev tehnično zelo zapletena procesa.

2 SILE RAZVOJA EVROPSKEGA TRGA VREDNOSTNIH PAPIRJEV, KI VPLIVAJO NA RAZVOJ PORAVNALNIH SISTEMOV POSLOV Z VREDNOSTNIMI PAPIRJI

Na evropskem trgu vrednostnih papirjev delujejo trenutno trije pomembni trendi: deregulacija finančnega trga, razvoj novih tehnologij in vpeljava skupne valute, ki omogočajo finančnim institucijam izrabo ekonomije obsega v svojem delovanju. Te smeri napovedujejo zmanjšanje pomena lokacije in povečanje tekmovalnosti med finančnimi središči, borzami in poravnalnimi sistemi.

2.1 ZGODOVINA RAZVOJA PORAVNALNIH SISTEMOV POSLOV Z VREDNOSTNIMI PAPIRJI V EVROPI IN AMERIKI IN TRENUTNO STANJE

Do konca šestdesetih let prejšnjega stoletja so se na vseh trgih uporabljali vrednostni papirji v materializirani obliki. Skrbniške banke so jih shranjevale in v imenu svojih strank opravljale z njimi tudi vse transakcije. Čeprav so poravnalne in depotne družbe obstajale že skoraj stoletje (Dunajska borza je ustanovila Wiener Giro- und Kassen-Verein že leta 1872), se niso množično uporabljale, dokler zaradi velike rasti prometa na borzah papirna poravnava ni postala zelo draga in neučinkovita. To se je najprej zgodilo v Združenih državah Amerike, kjer je Newyorška borza vrednostnih papirjev (New York Stock Exchange – NYSE) leta 1968 ustanovila Centralno službo za vrednostne papirje (Central

Certificate Service), ta pa se je pozneje razvila v Družbo za skrbništvo nad vrednostnimi papirji (Depository Trust Company – DTC). Število CKD se je močno povečalo po priporočilu G-30¹ leta 1989 o ustanovitvi CKD v vsaki državi. Eden od ciljev ustanovitve CKD je bil razviti elektronsko obdelavo transakcij in s tem povečati učinkovitost nacionalnih trgov vrednostnih papirjev. Elektronska obdelava podatkov je podlaga za mednarodno poravnavo vrednostnih papirjev. Podobne težave z materializiranimi vrednostnimi papirji so pripeljale do ustanovitve dveh evropskih mednarodnih centralnih klirinških družb (ICKD), Euroclear in Cedel. Euroclear je leta 1968 ustanovila bruseljska podružnica Morgan Guaranty za poravnavo transakcij na mednarodnem trgu dolžniških vrednostnih papirjev. Cedel je bil ustanovljen leta 1971 kot konkurenca Euroclearu. Sčasoma sta obe družbi razvili tudi poravnavo lastniških vrednostne papirje, vendar pa je to ostal le manjši del njunega poslovanja. V devetdesetih letih je bil trg mednarodne poravnave dolžniških vrednostnih papirjev razdeljen v razmerju 2 : 1 za Euroclear. Euroclear in Cedel nimata svojih poravnalnih sistemov, temveč delujeta po omrežju nacionalnih CKD ter skrbniških in centralnih bank. Leta 2000 sta se Cedel International in klirinška družba nemške borze (Deutsche Börse Clearing) združila v družbo Clearstream International. Clearstream ima sedež v vseh treh finančnih središčih Evropske unije: Londonu, Frankfurtu in Luksemburgu. Transakcije z vrednostnimi papirji poravnava na triintridesetih trgih. Euroclear je podpisal memorandum z Bruseljsko borzo vrednostnih papirjev (Brussels Stock Exchange) in Amsterdamsko borzo vrednostnih papirjev (Amsterdam Stock Exchange) o integraciji nacionalnih CKD Belgije in Nizozemske; to pomeni, da bo Euroclear poravnaval transakcije za celotno združenje borz Euronext². Euroclear in Clearstream sta povezana že od leta 1980, tako da lahko njune stranke transakcije nemoteno poravnava.

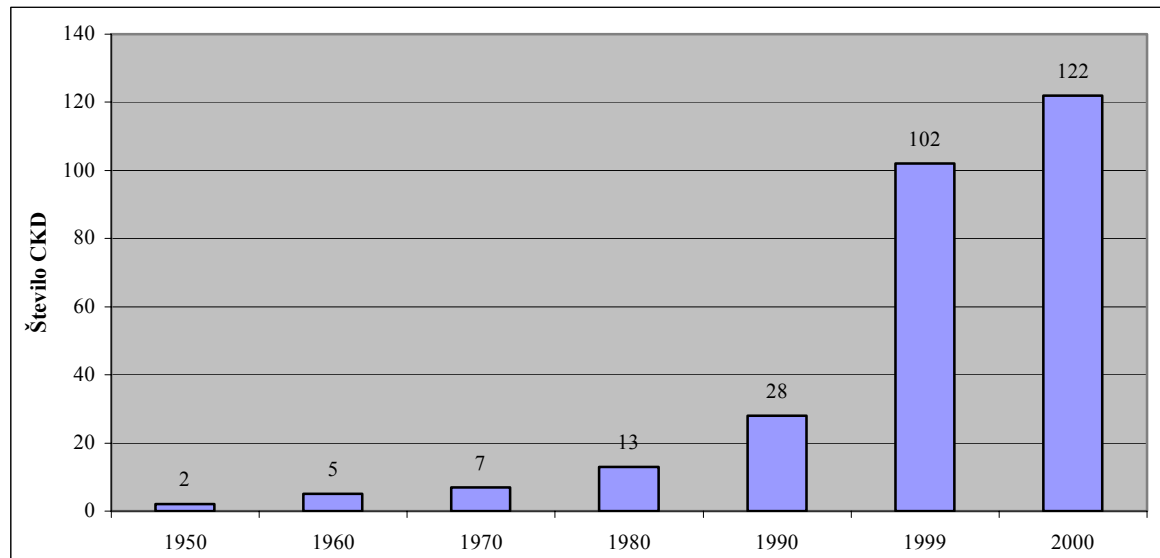
Tradicionalno je bila infrastruktura poravnalnih sistemov najbolj integrirana v Združenih državah Amerike. Kot smo že omenili, so se CKD v Ameriki začele razvijati z ustanovitvijo Centralne službe za vrednostne papirje. Leta 1972 je Komisija za banke in druge institucije trgov vrednostnih papirjev (Banking and Securities Industry Committee) predlagala, naj se Centralna služba za vrednostne papirje loči od newyorške borze vrednostnih papirjev in se ustanovi kot neodvisna družba. Skupina bank, borz in borznoposredniških hiš je tako ustanovila Družbo za skrbništvo nad vrednostnimi papirji (DTC). Ta je na začetku deponirala le delnice, pozneje pa je razvila depo tudi za vse druge vrste vrednostnih papirjev. Druge depotne družbe so se povezale z DTC in tako omogočile nemoteno trgovanje. V Ameriki so naložbeniki dajali prednost fizični imobilizaciji vrednostnih papirjev pred njihovo dematerializacijo. Dematerializirane so bile le državne obveznice in

¹ G-30 je zasebna, nepridobitna, mednarodna organizacija, ki so jo ustanovili zastopniki zasebnega in javnega sektorja in univerz. Njen cilj je razlaganje različnih mednarodnih ekonomskih in finančnih tem, raziskovanje mednarodnih posledic sprejetih odločitev v zasebnem in javnem sektorju ter proučevanje možnosti, ki so na voljo gospodarstvenikom in politikom (Vir: <http://www.group30.org/about.php>, 2004).

² Euronext je holding v lasti pariške, amsterdamske, bruseljske in lizbonske borze. Sporazum o sodelovanju ima sklenjen še z luksemburško, helsinško in varšavsko borzo (Veselinovič, 2003, str. 6).

nekaj podjetniških vrednostnih papirjev. Leta 1975 je kongres z Amandmaji k zakonu o vrednostnih papirjev (Securities Acts Amendments) zahteval, naj izravnavo trgovanja pri poravnavanju vrednostnih papirjev opravlja ena sama družba, zato da ni odvisna od posebnega poslovanja posameznih borz. NYSE, AMEX in NASDAQ³ so tako leta 1977 združile svoje enote za poravnavo v Nacionalno družbo za poravnavo poslov z vrednostnimi papirji (National Securities Clearing Corporation – NSCC).

Slika 3: Rast števila centralnih klirinških družb



Vir: Malkamäki, Topi, 1999, str. 24.

Ameriška agencija za nadzor nad trgov vrednostnih papirjev (Securities and Exchange Commission – SEC) je leta 1992 začela vpeljevati potrebne spremembe v poravnavi poslov z vrednostnimi papirji. Do leta 1995 je dosegla poravnavo v času T + 3, cilj pa naj bi bil do leta 2004 doseči poravnavo T + 1. Zadnji korak je integracija DTC in NSCC v Družbo za skrbništvo in poravnavo poslov z vrednostnimi papirji (Depository Trust & Clearing Corporation – DTCC) leta 1999. Družba skupaj s svojimi podružnicami poravnava vse transakcije na ameriškem trgu vrednostnih papirjev, DTC pa je ostala največja svetovna depotna družba.

V Evropi ima dovoljenje centralnih bank za opravljanje poravnave poslov z vrednostnimi papirji osemindvajset centralnih klirinških družb. Na državni ravni je konsolidacija CDK zelo napredovala, zdaj pa se namenja pozornost konsolidaciji v celotni Evropski uniji. Stopnja fragmentacije se razlikuje med trgov dolžniških vrednostnih papirjev, kjer imajo ICKD že prevladujočo vlogo na ravni Evropske unije, in lastniških vrednostnih papirjev, kjer je poravnavanje še zelo razdrobljeno na nacionalne CKD.

³ AMEX in NASDAQ sta dve največji ameriški borzi vrednostnih papirjev (Vir: <http://www.nasdaq.com/about/overview.com>, 2004, <http://www.amex.com/home/homepage.html>, 2004).

2.2 PRAVNI OKVIR

Zakonske ovire za prosti pretok kapitala med evropskimi trgi vrednostnih papirjev so bile večinoma odpravljene z vpeljavo smernic OECD⁴ o prostem gibanju kapitala konec osemdesetih let in vpeljavo Smernice o investicijskih storitvah (Investment Service Directive) sredi devetdesetih let (Malkamäki, Topi, 1999, str. 7).

Predhodnik Evropske centralne banke, Evropski monetarni inštitut (EMI), je januarja 1998 objavil Standarde za uporabo sistemov poravnave poslov z vrednostnimi papirji v kreditnih operacijah Evrosistema (Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations). Na podlagi teh standardov Evropska centralna banka redno ocenjuje poravnalne sisteme držav članic Evropske unije ali še ustrezajo standardom in vpeljujejo spremembe.

Februarja 2001 je Komisija modrih mož (Committee of wise men) izdala končno poročilo o urejanju evropskih trgov vrednostnih papirjev, znano kot Lamfalussyjevo poročilo. Poročilo predlaga stopenjsko oblikovanje pravnega okvira, ki bi urejal delovanje evropskih trgov vrednostnih papirjev. Na prvi stopnji naj bi Evropska komisija dala formalni predlog za urejanje, oblikovan na podlagi predlogov zainteresiranih strani, v obravnavo evropskemu parlamentu in ministrskemu svetu. Skupaj naj bi sprejeli odločitev o idejnem okviru in o uresničevanju smernic. Na podlagi idejnega okvira Evropsko združenje nadzornikov nad institucijami trgov vrednostnih papirjev (European Securities Regulators Committee – ECRC) sestavi predlog tehničnih ukrepov za uresničenje sprejetih smernic. Predlog pregleda Evropska komisija in potrdi Evropsko združenje institucij trgov vrednostnih papirjev (European Securities Committee – ESC) ter ga da v Evropski parlament; ta ga mora v enem mesecu ali sprejeti ali zavrniti. Če je zavrnjen, ESRC obravnava razloge za zavrnitev in v skladu z njimi predlog popravi. Po potrditvi predloga v Evropskem parlamentu potrdi predlog tudi Evropska komisija. Na tretji stopnji začne ESRC na podlagi sprejetih smernic in že veljavnih zakonov o vrednostnih papirjih ter tehničnih ukrepov za njihovo izpeljavo, zakone vpeljevati. Na četrti stopnji se preverja delovanje vseh udeležencev na trgih vrednostnih papirjev glede na sprejeto zakonodajo. Lahko že predlaga potrebne spremembe v zakonodaji. Ta proces ponazarja skica dodana v prilogi 1, slika 1.

Konec leta 2001 sta Tehnično združenje mednarodne organizacije komisij za trge vrednostnih papirjev (Technical Committee of the International Organisation of Securities Commissions – IOSCO) ter Združenje plačilnih in poravnalnih sistemov (Committee on Payment and Settlement Systems – CPSS) v sklopu Banke za mednarodne poravnave (Bank

⁴ OECD je združenje tridesetih držav v forum, kjer lahko razpravljajo, razvijajo in izboljšajo ekonomske in socialne politike. Skupaj primerjajo izkušnje, iščejo odgovore na skupna probleme in usklajujejo domače in mednarodne politike z namenom, da pomagajo svojim članom in nečlanom v naraščajoči globalizaciji. (Vir: http://www.oecd.org/about/0,2337,en_2649_201185_1_1_1_1_1,00.html, 2004).

for International Settlement – BIS) objavila devetnajst priporočil za poravnalne sisteme vrednostnih papirjev. Priporočila so v bistvu razširjeni standardi Evropskega monetarnega inštituta (EMI) iz leta 1998, čeprav so namenjeni poravnalnemu sistemom po vsem svetu. Priporočila zadevajo sisteme za poravnavo vseh vrst vrednostnih papirjev v razvitih in nerazvitih državah, za domačo in mednarodno trgovanje. Marca 2004 sta omenjeni združenji objavili še štirinajst priporočil za delovanje osrednjih nasprotnih strank (pojem je razložen v poglavju 3.1.2).

Leta 1997 je bilo ustanovljeno Centralno evropsko združenje družb za skrbništvo nad vrednostnimi papirji (European Central Securities Depository Association – ECSDA), ki naj bi delovalo kot forum za izmenjavo mnenj in izpeljavo projektov skupnega interesa nacionalnih in mednarodnih centralnih klirinških družb. ECSDA ima trenutno sedemnajst članov izmed centralnih in mednarodnih centralnih klirinških družb in vzdržuje vezi z drugimi mednarodnimi zvezami centralnih klirinških družb na svetu. Leta 2003 je ECSDA svoje naloge razširila. Njen cilj je ponuditi rešitve in svetovanje za tehnična, ekonomska, finančna, pravna in nadzorna vprašanja na mednarodni ravni, da bi se zmanjšalo tveganje in povečala učinkovitost skrbniških storitev v dobro izdajateljev, naložbenikov in drugih udeležencev trga. Leta 2003 sta Evropska centralna banka in Evropsko združenje nadzornikov nad institucijami trgov vrednostnih papirjev objavila osnutek novih Standardov za poravnalne sisteme poslov z vrednostnimi papirji v Evropski uniji (Standards for Securities Clearing and Settlement Systems in the European Union).

V Evropi je torej več institucij in standardov ter priporočil, ki določajo in bodo tudi v prihodnosti določali razvoj in delovanje sistemov za poravnavo vrednostnih papirjev na domači in mednarodni ravni.

2.2.1 STANDARDI ZA UPORABO SISTEMOV PORAVNAVE POSLOV Z VREDNOSTNIMI PAPIRJI V KREDITNIH OPERACIJAH EVROSISTEMA

Standardi so podlaga za izbiro centralnih klirinških družb, ki lahko poslujejo s centralnimi bankami držav članic Evropske unije in z Evropsko centralno banko. S standardi so določili postopke, ki varujejo centralne banke pred prevzemom različnih neznanih tveganj pri izpeljavi instrumentov njihove monetarne politike, in tako zagotovili enako raven varnosti za vse operacije vseh centralnih bank v Evropi, ne glede na način poravnave. Standardi so nujen okvir za obvladovanje tveganj, povezanih s poravnavo kreditnih poslov ter hrambo vrednostnih papirjev in drugih terjatev, s katerimi se zavarujejo tovrstni posli. Standardi so morali biti vpeljani do nastopa Evropske monetarne unije januarja 1999, nekateri pa do januarja 2002. Vpeljevali so jih v treh fazah: najprej na ravni nacionalnih centralnih klirinških družb, nato mednarodnih, nazadnje pa naj bi se posodobile obstoječe povezave med CKD.

Standard 1: *Pravna podlaga*

Vsi sistemi za poravnavo poslov z vrednostnimi papirji in povezave med njimi morajo imeti trdno zakonsko podlago, ki zagotavlja končnost poravnave denarja in vrednostnih papirjev ter skrbi za primerno varstvo pravic nacionalnih centralnih bank in Evropske centralne banke do njihovih vrednostnih papirjev na trgovalnih računih pri teh sistemih.

Pravica imetnika vrednostnih papirjev do razpolaganja z njimi

Imetnik vrednostnih papirjev mora imeti pravico neomejeno razpolagati z vrednostnimi papirji na svojem računu, pravica pa ne sme temeljiti le na pogodbenem razmerju do poravnalnega sistema, temveč mora biti uzakonjena. Centralne banke ne bodo sodelovale s poravnalnim sistemom, ki ne zagotavlja pravice do lastništva vrednostnih papirjev, saj bi se tako izpostavljale tveganju nesolventnosti operaterja poravnalnega sistema ali tretje stranke (npr. depozitarja). To je zelo pomembno pri povezavah med poravnalnimi sistemi, kjer se povezuje veliko različno pravno urejenih sistemov. Da bi zagotovili učinkovitost lastniške pravice, mora zakonski okvir jasno prepovedovati neavtorizirano razpolaganje operaterja z vrednostnimi papirji.

Odgovornosti za izgube in napake

Zakonodaja mora jasno določiti pravice operaterja poravnalnega sistema in tretjih oseb (depozitar, povezani poravnalni sistem ipd.), odgovornosti in obveznosti. Tako se zmanjša tveganje izgube zaradi napake, malomarnosti ali goljufije, kar je še posebno pomembno za Evropsko centralno banko in centralne banke držav članic Evropske unije.

Zakonska podlaga za končnost poravnave

Prenosnik ali tretja stranka pozneje ne more preklicati prenosa vrednostnih papirjev med računi poravnalnega sistema, čeprav je prva stranka postala nesolventna. Naročila za prenos vrednostnih papirjev bi morala biti nepreklicna po preteku časa, določenega v pravilih sistema za poravnavo. Pri poravnavi DVP mora biti končnost prenosa denarja in vrednostnih papirjev zagotovljena. Poravnalni sistem mora organizirati povezave z drugimi sistemi, ki nimajo zakonske podlage za končnost prenosov, tako da te povezave ne povečujejo tveganj strankam sistema.

Prisilnost izravnave

Izravnava mora imeti zakonsko podlago, in to morajo ob povezavah priznati tudi povezani sistemi.

Prisilnost ukrepov za obvladovanje tveganj

Poravnalni sistemi morajo vpeljevati ukrepe za obvladovanje tveganj in postopke ob morebitnih okvarah. Centralne banke redno pregledujejo pravno podlago poravnalnih sistemov poslov z vrednostnimi papirji, s katerimi sodelujejo ali po katerih prejemajo vrednostne papirje. Posebna pozornost je namenjena poravnalnim sistemom, ki delujejo v državah, v katerih so uveljavljene manjše zahteve glede zavarovanj, nesolventnosti, sodelovanja s tujimi skrbniki in povezavami z drugimi sistemi.

Standard 2: Poravnava z denarjem centralne banke

Poravnalni sistem poslov z vrednostnimi papirji mora za poravnavo DVP kreditnih operacij Evrosistema uporabljati denar centralnih bank. Centralne banke pri poravnavanju transakcij ne smejo biti izpostavljene poravnalnemu tveganju. Kjer poravnava DVP ni mogoča centralne banke uporabljajo poravnavo FOP.

Standard 3: Odprava nepotrebnega skrbniškega tveganja

Poravnalni sistem mora imeti neposreden stik z izdajateljem vrednostnih papirjev ali s poravnalnim sistemom, ki ne izpostavlja svojih strank skrbniškemu tveganju. Če je poravnalni sistem povezan z depozitarjem, se šteje, da je povezan z izdajateljem vrednostnega papirja, če je seveda primerno zavarovan proti skrbniškemu tveganju. Vse povezave morajo vsaj enkrat na dan preverjati število vrednostnih papirjev v obtoku. Vsi evropski sistemi za poravnavo poslov z vrednostnimi papirji morajo dovoliti neposredno povezavo vsem drugim evropskim poravnalnimi sistemom, ki ustrezajo tem standardom in drugim odločilnim zahtevam.

Standard 4: Delovanje nadzornega organa

Centralne banke lahko uporabljajo le poravnalne sisteme in povezave med njimi, ki so pod nadzorom in/ali kontrolo zakonsko določenega organa. Zakonski okvir za to področje se razlikuje med državami in po tipih poravnalnih sistemov. Če je poravnalni sistem vključen v sklop centralne banke, opravlja v njem notranji nadzor centralna banka, če je samostojna institucija, pa ga nadzirajo zunanji, v ta namen postavljeni organi.

Standard 5: Preglednost tveganj in pogojev udeležbe v sistemu

Operater poravnalnega sistema mora dovoljevati centralnim bankam vpogled v mogoča tveganja glede poravnave vrednostnih papirjev. Informacije o mogočih tveganjih morajo biti sprotno, natančne in zanesljive. Pristopna in izstopna merila poravnalnega sistema morajo biti objektivna in javno objavljena. V tem primeru morajo poravnalni sistemi upoštevati

določila razkritja, ki sta jih določila Združenje plačilnih in poravnalnih sistemov (CPSS) in Tehnično združenje mednarodne organizacije komisij za trge vrednostnih papirjev (IOSCO).

Standard 6: *Postopki za ravnanje s tveganji*

Poravnalni sistem mora sprejeti ukrepe, primerne vsakemu posameznemu sistemu, da se lahko spopada z napakami svojih članov. Sistem mora biti strukturiran in delovati tako, da se ogne ali minimizira konflikt interesov, ki lahko nastane iz opravljanja drugih storitev. Negativna stanja vrednostnih papirjev ne smejo biti dovoljena. Za minimizacijo neuspešnih poravnav in zapletov zaradi primankljaja vrednostnih papirjev mora poravnalni sistem priskrbeti primerne instrumente, npr. avtomatični program za posojanje/najem vrednostnih papirjev in/ali mehanizem, ki omogoča tretji stranki nadomestitev propadlega člana. Ob neplačilu mora imeti sistem postopke, ki omogočijo nemoteno nadaljevanje poravnalnega cikla, npr. uporabo bruto poravnave v realnem času (BPRČ)⁵ za poravnavo gotovine, postopek za zavarovanje izpostavljenosti dolgovom in mehanizem, ki omogoča tretji stranki nadomestitev propadlega člana. Kot dodatek pa je priporočljiv tudi sporazum o delitvi izgub med člani sistema, ki minimizira učinke velike izgube. Če poravnalni sistem opravlja poleg osnovnih storitev tudi dodatne, te ne smejo izpostavljati članov poravnalnega sistema dodatnim tveganjem. Če nastane konflikt interesov, morajo biti vzpostavljeni postopki za njihovo odpravo. Poravnalni sistem prav tako ne sme biti izpostavljen tveganjem ob posoji vrednostnih papirjev ali denarja in pri deponiranju ponarejenih vrednostnih papirjev.

Standard 7: *Končnost poravnave čez dan*

Poravnalni sistem mora omogočiti končno poravnavo nekaterih operacij Evrosistema čez dan. Poravnalni sistemi, ki jih uporabljajo centralne banke, so morali omogočiti do leta 2002 poravnavno DVP čez dan z denarjem centralne banke. Poravnava lahko poteka kot bruto poravnava v realnem času ali vrsta skupinskih poravnav, ki se konča v enem dnevu. Končnost poravnave poslov z vrednostnimi papirji v enem dnevu se lahko doseže s štirimi operacijskimi mehanizmi:

- preddeponiranje vrednostnih papirjev na operacijsko varne skrbniške račune centralnih bank,
- poravnalni sistemi z več procesnimi cikli čez dan,
- bruto poravnava v realnem času za transakcije z vrednostnimi papirji,
- prenos vrednostnih papirjev čez dan, brez nasprotnega toka denarja.

⁵ Sistem bruto poravnave v realnem času (BPRČ) omogoča individualno in takojšno poravnavo plačil v breme in v dobro poravnalnih računov poslovnih bank. Poravnava se lahko plačila med udeleženkami samimi in plačila iz naslova plačilnih storitev, ki jih udeleženke izvajajo za svoje komitente. V sistemu BPRČ se poravnava vsa plačila velikih vrednosti ter nujna plačila (Vir: Pravila delovanja sistema bruto poravnave v realnem času, 2002).

Glede povezav med poravnalnimi sistemi je EMI predlagal tele mehanizme:

- povezani poravnalni sistemi z več procesnimi cikli čez dan, ki morajo biti sinhronizirani,
- povezani sistemi z bruto poravnavo v realnem času za transakcije z vrednostnimi papirji,
- prenos vrednostnih papirjev čez dan brez nasprotnega toka denarja; prenos v prvi sistem je končen in brezpogojen, preden se lahko začne v drugi sistem.

Najboljša rešitev za poravnavo DVP čez dan je bruto poravnava v realnem času za vrednostne papirje, ki zmanjšuje sistemsko tveganje. BPRČ bi morali uporabljati vsaj za transakcije velikih vrednosti, ki morajo biti poravnane v zelo kratkem času (značilno za operacije med državnimi centralnimi bankami in njihovimi strankami), priporočljiv pa bi bil za vse transakcije. Seveda pa bi moral biti sistem BPRČ povezan s sistemom skupinske poravnave, ki bi se uporabljal ob poravnavi malo vrednostnih papirjev ali ob premajhni likvidnosti za poravnavo individualnih transakcij. Sistem BPRČ že obstaja pri plačilnem prometu, zato bi bil razvoj podobnega sistema še za vrednostne papirje lažji.

Standard 8: *Delovne ure in dnevi*

Delovne ure in dnevi poravnalnih sistemov poslov z vrednostnimi papirji morajo biti usklajeni z zahtevami sistema TARGET (razlaga pojma v poglavju 3.2). Operacijski sistem TARGET deluje od 7. do 18. ure po srednjeevropskem času. TARGET se zapira le za božič in novo leto, državne centralne banke pa lahko samostojno določajo delovne dneve glede na državne praznike. Ob povezavah morajo operaterji poravnalnih sistemov zagotoviti sinhronizacijo delovnega časa, ki omogoča izpeljavo poslov ECB in centralnih bank.

Standard 9: *Zanesljivost tehnične opreme in razpoložljivost primerne nadomestne opreme*

Vsi poravnalni sistemi poslov z vrednostnimi papirji morajo zagotavljati operacijsko zanesljivost tehničnih sistemov in razpoložljivost primerne nadomestne opreme, ki lahko zagotovi dokončanje dnevnih procesov. Zanesljivost poravnalnih sistemov je močno povezana z zanesljivostjo sistema TARGET, saj morata skupaj zagotavljati nemoteno delovanje operacij centralnih bank. Poravnalni sistemi poslov z vrednostnimi papirji morajo zagotavljati varnost na ravni operacijske zanesljivosti sistema TARGET. Oprema, programi in komunikacijski sistemi bodo operativno zanesljivi in razpoložljivi, če bo poravnalni sistem omogočil:

- opravljanje analize potencialnih nevarnosti;
- popoln opis sistema;
- ravnanje s podatki;
- izdelavo zasilnega načrta delovanja ob okvari ali zlomu sistema, ki definira te okoliščine, opiše postopke in osebe, pooblaščen za delovanje v teh razmerah;
- dodatno opremo za začasno delovanje, ki naj bi bila na voljo ob resnem zlomu;

- dovolj zmogljivosti za vse procese, ki jih opravlja poravnalni sistem;
- ob razvoju in vpeljavi zapis postopkov delovanja sistema, ki zagotavljajo njegovo nemoteno delovanje in primerno preskušanje sprememb pred njihovo vpeljavo;
- vpeljavo zapore dostopa neavtorizirani osebi do sistema in razpolaganja z vrednostnimi papirji članov;
- ukrepe, ki morajo zagotavljati avtentičnost, integriteto, zaupnost in preverljivost med izpeljavo procesov, hranjenjem in prenosom podatkov (tudi izmenjavo sporočil).

2.2.2 OSNUTEK NOVIH STANDARDOV ZA PORAVNALNE SISTEME POSLOV Z VREDNOSTNIMI PAPIRJI V EVROPSKI UNIJI

Novi standardi so pomemben korak k ustvarjanju enotnejšega načina urejanja tveganj, ki nastajajo pri poravnavanju poslov z vrednostnimi papirji v Evropski uniji. Standardi pravilno utemeljujejo, da zaradi hitrega razvoja in širjenja ponudnikov storitev poravnavanja institucionalno urejanje na tem področju ne zadošča več.

Standard 1: Pravni okvir

Poravnalni sistem poslov z vrednostnimi papirji in povezave med njimi morajo imeti trdno, jasno in pregledno zakonsko podlago v vseh državah članicah.

Standard 2: Potrdilo o poslu in povezovanje poravnav

Posli med udeleženci trga morajo biti potrjeni takoj po izvršitvi ali najpozneje ob koncu trgovalnega dne. Za poravnalne cikle, ki trajajo dlje kot $T + 0$, morajo biti navodila za poravnavo narejena takoj, ko je mogoče ali najpozneje dan pred nameravano poravnavo.

Standard 3: Poravnalni cikli

Vsi poravnalni sistemi morajo vpeljati sprotno poravnavanje poslov z vrednostnimi papirji. Končna poravnava mora biti opravljena najpozneje v času $T + 3$. Oceniti je treba koristi in stroške, ki bi jih prinesla hitrejša končna poravnava poslov z vrednostnimi papirji v celotni Evropski uniji.

Standard 4: Osrednja nasprotna stranka (central counterparty) – ONS

Osrednja nasprotna stranka je entiteta, vrinjena med pogodbene stranke, ki so sklenile posle z vrednostnimi papirji na enem ali več finančnih trgih. Njena naloga je le organizacija poravnave in obveščanje o njej, in ni vpletena v kliring ali poravnavo. Oceniti je treba koristi in stroške, ki bi jih prinesla vpeljava osrednje nasprotne stranke. Kjer bi bila ONS vpeljana, bi morala striktno nadzirati tveganja, ki bi jih prevzela.

Standard 5: *Posoja vrednostnih papirjev*

Spodbujati bi morali posojjo vrednostnih papirjev (in druge t. i. repo posle) kot metodo pospeševanja poravnave poslov. Odstraniti bi bilo treba ovire, ki zavirajo posojjo vrednostnih papirjev v ta namen. Organizacija posoje vrednostnih papirjev bi morala biti trdna, varna in učinkovita.

Standard 6: *Centralna klirinška družba (CKD)*

Vrednostni papirji naj bi bili imobilizirani ali dematerializirani in preneseni v elektronski register CKD. Centralna klirinška družba mora zagotoviti ustrezno izdajanje, hranjenje in prenašanje vrednostnih papirjev, to pa posledično zagotavlja tudi integriteto izdajanja vrednostnih papirjev in varuje interese naložbenikov. CKD se mora ogibati prevzemanju poslovnih tveganj, da bi zmanjšala sistemska tveganja.

Standard 7: *Sočasna poravnava vrednostnih papirjev in denarnih sredstev*

Tveganje izostanka glavnice odstranimo tako, da povežemo prenos vrednostnih papirjev in denarnih sredstev ter dosežemo sočasno poravnavo vrednostnih papirjev in denarnih sredstev (poravnava DVP).

Standard 8: *Čas končnosti poravnave*

Omogočena mora biti končna poravnava čez dan (po BPRČ ali skupinski poravnavi), da se zmanjšujejo tveganja in povečuje učinkovitost poslovanja.

Standard 9: *Kontrola tveganj v sistemske pomembnih institucijah*

Operaterji sistemske pomembnih institucij morajo zagotoviti strogo kontrolo tveganj, ki minimizirajo možnost za nepravočasno poravnavo. Sistemske pomembne institucije, ki dajejo svojim članom kredit, morajo vpeljati stroge ukrepe za zmanjševanje tveganj, in če je potrebno, uporabiti popolno zavarovanje. Ob nepopolnem zavarovanju je treba izpostavljenost tveganjem zmanjšati z ukrepi, na primer z omejitvijo kreditne izpostavljenosti, minimalno kreditno sposobnostjo, minimalno kapitalsko osnovo ali interno kontrolo tveganj. Operaterji poravnalnih sistemov morajo vpeljati kontrole, ki zagotavljajo točno poravnavo tudi tedaj, če odpove član z obveznostjo velikega plačila.

Standard 10: *Denarna sredstva*

Denarna sredstva, ki se uporabljajo za poravnavo poslov z vrednostnimi papirji, morajo biti brez kreditnega ali likvidnostnega tveganja. Če poravnava ne poteka v denarju centralne banke, morajo člani tega sistema vpeljati ukrepe, ki jih varujejo pred mogočimi izgubami in

likvidnostnimi pritiski, nastalimi po odpovedi člana, katerega sredstva so uporabljena pri poravnavi.

Standard 11: *Operacijska zanesljivost*

Vire sistemskega tveganja je treba ugotoviti, spremljati in redno ocenjevati. To tveganje bi moralo biti minimizirano z razvojem primerne sistema ter učinkovite kontrole in postopkov. Sistemi in povezane funkcije morajo biti (a) zanesljivi in zavarovani, (b) zasnovani na trdnih tehničnih rešitvah, (c) razviti in vzdrževani v skladu z dokazanimi postopki, (č) primerno zmogljivi in merljivi ter (d) primerno poslovno kontinuirani ter vsebovati krizne postopke, ki omogočajo hitro oživitev procesov in sklep poravnave.

Standard 12: *Varovanje vrednostnih papirjev strank*

Skrbniki vrednostnih papirjev morajo vpeljati računovodske metode in varnostne postopke za varovanje vrednostnih papirjev svojih strank. Vrednostni papirji strank morajo biti obvarovani pred terjatvami upnikov vseh skrbnikov v verigi.

Standard 13: *Vodenje*

Vodenje poravnalnih sistemov poslov z vrednostnimi papirji mora ustrezati javnim interesom ter podpirati cilje lastnikov in uporabnikov.

Standard 14: *Dostop*

Centralne klirinške družbe, osrednje nasprotne stranke in skrbniki s prevladujočim položajem na nekem trgu morajo imeti objektivne in javno razkrite možnosti za udeležbo v sistemu. Pravila in zahteve, ki omejujejo članstvo, morajo izhajati zgolj iz obvladovanja tveganj.

Standard 15: *Učinkovitost*

Sistem za poravnavo poslov z vrednostnimi papirji mora biti ne le varen in zanesljiv, temveč tudi stroškovno učinkovit.

Standard 16: *Komunikacijski postopki in standardi*

Operaterji poravnalnih sistemov in njihovi člani morajo za učinkovito poslovanje uporabljati skupne mednarodne komunikacijske postopke in standarde za pošiljanje sporočil. To bo pripomoglo k vpeljavi takih standardov med poravnalnimi sistemi, ki omogočajo avtomatično izpolnjevanje nalogov za prenos vrednostnih papirjev, brez ročnih posegov na posameznih stopnjah transakcije. Ti postopki bi omogočali natančno, varno in stroškovno učinkovito poslovanje z vrednostnimi papirji, torej zajemajo tudi potrjevanje, povezovanje,

izravnavanje, poravnavanje in skrbništvo nad njimi. Tak sistem elektronsko poslanih nalogov v strukturirani obliki obstaja že v plačilnem prometu.

Standard 17: *Razvidnost*

Centralne klirinške družbe, osrednje nasprotne stranke in skrbniki s prevladujočim položajem na nekem trgu morajo zagotavljati udeležencem trga dovolj informacij za odkrivanje ter pravilno presojo tveganj in stroškov, povezanih s poravnavanjem poslov z vrednostnimi papirji.

Standard 18: *Urejanje, nadziranje in preglednost*

Operaterji poravnalnih sistemov poslov z vrednostnimi papirji morajo biti deležni stalnega, razvidnega in učinkovitega urejanja, nadzora in pregleda. Centralne banke in urejevalci (regulatorji) trgov vrednostnih papirjev morajo sodelovati med seboj in z drugimi pomembnimi institucijami na nacionalni in mednarodni ravni.

Standard 19: *Tveganja pri povezavah med sistemi*

Vsi CKD, ki imajo vzpostavljene medsystemske povezave, morajo delovati tako, da zmanjšujejo tveganja pri poravninah poslov med sistemi.

ECSDA je predlagala te spremembe predloga novih standardov:

- Standardi se morajo osredotočiti na zmanjševanje izpostavljenosti tveganjem vseh operaterjev pomembnih poravnalnih sistemov. Upoštevati je treba dejstvo, da urejevalci trga vrednostnih papirjev ne morejo odstraniti vseh tveganj.
- Za razvoj enotnega evropskega finančnega trga je pomembna vzpostavitev doslednejšega nadzora nad vsemi operaterji pomembnih poravnalnih sistemov.
- Standardi morajo biti vpeljani takoj, ko je mogoče za vse operaterje pomembnih poravnalnih sistemov naenkrat. Fazno vpeljevanje standardov bi še poslabšalo neusklajenost med ponudniki enakih storitev.
- Standardi ne smejo preusmeriti izvršilne avtoritete od uprave CKD na zakonodajalce.
- Standardi se morajo ogibati uporabi konkurenčnega izrazja (npr. prevladujoči položaj) in ne smejo določati pravil za institucije, ki se utegnejo znajti v takem položaju, saj ima to lahko posledice za državna in evropska pravila o tekmovalnosti. Prekrivanje pravil namreč lahko povzroči neusklajenost v zakonodaji.
- Nekatera določila standardov so preveč toga. Razširiti jih je treba tako, da bodo zajela širši trg; tudi nadzornike, centralne banke in borze.
- Standardi morajo nadomestiti standarde za uporabo sistemov poravnave poslov z vrednostnimi papirji v kreditnih operacijah Evrosistema iz januarja 1998 in obstoječe standarde CPSS-IOSCO. Za zdaj še ni treba ločevati standardov za kliring in poravnavo, saj bi to povzročilo na trgu zmedo in povečalo stroške ponudnikom

poravnalnih storitev. ECB in ESRC bi morali razviti metodo ocenjevanja, ki bi nadomestila okvir razkritja, kakršnega sta ga vpeljala CPSS in IOSCO.

2.3 RAZVOJ TEHNOLOGIJ

Danes so vrednostni papirji v materializirani obliki postali redkost. Poslovanje z njimi poteka elektronsko, s tehnološkega vidika podobno kot plačilni promet. Večina držav ima centralni register vrednostnih papirjev pri centralni klirinški družbi v elektronski obliki, in to omogoča popolnoma elektronsko poslovanje. Pri popolnoma elektronskem poslovanju z vrednostnimi papirji nastaja manj stroškov kot pri delnem elektronskem poslovanju. Centralni register je sestavljen iz računov članov centralne klirinške družbe. Posamezniki navadno nimajo računov pri CKD, ampak imajo trgovalne račune pri borznoposredniških in investicijskih družbah. Ti računi so zbirni, saj imajo člani CKD na njih vse vrednostne papirje svojih strank. Borznoposredniške in investicijske družbe niso nujno tudi članice CKD, saj lahko odprejo račun pri članu CKD, in ta je potem njihova skrbnica. To je značilno za borznoposredniške in investicijske družbe, ki trgujejo na tujem trgu. Drugi mogoči način mednarodne poravnave je, da se dve CKD elektronsko povežeta in odpreta zbirna računa, na katerem imata vrednostne papirje domačih skrbnikov. Borznoposredniškim in investicijskim družbam tako ni treba vzpostavljati povezave s tujimi CKD.

Naslednja zelo pomembna zahteva, ki omogoča mednarodno povezovanje, je tehnološka standardizacija. Standardi za medmrežje in elektronsko pošto pripomorejo k učinkovitejšemu in bolj kakovostnemu poslovanju v svetu. Enaki tehnološki standardi za vse, ki poslujejo z vrednostnimi papirji, bodo omogočili, da bodo programerji naredili sisteme, ki jih bo lahko uporabljal kdor koli v kateri koli državi. Medmrežna tehnologija omogoča tudi neposredno povezavo med vsemi udeleženci v panogi. Zdajšnja tehnologija, podedovana še iz časov materializiranih vrednostnih papirjev, temelji na skupinskih povezavah in ni primerna za mednarodno poslovanje. Sistem za izdajo mednarodnih letalskih vozovnic je dober zgled globalnega standarda in mrežne povezave številnih natančno določenih entitet.

Trgovalni in poravnalni sistemi sodijo poleg telekomunikacij in električnih omrežij med t. i. mrežne panoge (network industries). Značilnosti mrežnih panog so (Kauko, 2003, str. 8): komplementarnost, kompatibilnost in standardnost, eksternalije pri porabi (dodatni uporabniki povečujejo koristnost), možnost prelaganja stroškov in pomembne ekonomije obsega pri proizvodnji. Nacionalni trgovalni sistem, t. i. silos, ki je sestavljen iz trgovanja, izravnave in poravnave vrednostnih papirjev, ima večino teh značilnosti. Večplastni sistem omogoča prelaganje stroškov. Ker dajejo naložbeniki prednost veliki likvidnosti, je uporaba storitev trgovalnega sistema velika, in to omogoča nastanek eksternalij. Raziskovalci pa so že dokazali ekonomije obsega pri borznem poslovanju (Hasan, Malkamäki, 2001) in pri

poravnavi vrednostnih papirjev (Schmiedel, Malamäki, Tarka, 2002). Mrežni operater je po večini monopolist, uporabnikov omrežja pa je lahko več.

Ob vpeljavi evra so ECB in centralne banke oblikovale plačilni sistem TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer), ki je danes standard za plačila velikih vrednosti v evrih. TARGET je decentralizirani plačilni sistem evropskih centralnih bank. Sestavljen je iz petnajstih državnih sistemov BPRČ in plačilnega sistema ECB. V njem sodeluje več kot 5000 udeležencev: evropska centralna banka, centralne banke in druge institucije, ki opravljajo storitve v plačilnem prometu. TARGET je bil oblikovan zato, da omogoči varno in zanesljivo mednarodno BPRČ, poveča učinkovitost mednarodnih plačil v evrih in se uporablja v monetarni politiki ECB. Sistem je omogočil poravnavanje plačil v evrih po čim nižji ceni, ob veliki varnosti in v zelo kratkem času čez dan. Z njegovo vzpostavitvijo je postavljen eden od elementov enotnega evropskega poravnalnega sistema, saj sistem pripomore k integraciji in stabilnosti evropskih finančnih trgov.

Tehnološki razvoj je omogočil sodobno elektronsko trgovanje in poravnavanje vrednostnih papirjev. Hiter razvoj komunikacijske tehnologije zmanjšuje stroške in pomen fizične oddaljenosti na vseh področjih in tudi pri poravnalnih sistemih. Intenzivno investiranje v nove tehnologije in izboljševanje sistemov bi omogočilo ponudnikom poravnalnih storitev večjo stroškovno učinkovitost, saj bi zniževalo stroške po povprečni letni stopnji 4,5 odstotka (Schmiedel, Malamäki, Tarka, 2002, str. 27).

2.4 VPELJAVA SKUPNE VALUTE

Vpeljava evra je najverjetneje najpomembnejša reforma v mednarodnem monetarnem sistemu od propada brettonwoodskega sistema v sedemdesetih letih prejšnjega stoletja. V središču ekonomskega in monetarnega sistema je Evropska centralna banka. ECB vpliva na trg vrednostnih papirjev s postavljanjem pravil za izpeljavo svojih instrumentov monetarne politike in s postavljanjem standardov za poravnalne sisteme v vlogi njihovega uporabnika in posrednika med obema strankama. ECB namerava zavzeto sodelovati pri razvoju panevropskega poravnalnega sistema. Z delovanjem evropske ekonomske in monetarne unije je evropski trg vrednostnih papirjev postal drugi največji na svetu in prehitel japonskega. Učinki ekonomij obsega na denarnem trgu (Malamäki, 2001) so veliki, to pa je povzročilo hitro osredotočenje trgovanja na evropskem območju.

Denarni trg se je po vpeljavi evra in nove monetarne politike leta 1999 integriral in standardiziral. Trg depozitov in izpeljanih vrednostnih papirjev se je že popolnoma integriral, trgi drugih segmentov (repo posli, zakladne menice, CP in CD) pa se še vključujejo. Povečala se je likvidnost denarnega trga, s plačilnim sistemom TARGET pa so poskrbeli, da je bilo povečano likvidnost čutiti na celotnem evropskem območju. Povečana

likvidnost denarnega trga je vodila k arbitraži in tako k izenačevanju cen instrumentov denarnega trga med različnimi deli evropskega območja.

Današnji trg evrodominiranih obveznic je dobro povezan, močan in likviden ter ponuja veliko različnih možnosti za naložbenje. Od veljavnosti evra se naložbenikom ni treba več zavarovati proti tveganju spremembe deviznega tečaja. Za evropsko monetarno unijo je značilna tudi nizka inflacija. Evropski trg podjetniških obveznic je močno zrasel po odločitvi Združenja evropskih centralnih bank (European System of Central Banks – ESCB), da je obveznice zasebnega sektorja mogoče uporabiti za zavarovanje operacij centralnih bank.

Na delniškem trgu evropskega območja je opazna večja diverzifikacija portfeljev, saj ni več valutnih omejitev in se nacionalni trgi štejejo kot celota. Izdajatelji imajo tako več potencialnih vlagateljev, evropske borze pa so postale tudi dostopnejše za nova, razmeroma majhna podjetja.

Evropski trgi vrednostnih papirjev prevzemajo pomemben položaj tudi v svetu. Hitro rastoče čezmejne portfeljske naložbe povečujejo potrebo po učinkovitem trgovalnem in poravnalnem sistemu za celotno Evropsko unijo. Upravljavci premoženja in borzni posredniki lahko zdaj delajo na več borzah. To spodbuja velike banke in klirinške hiše k povezovanju in združevanju, da bi oblikovale ekonomije obsega.

3 POVEZOVANJE PORAVNALNIH SISTEMOV POSLOV Z VREDNOSTNIMI PAPIRJI

3.1 MOTIVI ZA POVEZOVANJE CKD

Upravljavci poravnalnih sistemov se želijo povezovati zato, da bi se zmanjševali stroški. Uskupinjevanje zmanjšuje stroške upravljavcev na treh področjih:

- *pri naložbah:* izognejo se nepotrebnim stroškom izboljševanja in vzdrževanja več različnih sistemov in razvijanja povezav med njimi;
- *pri poslovanju:* zaradi ekonomij obsega se pri povečevanju prometa zmanjšujejo stroški;
- *pri tveganju in napakah:* zmanjšuje se tehnično tveganje, ki nastane pri poslovanju več sistemov.

3.1.1 EKONOMIJE OBSEGA

Stroški poravnavanja vrednostnih papirjev so del stroškov, ki nastanejo pri poslovanju z vrednostnimi papirji. Zdaj je poravnavanje vrednostnih papirjev v Evropi še zelo razdrobljeno, to pa povečuje stroške poravnavanja vrednostnih papirjev za tuje naložbenike. Zato je ta tema danes še pomembnejša. Raziskovalci H. Schmied, el, M. Malkamäki in J. Tarkka, so leta 2002 opravili študijo o ekonomijah obsega pri poslovanju CKD. Želeli so ugotoviti, ali je pri poslovanju poravnalnih sistemov mogoče zmanjšati stroške ob povečanju produktivnosti. Pomembnost takšne analize je poudarjala že Giovaninnijeva skupina v svojem prvem poročilu, saj odstranitev stroškovne neučinkovitosti pripomore k razvoju tega dela finančne infrastrukture. Raziskovalci so ugotovili tole:

Povprečen strošek na transakcijo (skupni stroški poslovanja/število poravnanih transakcij) pri evropskih institucijah znaša 3,86 dolarja, v Ameriki pa le 2,90 dolarja; to pomeni, da je poravnavanje v Evropi 1,33-krat dražje kot v Ameriki. Poravnavanje po ICKD znaša 40,54 dolarja na transakcijo, poravnavanje samo po nacionalnih CKD (brez ICKD) v Evropi znaša 3,11 dolarja ali 2,90 dolarja v Ameriki. Številki za Evropo in Ameriko sta po izključitvi ICKD že bližji, čeprav naj bi k nizkemu povprečju pripomoglo stroškovno učinkovito poravnavanje v Veliki Britaniji, kjer znaša povprečen strošek na transakcijo le 1,58 dolarja.

Povprečen strošek na vrednost transakcije (skupni stroški poslovanja/vrednost poravnanih transakcij) znese pri ICKD 0,013 dolarja, v Ameriki pa 0,007 dolarja. Evropske CKD so z 0,060 dolarja na vrednost transakcije manj učinkovite. Iz tega lahko sklepamo, da se bodo ICKD zavzemale predvsem za poravnavo poslov velikih institucionalnih naložbenikov, ki delajo malo transakcij z veliko vrednostjo.

Na drugi strani pa številke kažejo, da je *prihodek na poravnano transakcijo* (skupni dobiček iz poslovanja/število poravnanih transakcij) v Evropi skoraj za 75 odstotkov višji od ameriškega (5,10 dolarja v primerjavi z 2,92 dolarja). Če izključimo ICKD, je razlika le še 30-odstotna, saj znaša prihodek na transakcijo v evropskih CKD 3,82 dolarja.

Prihodki iz poravnanih transakcij ICKD in evropskih CKD pokrivajo stroške iz poslovanja za 18,29 ali 18,52 odstotka. Oba severnoameriška poravnalna sistema delujeta z veliko manjšimi maržami, ameriški DTC le z 0,80-odstotno; to pomeni, da ustvarja prihodke, le da pokrije stroške.

Evropski poravnalni sistemi kažejo velike *možnosti za zmanjševanje stroškov*. Podvojitvev prometa CKD in ICKD bi povečalo stroške za 63,9 ali 69,9 odstotka; to kaže na precejšnje ekonomije obsega pri njihovem poslovanju. Nasprotno bi podvojitvev poslovanja ameriškega poravnalnega sistema povečalo stroške za 94 odstotkov, kar pomeni, da deluje ameriški sistem optimalno.

Ekonomije obsega so največje pri poslovanju manjših sistemov. Stroški poslovanja se po podvojitvi poslovanja povečajo le za 56 odstotkov. Na podlagi teh izidov svetujejo manjšim poravnalnimi sistemom, naj pohitijo z investicijskim načrti in znižajo cene, saj bo hitreje pripomoglo k zmanjšanju stroškov na enoto, kot če ekonomij obsega ne bi bilo. To seveda kaže, da bi združitve in prevzemi med manjšimi poravnalnimi sistemi omogočili zniževanje stroškov. Za manjše poravnalne sisteme bi primernejše opraviti več poravnav po manj poravnalnih sistemih. Tako bi bili stroški razpršeni na več transakcij in stroški poravnalnih storitev bi se zmanjšali.

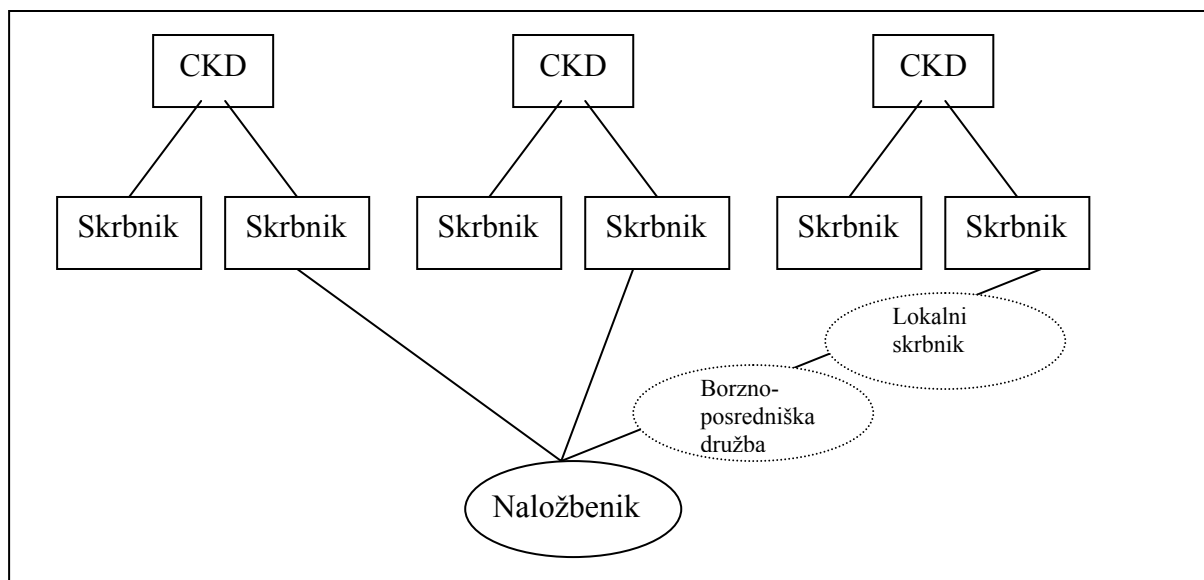
3.2 NAČINI ORGANIZIRANJA SISTEMOV ZA PORAVNAVO POSLOV Z VREDNOSTNIMI PAPIRJI PRI MEDNARODNEM POSLOVANJU

Obstaja več načinov mednarodnega poravnavanja poslov z vrednostnimi papirji, ki se razlikujejo po tem, kako tuji posrednik ali naložbenik uporablja poravnalni sistem.

Ločeni sistemi

Ločeni sistemi za poravnavanje poslov z vrednostnimi papirji zahtevajo od naložbenika, da odpre račun pri vsakem CKD ali pri dvoplastnem sistemu pri enem od njegovih skrbnikov.

Slika 4: Ločeni sistemi



Vir: Leinonen, 2003, str. 37.

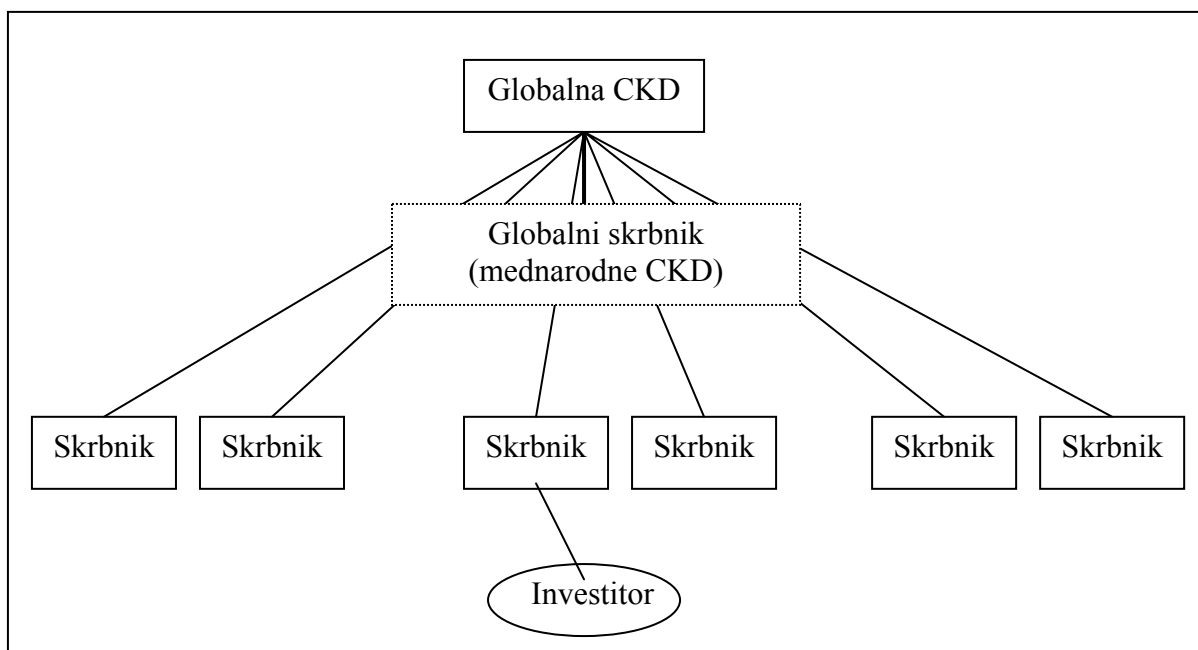
Naložbenik ima pri takšni ureditvi poleg velikih stroškov zaradi odpiranja in vodenja številnih trgovalnih računov težave tudi s premikanjem likvidnosti med temi sistemi in poznavanjem vseh nacionalnih zakonodaj. Tovrstno poslovanje ločuje trge po lokaciji CKD.

Pristojne institucije Evropske unije si z vpeljevanjem sprememb, ki so opisane tudi v tej diplomski nalogi, prizadevajo, da bi takšno ureditev izboljšali. Med naložbenike in CKD ali skrbnike se lahko vrinejo še borznoposredniške družbe. Ta postane članica tuje CKD in dobi neposreden dostop do tujega poravnalnega sistema, ki je izdal vrednostni papir. To včasih ni mogoče, saj nekatere države članstvo tujih posrednikov pri CKD prepovedujejo. V nekaterih primerih je to dovoljeno podružnicam tujih posrednikov, borznoposredniške družbe pa lahko sklenejo sodelovanje tudi z lokalnim skrbnikom. Ta je član CKD in lahko poravnava transakcije z vrednostnimi papirji, poleg tega pa ponuja bančne storitve kot začasno financiranje in transakcije v tuji valuti, posojajo vrednostnih papirjev in skrbniške storitve npr. depo vrednostnih papirjev in posredovanje izplačil obresti in dividend.

Uskupinjena (konsolidirana) centralna klirinška družba

Vse funkcije CKD je tehnično sicer mogoče uskupiniti v eno samo globalno institucijo, vendar je za to premalo politične volje. Takšna rešitev bi zmanjšala konkurenco, saj bi imela globalna institucija monopol. Podobni monopoli na državni ravni ponekod v svetu sicer že obstajajo. Nevarnost je, da bi v Evropi nastal monopol ali duopol, ki bi ga bilo zelo težko nadzorovati. Zaradi pravne ureditve bi morali določiti državo, kjer bo globalna institucija.

Slika 5: Uskupinjena centralna klirinška družba



Vir: Leinonen, 2003, str. 37.

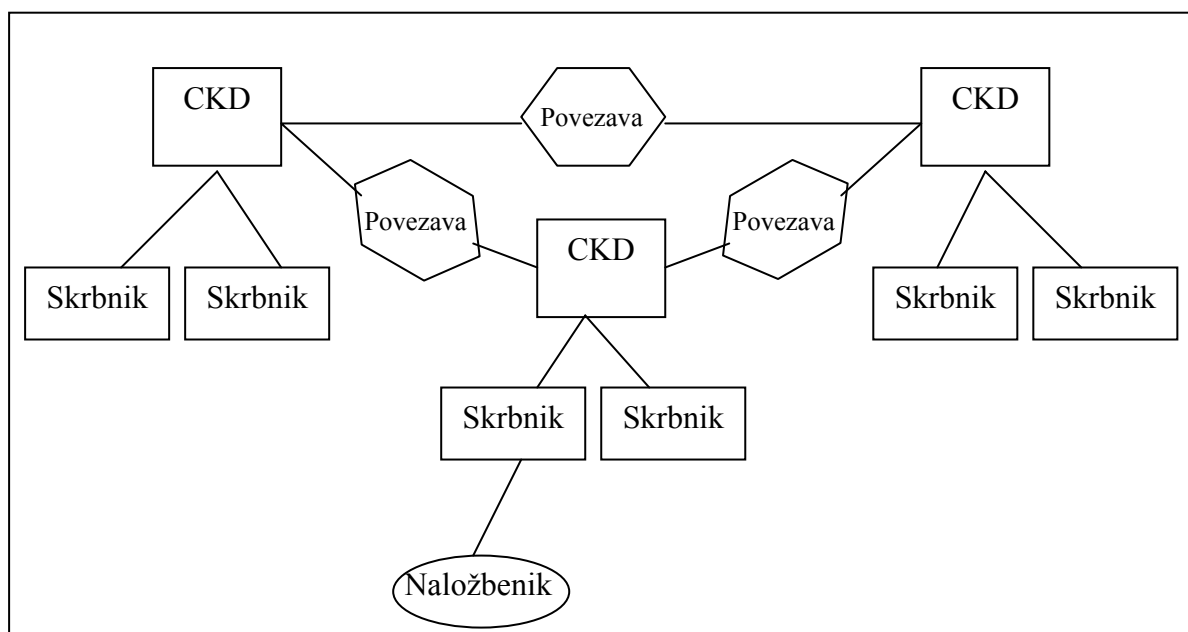
Podobna ureditev nastane, če začne namesto globalnega CKD delovati globalni skrbnik. Globalni skrbnik ponudi svojim članom poravnavo vrednostnih papirjev in skrbniške storitve na veliko trgih po omrežju povezav s "podskrbniki", svojimi podružnicami in z lokalnimi borznimi posredniki. Tuji posrednik se tedaj poveže le z enim skrbnikom in tako

vzpostavi samo eno pot za poravnavo. Globalni skrbnik pa nudi tudi vse bančne in skrbniške storitve. Vlogo globalnega skrbnika lahko prevzamejo tudi mednarodne CKD. Če gre po ICKD veliko transakcij, lahko ICKD poravnava večino poslov le v svojih knjigah. Posredniki postanejo člani le ene od ICKD, saj so te med seboj povezane.

Povezave med centralnimi klirinškimi družbami

Dve CKD sta lahko med seboj neposredno povezani, po tej poti prenašata papirje, izdane v enem sistemu, v drugega. Skrbniki v drugem sistemu bodo lahko imeli te papirje v skrbi in opravljali posle z njimi. Ta povezava je le enosmerna, saj po njej potujejo samo vrednostni papirji brez nasprotnega toka denarja (poravnava FOP). Vrednostni papirji se prenašajo v drug sistem za tamkajšne trgovanje in poravnavanje. V praksi bi torej vsak sistem deloval ločeno, s številom vrednostnih papirjev, ki so mu na voljo, povezave pa bi se uporabljale le za prenos presežnega števila vrednostnih papirjev. Interoperabilnost se doseže tako, da se povežejo glavne CKD (izdajateljke vrednostnih papirjev) s sodelujočimi CKD. Tako se model še poglobi, saj se med glavno CKD, ki je izdala vrednostne papirje, in naložbenikom pojavijo še sodelujoče CKD. Interoperabilnost je zelo omejena, saj povezuje več različnih poravnalnih in skrbniških sistemov. Da bi lahko delovale v realnem času, bi morale biti povezave med glavno CKD in sodelujočimi CKD standardizirane. Tedaj bi bila pravna podlaga zakonodaja domicilne države z dodatki, ki bi urejali še mednarodne povezave. Opredeliti je treba tudi kako bo potekalo nadziranje števila vrednostnih papirjev v obtoku, saj se mora to število vedno ujemati s številom izdanih vrednostnih papirjev. Izoblikovati je treba tudi pravila za nadomeščanje izgub; če bi v eni od CKD v podsistemu nastale napake z izgubo, je treba primankljaj v določenem času odpraviti.

Slika 6: Povezave med centralnimi klirinškimi družbami



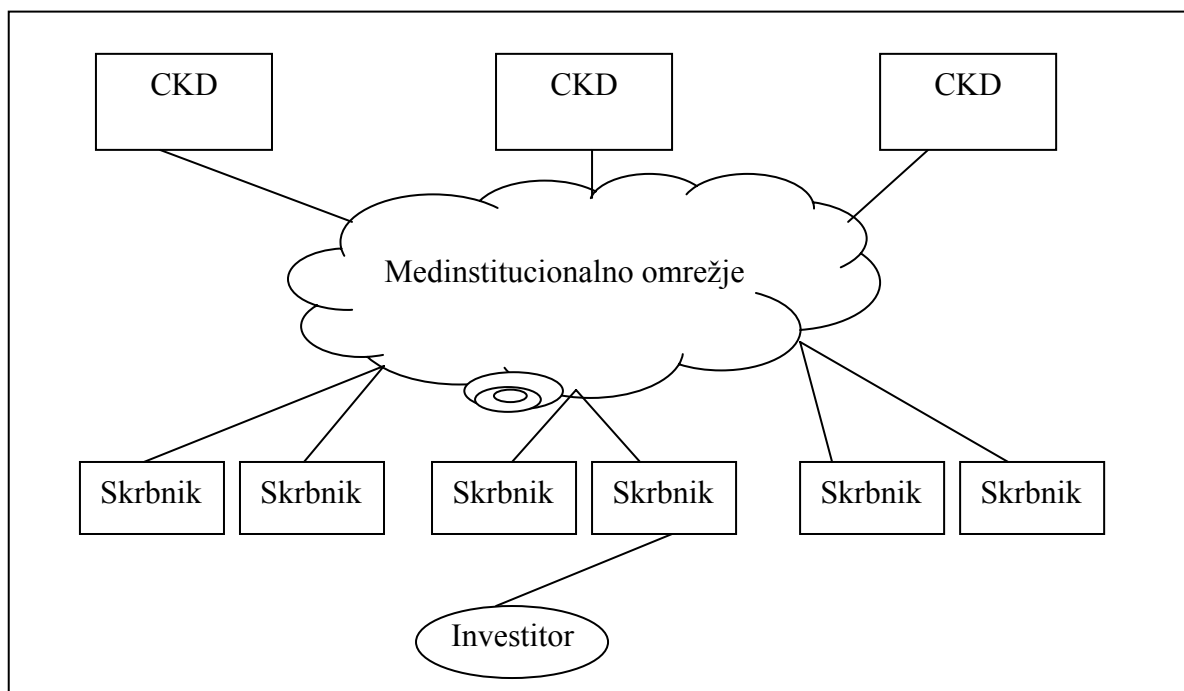
Vir: Leinonen, 2003, str. 37.

Zdaj opravljajo prenose med različnimi sistemi predvsem skrbniki brez neposrednega sodelovanja CKD. Te povezave so pravno zelo šibke ter jih je težko nadzirati in kontrolirati. Glavna CKD ne more kontrolirati celotne količine vrednostnih papirjev v obtoku, morebitno preveliko količino pa bo zelo težko rešiti. Takšne posredne povezave poglobljajo sisteme, to pa otežuje poravnavo v realnem času, predvsem izpeljavo prevzemov, združitvev, izplačil dividend idr.

Mrežna sestava

Začetke mrežne sestave lahko opazimo v okoliščinah, kjer so skrbniki povezani s tujimi CKD. Ker povezave niso standardizirane, morajo skrbniki prevzeti standarde vsake CKD. Mrežna sestava bi bila učinkovita, če bi vse CKD prevzele enake standarde, saj bi to omogočilo preprosto povezovanje z različnimi CKD. Tedaj ne bi bilo razlik med povezavo z domačo CKD in tujimi CKD. Skrbniki bi imeli odprte zbirne račune samo s CKD, ki so izdajateljice vrednostnih papirjev, zanimivih za njihove stranke. CKD bi bile tako imele povezave z več skrbniki, pa tudi skrbniki bi bili povezani z več CKD. Ta model bi bil uveljavljen v več državah in tako tudi v več zakonodajah, zato bi morali v takih državah dodati pravila, ki bi urejala položaje, ki lahko nastanejo s tujimi skrbniki ali naložbeniki. Ob uporabi sodobnih telekomunikacijskih dosežkov bi bila postavitve tega modela najprimernejša.

Slika 7: Mrežna struktura



Vir: Leinonen, 2003, str. 37.

3.3 TVEGANJA PRI MEDNARODNEM PORAVNAVANJU POSLOV Z VREDNOSTNIMI PAPIRJI

Tveganja, ki nastajajo pri mednarodnem poravnavanju vrednostnih papirjev, so zelo podobna tveganjem pri domačem poslovanju CKD. Vsi, ki sodelujejo pri povezovanju poravnalnih sistemov, menijo, da je pred vpeljevanjem sprememb nujno oceniti vsa tveganja, ki so povezana s poslovanjem CKD. Taka tveganja so:

- *kreditno tveganje (credit risk)*: tveganje, da nasprotna stranka ne bo izpolnila svojih obveznosti popolnoma in pravočasno ali kdaj pozneje;
- *likvidnostno tveganje (liquidity risk)*: tveganje, da udeleženec v poravnalnem sistemu ne bo poravnal svojih obveznosti pravočasno in v celoti; vendar to ne pomeni, da nasprotna stranka ni plačilno sposobna in da ne more poravnati obveznosti;
- *poravnalno tveganje (settlement risk)*: tveganje, da poravnava denarja ali vrednostnih papirjev mogoče ne bo izpeljana, kot bi bilo potrebno, je sestavljeno iz kreditnega in likvidnostnega tveganja;
- *operacijsko tveganje (operational risk)*: tveganje človeške napake ali odpovedi računalniške, programske opreme in komunikacijskega sistema;
- *sistemska tveganje (systemic risk)*: tveganje, da bi nezmožnost enega člana v sistemu ali na finančnem trgu, da poravna svoje obveznosti, povzročila tudi nezmožnost drugih udeležencev na trgu ali v sistemu; to bi lahko ogrozilo tudi stabilnost finančnega trga;
- *tveganje izostanka glavnice (principal risk)*: tveganje prodajalca, da ne bi dobil plačila, čeprav je dostavil vrednostne papirje, in kupca, da kljub plačilu ne dobi prejel vrednostnih papirjev;
- *tveganje stroškov nadomestitve (replacement cost risk)*: tveganje, da nasprotna stranka ne bo zmožna izpolniti dogovorjenega posla v določenem času v prihodnosti; izpostavljenost za razliko v trenutni ceni na trgu in ob prvotni transakciji;
- *pravno tveganje (legal risk)*: tveganje izgube zaradi nepričakovane vpeljave zakona, pravila ali zato, ker pogodba ni veljavna;
- *skrbniško tveganje (custody risk)*: tveganje izgube vrednostnih papirjev, ki so na skupnem računu skrbnika zaradi njegove plačilne nesposobnosti ali malomarnosti.

Tveganja pri mednarodnem poravnavanju so večja zaradi:

- izvajanja transakcij v tuji valuti,
- večje vpletenosti skrbnikov,
- prepletanja različnih nacionalnih zakonov,
- uporabe številnih poravnalnih sistemov.

3.4 OVIRE PRI POVEZOVANJU PORAVNALNIH SISTEMOV POSLOV Z VREDNOSTNIMI PAPIRJI V EVROPI

Evropska komisija je skupino strokovnjakov pod vodstvom Alberta Giovaninnija zaprosila za raziskavo temeljnega dela infrastrukture, ki podpira finančni trg, tj. sistema, ki omogoča prenos vrednostnih papirjev s prodajalca na kupca. Giovaninnijeva skupina je že v svojem prvem poročilu Mednarodni kliring in poravnava v Evropski uniji (Cross-border clearing and settlement arrangements in the EU) iz leta 2001 navedla petnajst ovir, ki preprečujejo integrirano in učinkovito poravnavanje vrednostnih papirjev v Evropi. V svojem drugem poročilu, aprila 2003, je predlagala tudi poti za rešitev teh ovir. Veliko raziskovalcev meni, da se je z drugačno zasnovo sistema za poravnavanje mogoče ogniti težavnemu odpravljanju ovir, vendar člani Giovaninnijeve skupine trdijo, da bi bila takšna rešitev le začasna, saj bi moral sistem delovati v okolju z zelo različno pravno, fiskalno in nadzorno ureditvijo. Skupina meni, da je najboljša in najdolgoročnejša rešitev poenotenje sistemov za poravnavanje v Evropski uniji. Ovire, ki nastajajo na treh različnih področjih, so tehnične, davčne in pravne. Navedli jih bomo po vrstnem redu, kot bi jih po mnenju Giovaninnijeve skupine morali odstranjevati.

Ovira št. 7

Ovira št. 7 zadeva razlike v obratovalnem času sistemov poravnave poslov z vrednostnimi papirji. Zaradi teh razlik ni mogoče določiti rokov za izvršitev poravnave vrednostnih papirjev za toliko različnih CKD. Člani skupine menijo, da morajo biti obratovalni čas, delovni dnevi in roki za poravnavo enaki za vso Evropo. Uporabniški standardi (user's standards), ki jih je leta 1999 izdala ECB, zahtevajo, da se morajo sistemi za poravnavo sredstev, ki jih uporabljajo centralne banke, prilagoditi delovnemu času TARGET. Skoraj vsi sistemi v Evropi se uporabljajo za poravnavanje sredstev ESCB. Doslej so se operaterji poravnalnih sistemov dogovorili, da ostane poravnalni sistem odprt do 18. ure. Seveda pa samo to ni dovolj, saj se je treba dogovoriti še o veliko podrobnostih, da bo sistem lahko deloval. Najpomembnejše je, da se operaterji dogovorijo, kdaj je zadnji čas vnosa transakcije v sistem, da bo ta poravnana še isti dan. Giovaninnijeva skupina meni, da mora pobudo za popolno uskladitev delovnega časa poravnalnih sistemov prevzeti zasebni sektor. Projekt naj bi vodila ESCDA, ki naj bi usklajevala centralne banke, borze in uporabnike sistema.

Ovira št. 1

Ovira št. 1 se nanaša na razlike med nacionalnimi informacijskimi tehnologijami, ki jih uporabljajo CKD. Te razlike povečujejo naložbenikom stroške, saj morajo posredniki na trgih vrednostnih papirjev investirati v različne tehnologije, te transakcije pa največkrat zahtevajo tudi več "ročnega" dela. Videti je, da bo treba informacijske protokole CKD in

seveda njihove medsebojne povezave standardizirati; na to je v svojem poročilu opozorila tudi skupina G-30. Giovaninnijeva skupina predlaga, naj se oblikovalci tega sistema zgledujejo po sistemu SWIFT⁶. Menijo, da bi standardizacija kljub začetnim velikim investicijskim stroškom povečevala konkurenco, saj bi omogočala priklop v poravnalni sistem kjer koli v Evropi in za katero koli CKD in tudi zmanjševala operacijsko tveganje.

Ovira št. 4

Giovaninnijeva skupina meni, da je treba vzpostaviti končni prenos nekaterih sredstev čez dan, tako da bi bilo mogoče ta znova uporabiti. ECB že zahteva od poravnalnih sistemov, da ji omogočajo poravnavo čez dan, vendar pa morajo to vzpostaviti še za vse povezave med CKD. Poravnava čez dan vpliva na učinkovitost trga in sistemsko tveganje. Odstranjevanje te ovire je povezano z odstranitvijo ovir št. 7 in 1. Sistemi, ki delujejo po enakih časih in na harmoniziranih informacijskih protokolih, lahko hitro komunicirajo in si menjavajo informacije.

Ovira št. 6

V vseh evropskih državah, razen v Nemčiji, kjer je čas poravnave $T + 2$, se vrednostni papirji poravnavajo v $T + 3$. Giovaninnijeva skupina predlaga harmonizacijo na $T + 2$, in to je predlagala tudi skupina G-30. Vendar tedaj ne bomo usklajeni z Združenimi državami Amerike, kjer imajo poravnavo v $T + 3$, čeprav si jo prizadevajo skrajšati na $T + 1$. Giovanninijeva skupina predlaga raziskavo, ki bi odkrila, ali je treba usklajevati poravnavo v Evropi ali pa obstajajo mehanizmi za obvladovanje stroškov in tveganj, ki bi nastajali pri neusklajeni poravnavi.

Ovira št. 3

Ovira št. 3 zadeva pravila, ki določajo ponudbo za odkup delnic, delniških opcij ipd., in čas prenosa lastništva. Prvi problem se nanaša na različnost pravil, informacijskih zahtev in časovnih rokov. Člani skupine menijo, da mora zasebni sektor spodbuditi spremembo teh pravil, ki zadržujejo centralizacijo poravnave. Problem časa prenosa lastništva je povezan z zakoni, ki urejajo trge vrednostnih papirjev v različnih državah. Lastništvo se lahko prenaša z dnem trgovanja, na nameravani ali dejanski čas poravnave. Tudi odstranjevanje tega problema naj bi vodil zasebni sektor, ki naj bi prisilil nacionalne vlade k usklajeni spremembi zakonodaje, ki ureja trge vrednostnih papirjev.

⁶ SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication) je medbančno komunikacijsko omrežje, ki so ga ustanovile poslovne banke vsega sveta zato, da bi upravljalo mrežo mednarodnih plačil po vsem svetu. Nalog SWIFT je navodilo za mednarodno plačilo (The Giovannini Group, 2003).

Ovira št. 8

Ta ovira se nanaša na nacionalne razlike v izdajanju vrednostnih papirjev. Razlike nastanejo, ker mehanizmi za distribucijo vrednostnih papirjev ne zmorejo razdeliti vseh novih vrednostnih papirjev. To težavo imajo v nacionalnih CKD in v ICKD. Skupina meni, da bi z odpravo ovir št. 7 in 1 lahko standardizirali povezavo med agentom izdajatelja, borzno-posredniškimi hišami in CKD, ki bi omogočala hitrejši prenos informacij in kod ISIN⁷. Pri odpravi te naj bi sodelovali zasebni sektor, Mednarodno združenje institucij primarnega trga (International Primary Market Association – IPMA) in Združenje nacionalnih statističnih agencij (Association of National Numbering Agencies – ANNA).

Za odpravo naslednje skupine ovir so odgovorne vlade. Nanašajo se na davke (št. 11 in 12) in pravno ureditev (št. 13, 14 in 15).

Ovira št. 11

Vsaka država članica EU ima obdavčevanje dohodka fizičnih oseb urejeno drugače. Države navadno ponudijo eno od dveh možnosti obračunavanja olajšav: te se lahko obračunajo takoj ob plačilu davka ali pa se na plačnikov zahtevek poračunajo ob koncu leta. Za takojšnje obračunavanje so navadno pooblaščen le domače institucije. Tako so iz konkurence samodejno izključeni vsi tuji posredniki. Skupina predlaga, naj vlade takoj začnejo postopek, ki bo na koncu omogočil tudi tujim posrednikom obračunavati davčne olajšave.

Ovira št. 12

Če se davek od poslovanja z vrednostnimi papirji pobira po lokalnem poravnalnem sistemu (Švica, Velika Britanija idr.), je treba to odpraviti. Tedaj so domači naložbeniki prisiljeni izbrati lokalnega ponudnika poravnave vrednostnih papirjev. Giovaninnijeva skupina predlaga, naj vlade v tem primeru spremenijo način pobiranja davkov, da to ne bo potekalo po lokalnih poravnalnih sistemih. Vlade naj bi pri tem sodelovale z zasebništvom.

Oviri št. 14 in 15

V prvem poročilu je Giovaninnijeva skupina kot oviro št. 14 predstavila razlike v pravni obravnavi izravnave za finančne transakcije, kot oviro št. 15 pa razlike v pravnih ureditvah držav članic Evropske unije na področju trga vrednostnih papirjev. Obe oviri bosta odstranjeni z izpeljavo smernice Evropske komisije za zavarovanje finančnih transakcij iz leta 2002 (2002/47/EC). Ta smernica omogoča postavitve učinkovitega in preprostega

⁷ Koda ISIN (International Securities Identification Number) je enolična identifikacijska šifra nematerializiranega vrednostnega papirja, ki jo določi CKD ob izdaji vrednostnega papirja po mednarodnem standardu ISO 6166.

sistema za ponudbo finančnih instrumentov ali denarja za zavarovanje. Smernica je morala biti vpeljana do konca decembra 2003.

Ovira št. 13

Giovaninnijeva skupina meni, da bi morali v Evropi lastništvo vrednostnih papirjev obravnavati enotno. V sodobnih sistemih imajo naložbeniki vrednostne papirje na računih pri borznoposredniških hišah, in te jim vodijo račune v njihovem imenu. Ti računi določajo lastništvo, vendar od države do države različno. Ali so lastniki zato, ker so papirji na njihovem računu, ali pa so računi posledica njihovega lastništva vrednostnih papirjev? V Evropi sta razširjena dva koncepta lastništva. Po enem postaneš lastnik vrednostnega papirja z dnem nakupa, po drugem pa na dan poravnave posla. Tako se po Evropi razlikujejo tudi presečni dnevi za dodelitev dividend, obresti in drugih pravic iz naslova vrednostnih papirjev. Da bi razjasnili te probleme, so začeli uresničevati projekt Varovanje računov vrednostnih papirjev (Securities Account Certainty). Ta reforma naj bi določila predvsem: naložbenikove lastniške pravice, varovanje pred posrednikovo insolventnostjo, promet na računih, varovanje kupcev (nakupu posledično sledi vpis vrednostnih papirjev na pravi račun) in varovanje naložbenikov (varovanje v vsem obdobju naložbenja). Skupina predlaga, naj bi se lastništvo določalo na podlagi stanja vrednostnih papirjev na računih.

Doslej smo spoznali enajst ovir, ki so povezane s tehničnimi zahtevami, davki in pravnim okvirjem. Njihovo odstranjevanje zahteva sodelovanje zasebnega sektorja, vlad in javnega sektorja, kot npr. ESCB in ESRC. Ko bodo odstranjene te ovire, se lahko druge štiri, ki se nanašajo na lokacijo depoja in poravnave vrednostnih papirjev, varno odstranijo ne da bi se povečalo operacijsko in pravno tveganje. Odločitev za odstranitev teh ovir bodo morale sprejeti nacionalne vlade v sodelovanju z organi Evropske unije.

Oviri št. 2 in 9

Ti dve oviri se nanašata na omejitev lokacije depoja vrednostnih papirjev, in ker izvira poravnava vrednostnih papirjev iz tega, tudi nanjo. Nekateri nacionalni zakoni določajo izdajateljem in/ali naložbenikom uporabo domačih CKD. To omejuje prosto izbiro izdajateljev in naložbenikov ter je tako v nasprotju z zahtevami svobodnega trgovanja s finančnimi instrumenti.

Ovira št. 5

Ovira št. 5 se nanaša na praktične ovire, ki onemogočajo oddaljene priklope na poravnalni sistem. To povzroča borznoposredniškim hišam podvajanje stroškov, saj se morajo priklopiti na več poravnalnih sistemov, to pa posledično povečuje stroške. Skupina meni, da bi moral biti dostop do evropskih klirinških sistemov omogočen po merilih, enakih za domače in tuje posrednike. Vlade bi morale postaviti pravila, ki bi omogočala priklop na poravnalni sistem

kjer koli v Evropi in zagotovila, da bi bila merila priklopa enaka za lokalne in tuje člane. Ti pogoji bi morali biti usklajeni s standardi ESCB/ESRC, da ne bi bilo težav pri nadziranju.

Ovira št. 10

V večini držav so posredniki pri primarni izdaji in market makerji prisiljeni uporabljati državni poravnalni sistem. Članice Evropske unije bi morale iz meril za posrednike pri primarni izdaji izključiti uporabo določenega poravnalnega sistema, saj takšne omejitve onemogočajo centralizacijo poravnave in povečujejo stroške naložbenikom. Za odstranjanje te ovire so odgovorne vlade posameznih držav članic.

Odstranitev teh ovir je temelj za integrirano in učinkovito poravnavanje vrednostnih papirjev v Evropski uniji. Nekatere ovire so pomembnejše kot druge, vendar njihovo odstranjanje zaradi soodvisnosti zahteva strateški prijem. Skupina meni, da bi morale biti vse ovire odstranjene v treh letih, torej do sredine leta 2006.

3.5 ZGLEDI USKUPINJEVANJA MED EVROPSKIMI PONUDNIKI STORITEV PORAVNAVE POSLOV Z VREDNOSTNIMI PAPIRJI

Najprej moramo opredeliti razliko med pojmom uskupinjevanje (konsolidacija) in integracija poravnalnih sistemov.

Uskupinjevanje pomeni večjo koncentracijo ponudnikov poravnavanja poslov z vrednostnimi papirji, ki jo lahko dosežemo s strukturnimi spremembami (prevzemi, združitve ipd.) ali drugimi strateškimi ukrepi (povezovanje, joint ventures, reorganizacija v sistemih idr.). Uskupinjevanje povečuje integracijo ponudbe storitev poravnavanja poslov z vrednostnimi papirji in pomaga zmanjševati stroške storitev na podlagi ekonomij obsega in mrežnih eksternalij. Doslej je potekalo uskupinjevanje počasi, to pa kaže na negotovost glede prihodne pravne, fiskalne in zakonodajne ureditve.

Integracija pomeni možnost, da imajo vsi uporabniki istih storitev dostop pod enakimi pogoji, ne glede na lokacijo uporabnika ali ponudnika storitev. Naložbenik bi moral biti glede poravnave poslov in z njimi povezanimi stroški in tveganji neopredeljen med poslom na domačem trgu vrednostnih papirjev ter poslom na tujem trgu.

Če se združujejo institucije, ki ponujajo enake storitve, pravimo temu *horizontalna konsolidacija*, uskupinjevanju institucij z različnimi toda integriranimi storitvami *vertikalna konsolidacija*. Horizontalna konsolidacija na lokalni ravni je potekala v več evropskih državah. V Španiji sta se združila javni ponudnik CADE in zasebni ponudnik poravnave poslov z vrednostnimi papirji SCLV v novo družbo Iberclear. V Italiji je zasebna družba Monte Titoli prevzela javno družbo za poravnavo poslov z vrednostnimi papirji CAT.

Podobno je v Veliki Britaniji CREST prevzela javni dužbi CMO in CGO. Horizontalna konsolidacija na ravni Evropske unije pa je potekala takole: V Clearstream International sta se združila Deutsche Börse Clearing (Nemčija) in Cedel. V Euroclear so se pridružile družbe Sivocam (Francija), CIK (Belgija), NEGICEF (Nizozemska), CREST (Velika Britanija) in CBISSO (Irska). Clearnet je nastal z združitvijo francoskega, belgijskega in nizozemskega poravnalnega sistema.

Primer lokalne vertikalne konsolidacije lahko najdemo v Nemčiji in Italiji, kjer so borze postale poglavitni delničarji sistemov poravnave poslov z vrednostnimi papirji. V Španiji pa je holdinška družba lastnica borze in ponudnika poravnalnih storitev. Na evropski ravni je primer verikalne konsolidacije naraščajoče koncentrirano lastništvo nad Euronextom in Clearnetom.

Skupaj s konsolidacijo na ravni tržne infrastrukture lahko opazimo še težnjo skrbniških bank, ki znotraj svojih skrbniških računov opravljajo storitve poravnave poslov z vrednostnimi papirji. Če sta obe stranki posla tudi stranki ene skrbniške banke, opravi ta banka poravnavo posla znotraj svojega zbirnega računa in ga tako ni treba posredovati lokalni CKD.

4 CENTRALNA KLIRINŠKO-DEPOTNA DRUŽBA, D. D.

V tem poglavju bi rada predstavila ureditev našega največjega poravnalnega sistema poslov z vrednostnimi papirji Centralno klirinško-depotno družbo, d. d. Poleg njenega poslovanja pa sta nas zanimali tudi njena pripravljenost na mednarodno poslovanje in ocena Evropske centralne banke.

4.1 PRAVNI OKVIR

Pravno podlago za ustanovitev KDD, d. d., in za prenos vrednostnih papirjev po njej najdemo v Pravilih poslovanja KDD, d. d., Zakonu o trgu vrednostnih papirjev – 1 (ZTVP–1) in v Zakonu o dematerializiranih vrednostnih papirjih (ZNVP). Poleg KDD, d. d., opravlja storitve prenosa vrednostnih papirjev tudi poravnalni sistem FEBSS, ki ga upravlja Banka Slovenije, za svoje vrednostne papirje (pretežno blagajniške zapise) (Vir: Disclosure framework for securities settlement systems, 2004).

4.1.1 DEJAVNOST KDD

ZTVP-1 določa, da je klirinško-depotna družba delniška družba, ki pridobi dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev za opravljanje dejavnosti klirinško-depotne družbe

(KDD). Klirinško-depotna družba lahko le za svoje člane po tem zakonu opravlja: storitve izračuna, izravnave in zagotavljanja izpolnitve obveznosti, nastalih na podlagi poslov z vrednostnimi papirji, sklenjenih na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, storitve vodenja centralnega registra nematerializiranih vrednostnih papirjev v skladu z ZNVP in druge storitve v zvezi s poslovanjem z vrednostnimi papirji in z izpolnjevanjem obveznosti ter uveljavljanjem pravic iz vrednostnih papirjev.

KDD, d. d., po pravilih poslovanja svojim članom zagotavlja:

- hrambo in zbirno hrambo vrednostnih papirjev, ki so bili izdani kot pisne listine;
- vodenje centralnega registra vrednostnih papirjev in v zvezi s tem:
 - vodenje stanj vrednostnih papirjev na računih članov KDD,
 - vodenje stanj imetnikov vrednostnih papirjev,
 - vodenje knjig imetnikov vrednostnih papirjev, ki se glasijo na ime;
- opravljanje prenosov vrednostnih papirjev s preknjižbo na računih članov KDD in na računih imetnikov vrednostnih papirjev,
- izračun in izravnavo ter zagotavljanje izpolnitve denarnih obveznosti, nastalih na podlagi poslov z vrednostnimi papirji, sklenjenih na organiziranem trgu, in v zvezi s tem:
 - izračun skupnih denarnih obveznosti in terjatev posameznega člana KDD,
 - ugotavljanje stanja denarnih terjatev in obveznosti posameznega člana KDD po pobotanju vzajemnih terjatev in obveznosti,
 - zagotavljanje izvršitve plačila denarnih obveznosti in izpolnitve obveznosti prenosa vrednostnih papirjev.

Za člane KDD, izdajatelje in imetnike vrednostnih papirjev lahko KDD opravlja tudi druge storitve v zvezi z vrednostnimi papirji, ki se vodijo v centralnem registru:

- storitve v zvezi s posojanjem vrednostnih papirjev ter opravljanje preknjižb na računih v zvezi s tem;
- storitve pri izvrševanju pravic iz vrednostnih papirjev (pošiljanje podatkov o imetnikih imenskih vrednostnih papirjih ter glasovalni pravici in zastopnikih, nakazovanje dividend ali obresti in glavnice ...);
- storitve pri vodenju pravic tretjih oseb na vrednostnih papirjih na posebnih računih, kot je zastavna pravica;
- storitve pri statusnih spremembah, preoblikovanjih in spremembah vrednostnih papirjev, kot so združitve, prevzemi, delitev ali združitve delnic, zamenljive obveznice;
- druge storitve v zvezi s poslovanjem in imetništvom vrednostnih papirjev;
- storitve vodenja stanj imetnikov vrednostnih papirjev in vodenja knjig imetnikov imenskih vrednostnih papirjev v zvezi v opravljanjem poslov na organiziranem trgu drugih finančnih instrumentov.

4.1.2 ČLANSTVO V KDD

KDD, d. d., v svojih pravilih poslovanja določi, kdo je lahko njen član. Njeni člani so lahko tele finančne institucije: banke in borznoposredniške družbe, investicijske družbe in pooblašene investicijske družbe ter družbe za upravljanje in pooblašene družbe za upravljanje. Člani KDD so lahko tudi: Republika Slovenija, Banka Slovenije, druge klirinške in depotne organizacije, drugi institucionalni investitorji (npr. zavarovalnice ali banke, ki nimajo dovoljenja za opravljanje poslov z vrednostnimi papirji, državni skladi ...), fiduciarne banke, banke ali borznoposredniške družbe s sedežem v tujini, ki imajo dovoljenje za poslovanje pristojnih nadzornih organov, in gospodarske družbe ali druge pravne osebe.

Član KDD mora za sprejem v članstvo izpolnjevati tele pogoje:

- imeti potrebna denarna sredstva za vplačilo zneska v jamstveni sklad KDD;
- imeti potrebna denarna sredstva za plačilo likvidnostne rezerve po pravilih poslovanja KDD;
- imeti zagotovljene ustrezne kadrovske, organizacijske, tehnične in računovodske pogoje za poslovanje po KDD;
- ne smejo obstajati okoliščine ali dejstva, iz katerih se da utemeljeno sklepati, da oseba ne bo zmožna izpolnjevati vseh obveznosti, ki izhajajo iz članstva v KDD.

Vrste članov KDD:

- a) *člani sistema prenosov vrednostnih papirjev* so člani KDD, ki jim KDD zagotavlja:
 - neposredno izpolnjevanje obveznosti prenosa vrednostnih papirjev, nastalih na podlagi pravnih poslov, za račun člana KDD ali njegovih strank, z ustreznimi preknjižbami na računih vrednostnih papirjev;
 - neposredni vpogled v stanje na njegovem računu vrednostnih papirjev ali njegovih strank;
- b) *člani sistema plačevanja in prenosov vrednostnih papirjev* so člani KDD, ki jim KDD poleg storitev prenosov vrednostnih papirjev zagotavlja tudi tele storitve:
 - izračun skupnih denarnih obveznosti in terjatev člana KDD, nastalih na podlagi poslov z vrednostnimi papirji, sklenjenih na organiziranem trgu;
 - ugotavljanje stanja čistih (neto) denarnih terjatev in obveznosti člana KDD po pobotanju vzajemnih terjatev in obveznosti;
 - zagotavljanje neposredne izvršitve plačila denarnih obveznosti na račun KDD in s tem v zvezi izpolnitve obveznosti prenosa vrednostnih papirjev;
 - neposreden vpogled v stanja denarnih terjatev in obveznosti člana KDD pred pobotanjem vzajemnih terjatev in obveznosti, ter po njem;
- c) *člani sistema posojanja vrednostnih papirjev* so člani KDD, katerim KDD zagotavlja storitve neposrednega vodenja stanj vrednostnih papirjev, ki so predmet posojilnih pogodb, na posojilnem računu pri KDD ter neposreden vpogled v takšna stanja;

- č) *člani sistema zastave vrednostnih papirjev* so člani KDD, katerim KDD zagotavlja storitve neposrednega vodenja stanj zastavljenih vrednostnih papirjev na zastavnem račun pri KDD ter neposreden vpogled v takšna stanja;
- d) *fiduciarne banke* so članice KDD, ki jim KDD zagotavlja storitve neposrednega vodenja stanj imetnikov vrednostnih papirjev s sedežem v tujini po fiduciarnem računu vrednostnih papirjev pri KDD ter neposreden vpogled v takšna stanja.

4.1.3 VRSTE RAČUNOV VREDNOSTNIH PAPIRJEV V KDD

Račun nematerializiranih vrednostnih papirjev združuje vrednostne papirje posameznega imetnika, pri katerem je lastniškopravno stanje enako in v zvezi s tem obstaja enako pooblastilo za vnos nalogov za prenos vrednostnih papirjev na drug račun vrednostnih papirjev oziroma za vpis pravic tretjih na vrednostnem papirju (Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih, 1999). KDD odpre za svojega člana enega ali več računov vrednostnih papirjev in v okviru le-teh vodi pregled stanja njegovih vrednostnih papirjev in papirjev njegovih strank.

KDD v centralnem registru odpre za člana KDD ali za druge osebe enega ali več računov vrednostnih papirjev, in sicer:

- hišni račun: na njem se vodijo stanja vrednostnih papirjev v imenu in za račun borznoposredniških družb ali bank;
- račun strank: na njem se vodijo stanja vrednostnih papirjev v imenu in za račun strank borznoposredniških hiš ali bank;
- zastavni račun: nanj se prenesejo vrednostni papirji, ki so bili zastavljeni in je podračun hišnega računa ali računa strank,
- posojilni račun: nanj se prenesejo vrednostni papirji, ki so bili prejeti na posodo;
- registrski račun: na njem se neposredno vodijo vrednostni papirji posameznih imetnikov, ki vrednostnih papirjev še nimajo vknjiženih na računu strank pri članu KDD;
- fiduciarni (hrambeni) račun: na njem se vodijo vrednostni papirji imetnikov s sedežem ali stalnim prebivališčem v tujini.

4.2 FUNKCIJE KDD

Funkcije KDD se malo razlikujejo od klasičnih funkcij CKD, saj pri nas nekaj teh nalog prevzema še Ljubljanska borza vrednostnih papirjev.

Pri poslih OTC-DVP⁸ omogoča KDD povezavo poslov po svojem informacijskem sistemu, ki zahteva, da ena stranka vnese podatke o poslu, nasprotna pa jih mora potrditi. Posle, ki so sklenjeni na borzi, poveže že borzni operacijski sistem BTS; to pomeni, da jih KDD prejme že povezane.

4.2.1 IZRAČUN DENARNIH OBVEZNOSTI IN IZRAVNAVA

Denarne terjatve in obveznosti med člani borze vrednostnih papirjev niso vzajemne, saj ne obstajajo med istimi osebami, zato mora mednje vstopiti KDD, na kateri se cedirajo terjatve in obveznosti članov borze vrednostnih papirjev. KDD v razmerju do prodajalca prevzame kupčevo obveznost plačevanja kupnine, v razmerju do kupca pa prevzame kupčevo pravico, do zahteve plačila kupnine. Tako nastaneta pravni razmerji, v katerih je v prvem KDD dolžnica, v drugem pa upnica. KDD na podlagi poročila borze o trgovanju izračuna bruto stanje terjatev in obveznosti posameznega člana KDD. Ta postopek opravi tako, da se seštejejo vse vrednosti prodajnih in nakupnih poslov, ki jih je sklenil posamezen član KDD na trgovalni dan. Tako se lahko izravnajo denarne obveznosti in terjatev, ki se v žargonu imenuje "netting". Izravnava je v tem primeru multilateralna, saj poteka med vsemi člani KDD.

Zgled (Kovač, 2001, str. 1)

V hipotetičnem primeru imamo udeležene štiri borzoposredniške družbe, ki delujejo po KDD na organiziranem trgu vrednostnih papirjev.

Transakcija 1:

BPD (A) proda za 4.000 DE VP BPD (D).

BPD (A) terja od KDD 4.000 DE.

BPD (D) dolguje KDD 4.000 DE.

Transakcija 2:

BPD (A) kupi za 2.500 DE VP od BPD (B).

BPD (A) dolguje KDD 2.500 DE.

BPD (B) terja od KDD 2.500 DE.

Transakcija 3:

BPD (D) kupi za 1.800 DE VP od BPD (C).

BPD (D) dolguje KDD 1.800 DE.

BPD (C) terja od KDD 1.800 DE.

Transakcija 4:

BPD (D) proda za 5.500 DE VP BPD (B).

BPD (D) terja od KDD 5.500 DE.

BPD (B) dolguje KDD 5.500 DE.

⁸ Posli OTC-DVP so posli zunaj organiziranega trga vrednostnih papirjev.

Transakcija 5:

BPD (C) kupi za 1.200 DE VP od BPD (B). BPD (C) dolguje KDD 1.200 DE.
BPD (B) terja od KDD 1.200 DE.

Transakcija 6:

BPD (A) proda za 3.500 DE VP BPD (C). BPD (A) terja od KDD 3.500 DE.
BPD (C) dolguje KDD 3.500 DE.

Izravnalni izračun za KDD:

$BPD (A) = 4.000 \text{ DE} - 2.500 \text{ DE} + 3.500 \text{ DE} = 5.000 \text{ DE}$

$BPD (B) = 2.500 \text{ DE} - 5.500 \text{ DE} + 1.200 \text{ DE} = - 1.800 \text{ DE}$

$BPD (C) = 1.800 \text{ DE} - 1.200 \text{ DE} - 3.500 \text{ DE} = - 2.900 \text{ DE}$

$BPD (D) = - 4.000 \text{ DE} - 1.800 \text{ DE} + 5.500 \text{ DE} = - 300 \text{ DE}$

$BPD (A) + BPD (B) + BPD (C) + BPD (D) = 5.000 \text{ DE} - 1.800 \text{ DE} - 2.900 \text{ DE} - 300 \text{ DE} = 0$

4.2.2 IZPOLNITEV DENARNIH IN PAPIRNIH OBVEZNOSTI

V Sloveniji je poravnava DVP uzakonjena, saj je načelo sočasnosti izpolnitve določeno z ZTVP – 1. Načelo pravi, da se lahko izpolnitev obveznosti prenosa vrednostnih papirjev iz poslov, sklenjenih na organiziranem trgu, opravi samo sočasno s plačilom cene za te vrednostne papirje. Dan izpolnitve poslov je dva delovna dneva po sklenitvi posla na organiziranem trgu vrednostnih papirjev. Člani KDD plačujejo denarne obveznosti, nastale na podlagi poslov, sklenjenih na organiziranem trgu, po posebnem obračunskem računu, odprtem pri Banki Slovenije, v dobro klirinško poravnalnega računa KDD pri Banki Slovenije. KDD mora takoj, ko prejme denarna sredstva vseh članov KDD, prenesti plačila v dobro obračunskih računov članov KDD, ki ima saldo v dobro iz sklenjenih poslov na ta dan.

Druga stran izpolnitve obveznosti je prenos vrednostnih papirjev, ki ga KDD opravi tako, da na dan izpolnitve posla preknjiži vrednostni papir z računa člana KDD, ki je prodajalčev komisionar, na račun člana KDD, ki je kupčev komisionar. Prenos vrednostnih papirjev je dokončen, ko KDD prejme plačilo denarnih sredstev na klirinškoporavnalni račun KDD. Od dneva sklenitve posla, sklenjenega na organiziranem trgu, do dneva njegove izpolnitve, KDD ne sme izvršiti za račun člana KDD ali njegove stranke naloga za prenos vrednostnih papirjev, če bi se z izvršitvijo takšnega naloga stanje na računu zmanjšalo na toliko, da ne bi več zadoščalo za izpolnitev obveznosti prenosa vrednostnih papirjev iz poslov, sklenjenih na organiziranih trgu. Član KDD, ki sklene prodajni posel, mora na dan izpolnitve zagotoviti količino vrednostnih papirjev, ki je predmet prodaje. Če član ne zagotovi stanja, KDD v imenu in za račun člana KDD kupi vrednostne papirje ter jih prenese na kupčev račun vrednostnih papirjev.

4.2.3 VODENJE CENTRALNEGA REGISTRA

Centralni register nematerializiranih vrednostnih papirjev je centralna informatizirana baza podatkov, v katero se vpisujejo pravice iz nematerializiranih vrednostnih papirjev, vsakokratni imetniki teh pravic in morebitne pravice tretjih oseb na vrednostnih papirjih (Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih, 1999).

KDD v centralnem registru na računih vrednostnih papirjev vodi pravice iz vrednostnih papirjev njihovih imetnikov, skupaj z enolično identifikacijo imetnika pravic, morebitnimi omejitvami, s pravicami tretjih in z drugimi podatki v zvezi s pravicami iz vrednostnega papirja ter opravlja prenose s preknjižbo in druge storitve v zvezi z vodenjem centralnega registra. KDD mora sprejeti vrednostni papir v centralni register, ko izdajatelj izpolni vse zahteve, in jih vknjižiti v dobro imetnikov na njihove račune.

4.2.4 HRAMBA

Za vrednostne papirje, ki so bili izdani v materializirani obliki pred vpeljavo Uredbe o materializiranih vrednostnih papirjih, je bilo treba opraviti postopek zamenjave za nematerializirane vrednostne papirje. Z dnem objave izdajateljevega sklepa o zamenjavi so bili materializirani vrednostni papirji, na katere se nanaša sklep, razveljavljeni in so jih imetniki uporabili le še kot legitimacijski papir pri KDD za uresničitev pravice do zamenjave. Od takrat KDD opravlja storitve hrambe za materializirane vrednostne papirje v sefih AURUM.

4.3 OCENA EVROPSKE CENTRALNE BANKE IN PRIMERJAVA Z DRUGIMI DRŽAVAMI PRISTOPNICAMI

Evropska centralna banka je januarja 2004 objavila poročilo o oceni sistemov poravnave poslov z vrednostnimi papirji držav članic pristopnic⁹ glede na standarde za uporabo sistemov poravnave poslov z vrednostnimi papirji Evropske unije v kreditnih operacijah Evrosistema. Ocena naj bi centralnim bankam v državah pristopnicah pomagala pri določitvi tistih sestavin v njihovih ureditvah poravnave poslov z vrednostnimi papirji, v katerih bodo potrebne spremembe, da bodo kreditne operacije Evrosistema lahko nemoteno delovale. Ustreznost posameznih sistemov poravnave poslov pa bo formalno ocenjena, ko bodo v teh sistemih vknjiženi vrednostni papirji označeni kot ustrezni za zavarovanje kreditnih poslov Evrosistema.

⁹ Države pristopnice pomeni deset držav novo pridruženih članic EU ter Bolgarija in Romunija.

Standard 1: *Pravna podlaga*

Zaradi pomanjkanja pravnih svetovalcev v državah pristopnicah, ki bi bili na voljo delavcem Evrosistema, je bilo težko neodvisno oceniti pravne sisteme držav pristopnic, dobiti potrebne dokumente v angleščini in organizirati prevod. Poročilo predstavlja trenutno delo na pravnem področju za pridružitvev Evropski uniji. Preiskovalce je zanimalo pet področij.

Prvo je pravna narava lastnikove pravice do pravic iz vrednostnega papirja, ki ga ima deponiranega v določenem poravnalnem sistemu. Standard 1 pravi, da morajo biti pravice lastnika vrednostnih papirjev posestniške, to pomeni, da jih lahko izkaže med strankama in nasproti tretji stranki. Sistem mora biti urejen tako, da pravice lastnikov vrednostnih papirjev ob njegovi nesolventnosti ne bi bile prizadete.

Drugo področje je identifikacija pravic, obveznosti in odgovornosti vseh strank. Te morajo biti jasno določene npr. v zakonu ali s pogodbo. Pomembno je, da so oblikovani postopki ob morebitni nezmožnosti poslovanja tretje osebe in odpovedi, napake, malomarnosti ali goljufije zaposlenih ali sistema.

Tretje področje je končnost poravnave, ki mora biti pravno zagotovljena. To lahko države zagotovijo z uresničenjem smernice 98/26/EC o končnosti poravnave pri plačilnih sistemih in sistemih poravnave poslov z vrednostnimi papirji, ki jo je leta 1998 objavila Evropska unija.

Četrto področje je izravnavanje poslov z vrednostnimi papirji. Metode za izravnavanje poslov morajo biti zakonsko določene.

Na koncu so preiskovali, ali so lahko pravice do vrednostnih papirjev kakor koli ovirane pred procesom prenosa poravnave ali med njimi.

Standard 2: *Poravnava z denarjem centralne banke*

Zahteva po uporabi denarja centralne banke za poravnavo vrednostnih papirjev je namenjena temu, da se sistemi ognejo tveganju odpovedi banke, po kateri poteka poravnava. Uporaba denarja centralne banke pomeni poravnavo po računih odprtih pri centralni banki. Trenutno poteka skoraj v vseh državah pristopnicah poravnava sočasno (poravnava DVP) z denarjem centralne banke. Izjeme so Ciper, Malta in Slovaška. V Sloveniji imamo poseben primer pri poravnavi blagajniških zapisov Banke Slovenije (BS) v tuji valuti. Pri izdajah teh vrednostnih papirjev poteka poravnava po denarnem računu BS pri poslovni banki. Zato je BS izpostavljena tveganju odpovedi banke, po kateri poteka poravnava. Po pridružitvi Slovenije EMU Banka Slovenije ne bo smela več izdajati blagajniških zapisov v tuji valuti in tako ne bo več izpostavljena temu tveganju.

Standard 3: *Odprava nepotrebnega skrbniškega tveganja*

Standard v tem primeru ne predpisuje postopkov, ki bi preprečevali izpostavljenost skrbniškem tveganju, tako da je vsak poravnalni sistem pri tem samostojen. Ocena ECB v tem primeru ne omenja KDD. Prav tako je ne omenja pri mednarodnem povezovanju poravnalnih sistemov, saj KDD v tem trenutku ni povezana s tujimi poravnalnimi sistemi.

Standard 4: *Delovanje nadzornega organa*

Ker nemoteno delovanje poravnalnega sistema vpliva na finančno stabilnost nacionalnega gospodarstva, mora poravnalne sisteme nadzirati strokovna institucija. KDD je primer poravnalnega sistema, katerega operater ni centralna banka sama. Nadzira jo Agencija za trg vrednostnih papirjev, in to ustreza zahtevam ECB.

Standard 5: *Preglednost tveganj in pogojev udeležbe v sistemu*

Centralne banke imajo navadno več virov za pridobivanje informacij o potencialnih tveganjih svoje udeležbe v poravnalnem sistemu. Ti viri so odvisni od njihove povezave s poravnalnim sistemom. Najboljši vpogled imajo, če so operaterke poravnalnega sistema. ECB meni, da je tudi tedaj, ko je centralna banka večja delničarka in ima v upravi svojega zastopnika, zadoščeno zahtevam tega standarda. V Sloveniji ima Banka Slovenije dostop do informacij tudi po Agenciji za trg vrednostnih papirjev, ki nadzira KDD. S tem standardom je podana tudi zahteva po izpolnjevanju obrazca Okvir razkritja za poravnalne sisteme poslov z vrednostnimi papirji (Disclosure framework for securities settlement systems), ki sta ga – da bi se povečala preglednost – razvila CPSS in IOSCO in ga mora vsaka CKD objavljati na svoji spletni strani. KDD je uvrščena med poravnalne sisteme, ki nimajo vzpostavljenih postopkov za redno obnavljanje podatkov iz tega poročila.

Standard 6: *Ravnanje s tveganji*

Zaradi načela sočasnosti izpolnitve KDD ni izpostavljena tveganju izostanka glavnice. KDD uporablja za organiziran in neorganiziran trg vrednostnih papirjev poravnavo DVP. Za organizirani trg sta vzpostavljena dva instrumenta za zavarovanje tveganja neplačila: jamstveni sklad in likvidnostna rezerva. Jamstveni sklad sestavljajo denarna sredstva posameznih članov sistema obračuna in poravnave KDD na transakcijskem računu KDD pri poslovni banki. Predmet solidarnega jamstva so denarne obveznosti iz sklenjenih poslov z vrednostnimi papirji. Likvidnostna rezerva je znesek, ki ga mora plačati član KDD iz naslova izpolnitve obveznosti iz sklenjenih poslov na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, še preden dospejo denarne obveznosti iz teh poslov. Likvidnostna rezerva je določena kot delež vsote osnovnih vplačil v jamstveni sklad vseh članov KDD. Ker KDD ne jamči za svoje člane s svojim kapitalom in ne sodeluje pri posoji vrednostnih papirjev, ni izpostavljena kreditnemu tveganju.

Standard 7: *Končnost poravnave čez dan*

KDD je ena izmed klirinških hiš, ki ima poravnavo v bruto realnem času.

Standard 8: *Delovne ure in dnevi*

KDD trenutno ne ustreza temu standardu, ki zahteva delovanje sistema od 7. do 18 ure po srednjeevopskem času. Vendar pa se je KDD, tako kot druge klirinške hiše pridruženih članic, pripravljena prilagoditi določenim delovnim uram, takoj ko se bo Slovenija pridružila sistemu TARGET. Delovni dnevi poravnalnega sistema bodo postali pomembni šele, ko se bo Slovenija pridružila sistemu TARGET in EMU. Glede na delovni čas in dostopnost poravnave čez dan ECB določa, ali lahko neka banka po določenem poravnalnem sistemu dobi enodnevno posojilo centralne banke. Pri KDD mora ta banka deponirati vrednostne papirje do določenega časa v dnevu, da ji BS odobri posojilo.

Standard 9: *Zanesljivost tehnične opreme in razpoložljivost primerne nadomestne opreme*

KDD je ena od klirinških hiš, ki ima zasilni načrt delovanja. Prav tako ima nadomestne naprave in naprave za popravo po ustavitvi sistema. Čas vnovične vzpostavitve normalnega delovanja je štiri ure – tako zahteva tudi standard.

4.4 VIZIJA RAZVOJA DELOVANJA KDD, D. D., V EVROPSKI UNIJI

Slovenija je 1. maja 2004 postala članica Evropske unije. Vstop v Unijo pomeni za vsa slovenska podjetja in tako tudi za Centralno klirinško-depotno družbo, d. d., nove priložnosti in tudi obveznosti. KDD je že v Letnem poročilu 2002 napisala, da mora nadalje prilagajati svoje delovanje standardom, ki jih je postavila ECB. Z vpeljavo teh standardov bo postala primerna operaterka poravnalnega sistema poslov z vrednostnimi papirji za sodelovanje z vsemi evropskimi centralnimi bankami. Kot lahko sklepamo iz ocene ECB, so pri KDD, d. d., odmiki le od standarda 8, tako da bo lahko ob vstopu Slovenije v EMU postala sodelavka evropskih centralnih bank. KDD, d. d., namerava v nekaj naslednjih letih vpeljati nov informacijski sistem, ki bo omogočal vsem preglednejšo in preprostejšo uporabo.

Leta 2003 je KDD, d. d., končala projekt vpeljave sistema centralnega registra v Federaciji BiH in Republiki Srbski. Začela so se tudi pogajanja z Ministrstvom in Agencijo za privatizacijo v Beogradu za vpeljavo sistema centralnega registra v Srbiji. Po tem lahko sklepamo, da je KDD, d. d., našla svojo vlogo v državah nekdanje Jugoslavije. Kot na veliko drugih področjih bo lahko tudi na tem Slovenija pripomogla k povezovanju Evropske unije in držav nekdanje Jugoslavije.

Ni pa dobro, da KDD, d. d., nima nobene povezave z evropskimi poravnalnimi sistemi. Trenutno poteka vse trgovanje slovenskih naložbenikov v tujini po poslovnih bankah. Te imajo odprte trgovalne račune pri skrbnikih tujih poravnalnih sistemov in ponujajo našim borznoposredniškim hišam vodenje zbirnih skrbniških računov. Ker je KDD, d. d., majhen poravnalni sistem, lahko sklepamo, da bi ob povezavah z drugimi poravnalnimi sistemi lahko svoje stroške zmanjševala zaradi ekonomij obsega. KDD, d. d., po njenih pravilih ali v ZTVP – 1 prepovedano sodelovati s tujimi poravnalnimi sistemi, njeno sodelovanje pa bi borznoposredniškim hišam pri poslovanju s tujino omogočilo preglednejše in varnejše poslovanje.

5 SKLEP

Že na začetku raziskovanja smo ugotovili, da bi nakup vrednostnih papirjev v tujini potekal drugače kot na domačem trgu. Pri nakupu vrednostnih papirjev na Ljubljanski borzi mora vsakdo odpreti svoj trgovalni račun za vrednostne papirje pri naši klirinški hiši KDD, d. d. Ta račun je t. i. končni strankin račun in je popolnoma ločen od hišnega računa člana KDD. Lastnik računa je posledično tudi lastnik vrednostnih papirjev na tem računu. Pri investiranju v vrednostne papirje v tujini pa lastništvo vrednostnih papirjev ni tako jasno. Borznoposredniška hiša, po kateri se opravita nakup in plačilo vrednostnih papirjev, ima odprt zbirni skrbniški račun za vrednostne papirje pri eni od velikih slovenskih ali tujih skrbniških bank. Šele ta banka ima vrednostne papirje na svojem računu pri eni od tujih (mednarodnih) centralnih klirinških družb. Lastništvo nad vrednostnimi papirji torej ni nedvoumno določeno. Na podlagi tega lahko sklepamo, da si pri trgovanju na tujih trgih naloge klirinške družbe razdelita skrbniška banka in borznoposredniška hiša.

V nadaljnji raziskavi se je pokazalo, da je bilo za poenostavitev in pospešitev postopkov že nekaj narejeno, vendar ne toliko, kot bi bilo lahko. K zbližanju trga in njegovih institucij je največ pripomogla vpeljava skupne evropske valute, vendar je niso sprejele vse države (npr. Velika Britanija). Skupno pot evropskih sistemov za poravnavo poslov z vrednostnimi papirji so začrtali tudi Standardi za uporabo sistemov poravnave poslov z vrednostnimi papirji v kreditnih operacijah Evrosistema, ki jih je leta 1998 izdal Evropski monetarni inštitut. Zdi se, da bi problem poravnave vrednostnih papirjev najlažje rešili z združitvijo evropskih nacionalnih centralnih klirinških družb v eno organizacijo ali z ustanovitvijo evropske centralne klirinške družbe, ki bi poravnavala posle za vse evropske trge vrednostnih papirjev. Pokazalo se je, da večina avtorjev ne podpira takih zamisli, predvsem zaradi velikih razlik v sistemih med evropskimi državami. Nekateri avtorji in pristojne organizacije, npr. Milne, podpirajo zamisel o osrednji nasprotni stranki, ki bi bila nekakšna mrežna operaterka nacionalnih in mednarodnih centralnih klirinških družb. Različni načini organiziranja sistemov za mednarodno poravnavo poslov so opisani v četrtem poglavju. V nadaljevanju tega poglavja so opisana tveganja, ki nastanejo pri poravnavanju poslov, in ovire, ki jih je po mnenju Giovaninnijeve skupine treba odstraniti, da bo mednarodno

poravnavanje poslov preprostejše, cenejše, hitrejše in varnejše. To pa so tudi zahteve, ki jih postavlja vsak naložbenik.

Na podlagi svojega proučevanja lahko sklepam, da je KDD, d. d., v primerjavi s tujimi centralnimi klirinškimi družbam zelo dobro organizirana in bo že z nekoliko prilagojenim načinom poslovanja ustrezala evropskim standardom. Imetniki vrednostnih papirjev s sedežem ali stalnim prebivališčem v tujini lahko postanejo člani KDD, d. d., le po bankah, ki imajo dovoljenje Banke Slovenije za opravljanje storitev fiduciarnega bančništva, t. i. fiduciarne banke. Članica KDD lahko postane katera koli organizacija, ki ima sedež v Evropski uniji, čeprav do konca pisanja moje naloge KDD, d. d., ni imela nobenega člana, ki bi imel sedež zunaj Republike Slovenije. V oči bode edino dejstvo, da KDD nima nobene elektronske povezave s katero od tujih nacionalnih ali mednarodnih centralnih klirinških hiš ali tujih bank. V obrazcu Okvir razkritja za poravnalne sisteme poslov z vrednostnimi papirji je sicer navedeno, da takšne povezave pričakujejo po včlanitvi Slovenije v EU in/ali EMU. Menim, da so te povezave za prihodnje poslovanje KDD nujne, saj bo drugače izgubila vlogo organizacije za poravnavo poslov s tujimi vrednostnimi papirji in bodo te naloge prevzele poslovne banke.

LITERATURA

1. Kauko Karlo: Interlinking securities settlement systems: A strategic commitment?. Helsinki : Bank of Finland Discussion Papers, 2003. 38 str.
2. Kentouris Chris: Crossing Borders. Securities Industry News, B.k., 11.6.2000, str. 1-2.
3. Kovač Matjaž: Izravnava denarnih obveznosti prek KDD. Finance, Ljubljana, 19.1.2001, str. 17.
4. Leinonen Harry: Restructuring securities systems processing – a blue print proposal for real-time/t+0 processing. Helsinki : Bank of Finland Discussion Papers, 2003. 80 str., 16 pril.
5. Malkamäki Markku, Topi Jukka: Strategic Challenges for Exchanges and Securities Settlement. Helsinki : Bank of Finland Discussion Papers, 1999. 34 str.
6. Milne Alistar: Competition and the Rationalisation of European Securities Clearing and Settlement. Symposium on International Equity Market Integration. Dublin : Trinity College, 2002. 46 str., 1 pril.
7. Moules Jonathan: US players press for global clearing. The Banker, London, 151(2001), 899, str. 125-126.
8. Schmiedel Heiko, Malkamäki Markku, Tarkka Juha: Economies of scale and technological development in securities depository and settlement systemy. Helsinki : Bank of Finland Discussion Papers, 2002. 32 str., 1 pril.
9. The Giovannini Group: Cross-border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union. Bruselj, 2001, 61 str., 27 pril.
10. The Giovannini Group: Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements. Bruselj, 2003, 62 str.
11. Veselinovič Draško: Povezovanje nosilcev infrastrukture finančnih trgov v EU. Bančni vestnik, Ljubljana, 52(2003), 6, str. 2-8.

VIRI

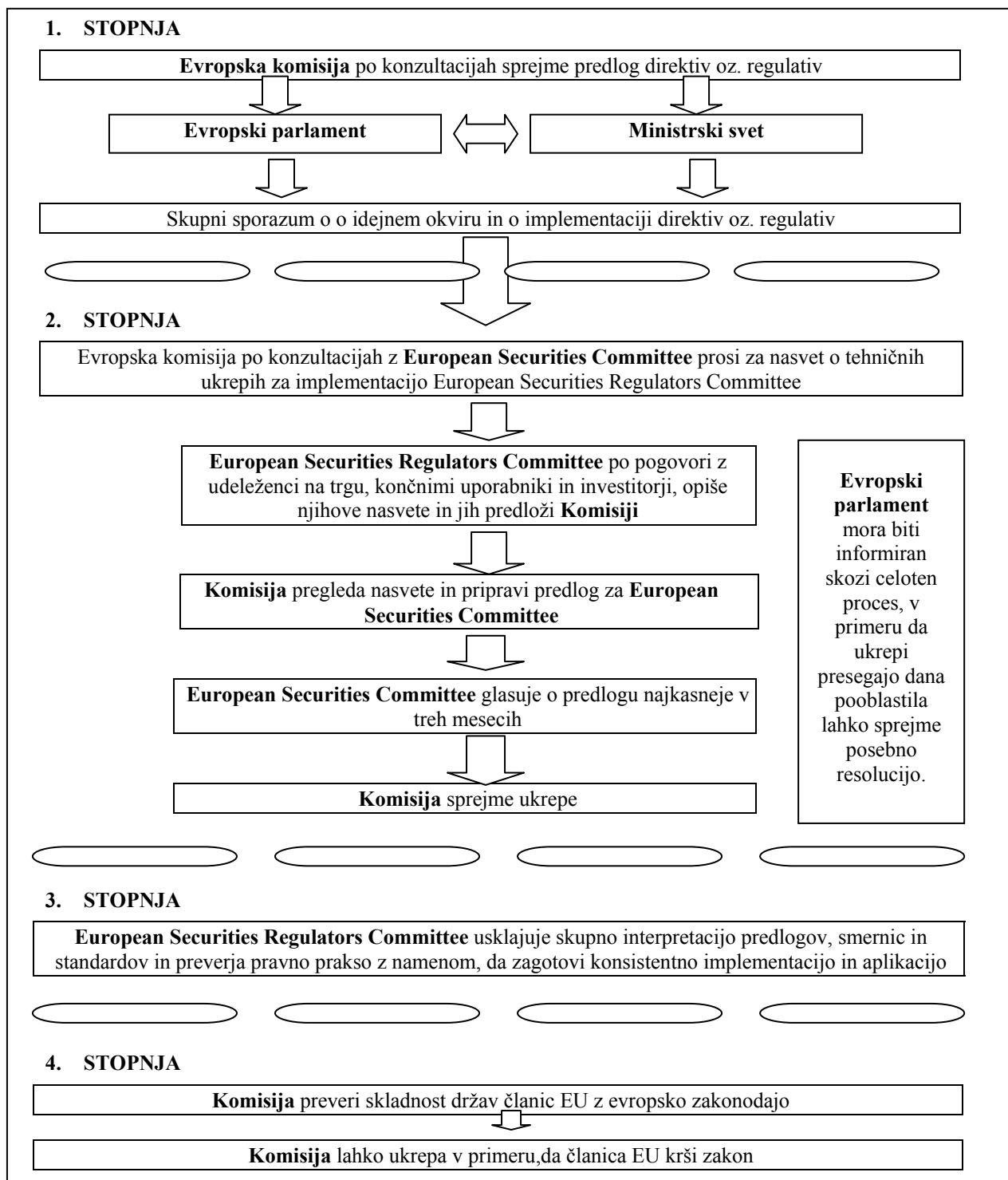
1. About OECD. 1 str. [URL: http://www.oecd.org/about/0,2337,en_2649_201185_1_1_1_1_1,00.html], 9.8.2004.
2. About The NASDAQ Stock Market. 1 str. [URL: <http://www.nasdaq.com/about/overview.com>], 6.8.2004.
3. American Stock Exchange. 1 str. [URL: <http://www.amex.com/home/homepage.html>], 6.8.2004.
4. Assesment of Accession Countries' Securities Settlement Systems. Frankfurt : European Central Bank, 2004. 21 str., 16 pril.
5. Clearing and Settlement in the European Union – The way forward. Bruselj : Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, 2004. 33 str.
6. Comments of the ECSDA regarding the Communication from the Commission to the Council and the European Parliament “Clearing and Settlement in the EU – Main policy issues and future challenges”, ECSDA. [URL: http://www.ecsda.com/portal/publications/responses_to_public_consultations/], 2002.
7. Consultative Report Standards for Securities Clearing and Settlement Systems in the European Union, CESR, ECB. [URL: <http://www.cesr-eu.org/>], 2003.
8. Disclosure framework for securities settlement systems, KDD. [URL: http://www.kdd.si/att/20040510_cpss_&iosco_disclosure_framework_for_securities_settlement_systems_2004.pdf], 18.5.2004.
9. Final report of The committee of wise men on the regulation of european securities markets. Bruselj, 2001. 42 str., 73 pril.
10. Introduction – The SEC: Who We Are, What We Do. [URL: <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml>], 9.8.2004.
11. Pravila delovanja sistema bruto poravnave v realnem času. Ljubljana : Banka Slovenije, 2002. 8 str.
12. Pravila poslovanja KDD – Centralne klirinško depotne družbe d.d., Ljubljana : KDD Centralna klirinško depotna družba d.d. Ljubljana, 2002. 37 str.
13. Pravila poslovanja klirinškodpotne družbe (osnutek 7. 7. 2004), Ljubljana : KDD Centralna klirinško depotna družba d.d. Ljubljana, 2004. 75 str.
14. Recommendations for Central Counterparties. Basel : Bank for International Settlements, 2004. 44 str., 5 pril.

15. Recommendations for securities settlement systems. Basel : Bank for International Settlements, 2001. 34 str., 15 pril.
16. Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations. Frankfurt : European Monetary Institute, 1998. 20 str., 16 pril.
17. The Group of Thirty. 1 str. [URL: <http://www.group30.org/about.php>], 5.8.2004.
18. The response of the ECSDA to the ESCB/CESR Consultative report on Standards for securities clearing and settlement systems in the European Union, European Central Securities Depositories Association. [URL: http://www.ecsda.com/portal/publications/responses_to_public_consultations/], 2003.
19. Vključitev v TARGET. 1 str. [URL: <http://www.bsi.si>], 9.8.2004.
20. What is the Euro?, European Central Bank. Frankfurt : European Central Bank, 2001. 15 str.
21. Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih (ZNVP) (Uradni list RS, št. 23-1034/1999).
22. Zakon o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP-1) (Uradni list RS, št. 56-2654/1999).

PRILOGE

PRILOGA 1

Slika 1: Štiristopenjski pristop k oblikovanju pravnega okvira



Vir: Final Report of The Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets, 2001, str. 6

SLOVARČEK SLOVENSКИH PREVODOV TUJIH IZRAZOV

Amsterdam Stock Exchange – Amsterdamska borza vrednostnih papirjev

Association of National Numbering Agencies (ANNA) – Združenje nacionalnih statističnih agencij

Bank for International Settlement (BIS) – Banka za mednarodne poravnave

Banking and Securities Industry Committee – Komisija za banke in ostale institucije trgov vrednostnih papirjev

Brussels Stock Exchange – Bruseljska borza vrednostnih papirjev

Central Certificate Service – Centralna služba za vrednostne papirje

Central counterparty – Osrednja nasprotna stranka (ONP)

Committee of wise men – Komisija modrih mož

Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS) – Združenje plačilnih in poravnalnih sistemov

Delivery versus Payment (DVP) – sočasnost prenosa vrednostnih papirjev s njihovim plačilom

Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC) – Družba za skrbništvo in poravnavo poslov z vrednostnimi papirji

Depository Trust Company – Družba za skrbništvo nad vrednostnimi papirji

Depository Trust Company (DTC) – Družba za skrbništvo nad vrednostnimi papirji

Disclosure framework for securities settlement systems – Okvir razkritja za poravnalne sisteme poslov z vrednostnimi papirji

European Central Securities Depository Association (ECSDA) – Centralno evropsko združenje družb za skrbništvo nad vrednostnimi papirji

European Securities Committee (ESC) – Evropsko združenje institucij trgov vrednostnih papirjev

European Securities Regulators Committee ali Committee of European Securities Regulators(ESRC) – Evropsko združenje nadzornikov nad institucijami trgov vrednostnih papirjev

European System of Central Banks (ESCB) – Združenje evropskih centralnih bank

Financial Service Action Plan (FSAP) – Načrta finančnih storitev

Free of Payment (FOP) – plačilo vrednostnih papirjev poteka nepovezano s njihovim prenosom

International Primary Market Association (IPMA) – Mednarodno združenje institucij primarnega trga

Investment Service Directive – Direktiva o investicijskih storitvah

kliring – povezovanje trgovalnih poslov in priprava obračuna obveznosti strank iz poslov na trgu vrednostnih papirjev

Nacional Securities Clearing Corporation (NSCC) – Nacionalna družba za poravnavo poslov z vrednostnimi papirji

network industries – mrežne panoge

New York Stock Exchange – Newyorška borza vrednostnih papirjev

Securities Acts Amendments – Amandmaji k zakonu o vrednostnih papirjev

Securities and Exchange Commission (SEC) – Agencija za nadzor nad trgom vrednostnih papirjev

Standards for Securities Clearing and Settlement Systems in the European Union – Standardi za poravnalne sisteme poslov z vrednostnimi papirji v Evropski Uniji

Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations – Standardi za uporabo sistemov poravnave poslov z vrednostnimi papirji v kreditnih operacijah Evrosistema

Technical Committee of the International Organisation of Securities Commissions (IOCSO) – Tehnično združenje mednarodne organizacije komisij za trge vrednostnih papirjev