

**OBRAČUN IN PORAVNAVA VREDNOSTNIH PAPIRJEV
V DRŽAVAH EVROPSKE UNIJE**

Cilka Ferjančič*

Povzetek

Učinkovit proces obračuna in poravnave transakcij z vrednostnimi papirji je predpogoj za uspešno delovanje trga vrednostnih papirjev. Z uvedbo skupne evropske valute se je povečalo trgovanje z vrednostnimi papirji prek meja. Na finančnih trgih nekaterih članic Evropske unije (EU) je že zaznati interes po skupnem trgovanju, vendar bo pot do oblikovanja enotnega finančnega trga še dolga. Glede na to, da je obračun in poravnava vrednostnih papirjev ključnega pomena za trgovanje, so v nadaljevanju opisani rezultati analize, ki jo je na pobudo Evropske komisije izvedla skupina finančnih strokovnjakov.

Uvodni del članka opisuje sam postopek obračuna in poravnave z vrednostnimi papirji. Evropska infrastruktura je na tem področju dokaj razdrobljena, saj deluje kar 21 depotnih sistemov. Transakcije z vrednostnimi papirji prek meja so načeloma zahtevnejše in dražje od transakcij na domačem trgu, kar dokazuje tudi primerjava stroškov. V nadaljevanju so opisane ovire, ki preprečujejo učinkovito čezmejno trgovanje in onemogočajo nadaljnjo integracijo trgov. Na koncu je omenjena še pomembnost sistemov poravnave vrednostnih papirjev za centralne banke držav članic EU, saj obstaja tesna povezava med sistemi poravnave vrednostnih papirjev, plačilnimi sistemi, denarno politiko in finančno stabilnostjo posamezne države.

Ključne besede: vrednostni papirji, klirinško depotna družba, obračun in poravnava, uporaba vrednostnih papirjev prek meja.

Abstract

The efficient process of securities clearing and settlement is a precondition for the successful functioning of financial markets. After the introduction of the euro currency, the cross border transactions have been growing. The interest for the pan-European trading is alive but we are still far away from establishing a common financial market. As the clearing and settlement is an essential feature of a smoothly functioning securities markets, the group of financial experts was asked by the European Commission to address the European securities settlement infrastructure.

The aim of the article is to describe the process of clearing and settlement. The European security settlement infrastructure is still very fragmented as there are 21 different depositary systems. Cross-border transactions are more complex and costly in comparison to domestic transactions. Different types of additional cost that prevent cross-border trading can be identified. At the end, the importance of clearing and settlement systems for the central banks of the EU members is emphasized, since there is a relation between the clearing, settlement and payment systems, as well as the monetary policy and the financial stability of an individual country.

Key words: securities, central clearing depository, clearing and settlement, cross border use of securities.

* Cilka Ferjančič, univ. dipl. ekon., je zaposlena v Oddelku za centralno-bančne operacije v Banki Slovenije.

1. OBRAČUN IN PORAVNAVA

Proces obračuna in poravnave transakcij z vrednostnimi papirji mora zagotoviti hiter in varen prenos lastništva vrednostnih papirjev in denarnih sredstev. Sam proces sestavljajo naslednje štiri glavne aktivnosti: potrditev, obračun, dostava in plačilo vrednostnih papirjev.

1.1. *Potrditev*

Ko je posel sklenjen, ga morata stranki potrditi in s tem zagotoviti, da se strinjata glede bistvenih pogojev, kot so vrednostni papir s katerim trgujeta, cena, količina in datum poravnave. Potrditev se lahko izvede neposredno med kupcem in prodajalcem ali pa posredno prek borze oziroma klirinškega agenta. Glede na to, da so pri trgovanju velikokrat udeleženi posredniki (pri trgovanju prek meja je lahko pri poslu udeleženi več posrednikov in skrbnikov), je pomembno, da se s potrditvijo strinja končni investitor. Pri poslih, ki so avtomatizirani (npr. borza), se zahteva le enkratni vnos podatkov, ki služi za celotni proces obračuna in poravnave.

1.2. *Obračun*

Obračun pomeni natančen izračun obveznosti kupca in prodajalca. Običajno to storitev omogoča centralni depo vrednostnih papirjev (angl. central securities depository), sam obračun pa se lahko izvrši na osnovi bruto ali neto poravnave. Na posameznih finančnih trgih ima tu odločilno vlogo t.i. centralna stranka (angl. central counterparty), ki je pravna oseba in deluje kot nasprotna stranka kupca oziroma prodajalca. Prav zaradi centralne stranke ostaneta kupec in prodajalec drug drugemu nepoznana. Centralna stranka običajno nudi tudi pobot terjatev in obveznosti, kar pomeni, da poravna vse zneske, ki so jih dolžni njeni člani, in vzpostavi le eno debetno ali kreditno pozicijo do vsakega člana. To zmanjšuje tveganje neizpolnitve obveznosti nasprotne stranke, kreditno in likvidnostno tveganje ter pozitivno vpliva na samo trgovanje. Pobot je značilen predvsem za trge vrednostnih papirjev z velikim obsegom trgovanja.

1.3. *Dostava*

V evro območju je večina vrednostnih papirjev dematerializirana, zato gre pri dostavi vrednostnih papirjev zgolj za preknjižbo v registru. Dostop do registra centralnega depoja vrednostnih papirjev je lahko neposreden (kot član depoja) ali posreden (prek posrednika, ki je član depoja). Medtem ko nekateri centralni depoji upravljajo le z vrednostnimi papirji na domačem trgu, drugi nudijo tudi storitve prek meja. Pri vzpostavitvi povezav med različnimi depoji ima posamezna depotna hiša račun pri drugi depotni hiši in opravlja skrbniške storitve za svoje stranke. Mednarodni skrbniki so člani večih nacionalnih depojev oziroma imajo dostop do teh depojev prek lokalnih skrbnikov.

1.4. *Plačilo*

Plačilo vrednostnih papirjev pomeni prenos denarnih sredstev od kupca na prodajalca. Plačilo se lahko pogojuje z dostavo nasproti plačilu (Delivery Versus Payment - DVP), kar pomeni, da gre za istočasno preknjižbo vrednostnih papirjev in denarja. Če plačilo ni izvršeno, se tudi vrednostni papirji ne preknjižijo, in obratno.

Posebnost transakcij prek meja je v tem, da gre za dostavo in prejem vrednostnih papirjev oziroma plačilo in prejem kupnine med strankama, ki sta iz različnih držav. Prav zaradi navedenega dejstva je potreben dostop do različnih obračunskih in poravnalnih sistemov. Pri poravnavi transakcij prek meja imata stranki pet različnih možnosti poravnave: z

neposrednim dostopom do nacionalnih centralnih depojev vrednostnih papirjev, prek lokalnih agentov, z uporabo mednarodnega centralnega depoja vrednostnih papirjev, prek mednarodnega skrbnika ali z uporabo bilateralnih povezav med različnimi nacionalnimi depoji vrednostnih papirjev.

Obračun in poravnava transakcij prek meja je praviloma kompleksnejša in vključuje večje število posrednikov. Prav zaradi omenjenega dejstva prinašajo transakcije prek meja večje kreditno in operativno tveganje. V okviru povečanega kreditnega tveganja je potrebno omeniti predvsem tveganje skrbništva nad vrednostnimi papirji, pravno tveganje in tveganje nihanja vrednosti tuje valute. Za investitorje je skrbništvo nad vrednostnimi papirji pomembno, saj se vrednostni papirji velikokrat hranijo v centralnih depojih, pri katerih imetniki nimajo odprtega računa. Za njihove vrednostne papirje skrbi skrbnik (angl. custody), ki jim zagotavlja tudi druge storitve povezane s hrambo (npr. izplačilo dividend, obveščanje ob prevzemih oziroma združitvah in podobno).

2. EVROPSKA INFRASTRUKTURA

Obstoječa infrastruktura za obračun in poravnavo vrednostnih papirjev odraža dokaj razdrobljen evropski trg vrednostnih papirjev. Posamezni finančni trgi so bili že v preteklosti ločeni, predvsem zaradi uporabe različnih valut in geografske omejenosti. Poleg tega na trgovanje pomembno vplivajo tudi različne pravne in fiskalne ureditve. Z uvedbo skupne evropske valute in nekaterih novih sistemov obračuna in poravnave so se storitve nekoliko izboljšale, zaradi vse večje finančne integracije pa se pojavljajo zahteve po večjem poenotenju.

Marsikje je infrastruktura za obračun in poravnavo različna za različne tržne segmente. Pri dolžniških vrednostnih papirjih so vedno večje izdaje evroobveznic (od leta 1960 dalje) zahtevale ustanovitev dveh mednarodnih depozitarjev - Euroclear Bank in Cedelbank, ki je sedaj znan kot Clearstream International. Trg evroobveznic omogoča različnim udeležencem učinkovito trgovanje, saj gre pri obveznicah za dokaj homogene vrednostne papirje. Pri delnicah je razvoj počasnejši, ker so delnice kompleksnejše in zahtevajo stalno komunikacijo med izdajateljem in lastnikom. Posebnost predstavlja infrastruktura izvedenih finančnih instrumentov, pri kateri obračun in poravnava običajno potekata prek neposrednih članov borze, klirinška hiša pa igra vlogo centralne stranke.

V prilogi je tabela, ki opisuje obstoječe sisteme obračuna in poravnave po posameznih državah EU. Med obstoječimi sistemi obračuna in poravnave sta pomembna predvsem dva sistema:

- *Clearstream International* je mednarodni centralni depo vrednostnih papirjev. Nastal je leta 2000 z združitvijo Cedel International in German Deutsche Borse Clearing. Holding, ki ima sedež v Luxemburgu, ima tri podružnice: Clearstream Banking Luxemburg (opravlja storitve centralnega depoja za različne vrednostne papirje), Clearstream Banking Frankfurt (opravlja obračun in poravnavo za nemški trg vrednostnih papirjev) in Clearstream Services Luxemburg (nudi trgovalni sistem Creation, njegov obračun in poravnavo). Clearstream International opravlja obračun in poravnavo vrednostnih papirjev pri domačih transakcijah in transakcijah prek meja, specializiran pa je predvsem za dolžniške vrednostne papirje. Obračunava in poravnava transakcije z vrednostnimi papirji v 38 valutah in na 33 trgih.

- *Euroclear Bank* je prav tako mednarodni centralni depo vrednostnih papirjev, ki svojim strankam ponuja obračun in poravnavo delnic in obveznic. Je v lasti Euroclear PLC, le-ta pa je last 121 institucionalnih delničarjev, med katerimi nima nobeden več kot 5% lastništva. S pridružitvijo francoskega sistema Sicovam SA se je le-ta preimenoval v Euroclear France in danes predstavlja integriran del družbe Euroclear Group. Euroclear nudi obračun in poravnavo vrednostnih papirjev v 42 valutah in na 33 trgih. Opravlja tudi povezane storitve, v zadnjem času pa si prizadeva za integracijo nacionalnih klirinško depotnih sistemov v njihov sistem. Pravkar poteka integracija belgijskega (CIK) in nizozemskega (Necigef) sistema. Med obema sistemoma obstaja elektronska povezava, ki zagotavlja članom obeh sistemov enostavno poravnavo.

Euroclear in Clearstream imata tudi direktno povezavo (t.i. "bridge"). Tako lahko preko te povezave udeleženci obeh sistemov prejmejo ali dostavijo vrednostne papirje iz enega v drugi sistem. Poravnava preko te povezave je mogoča za večino vrednostnih papirjev, sprejetih v obeh depotnih hišah.

Pregled evropskih sistemov obračuna in poravnave potrjuje razdrobljenost evropske infrastrukture na tem področju. Obstaja 19 nacionalnih in dva mednarodna centralna depoja vrednostnih papirjev. Čeprav imajo klirinško depotne družbe povezave med različnimi sistemi, praksa kaže, da se le redko uporabljajo.

3. STROŠKI TRANSAKCIJ PREK MEJA

Visoki stroški transakcij prek meja predstavljajo resno oviro za nadaljnjo integracijo trgov. Gre predvsem za naslednje vrste stroškov:

- *neposredni stroški*, ki se odražajo v višjih tarifah storitev;
- *posredni stroški*, ki se kažejo v potrebi po dodatnem znanju, zaposlenih, predstavništvih v tujini in podobno (za poslovanje na lokalnih trgih je potrebno dobro poznavanje trga, jezika, pravnega sistema,);
- *oportunitetni stroški* v obliki neučinkovite uporabe vrednostnih papirjev, večje možnosti neizvršitve posla in podobno.

Dodatne stroške, ki jih zahtevajo transakcije prek meja, je težko izračunati, še posebej to velja za posredne in oportunitetne stroške. Do določenega izračuna bi lahko prišli z modeliranjem, kar pa bi zahtevalo podroben pregled investitorjevih portfeljev, ki javnosti ni na voljo. Prav zaradi omenjenega razloga je v nadaljevanju večji poudarek na neposrednih stroških, kljub temu, da le-ti predstavljajo manjši delež vseh stroškov.

3.1. *Neposredni stroški*¹

a) *Primerjava cenikov*

Stroški tarif običajno vključujejo stroške obračuna in poravnave vrednostnih papirjev. Glede na to, da obračun ni nujno storitev klirinško depotnih hiš, je v nadaljevanju podana le primerjava stroškov poravnave vrednostnih papirjev. Pri tem je potrebno opozoriti, da različne klirinško depotne hiše nudijo različne storitve, zaračunajo različne cene za različne stranke in različne načine poravnave, kar še dodatno otežuje njihovo primerjavo. Ponekod

¹ Podatki se nanašajo na leto 2001.

nudijo zgolj poravnavo vrednostnih papirjev, medtem ko drugje omogočajo tudi kreditiranje znotraj dneva, posojanje vrednostnih papirjev in podobno.

Nacionalne klirinško depotne hiše pri domačih transakcijah za preknjižbo delnic običajno zaračunajo okrog 0,80 EUR, za preknjižbo obveznic pa okrog 1 EUR. To je vsekakor precej manj, kot so stroški poravnave transakcij prek meja, zlasti ko gre za poravnavo tujih vrednostnih papirjev. Clearstream in Euroclear sta dražja. V primeru interne preknjižbe in preknjižbe med obema sistemoma so stroški preknjižbe delnic in obveznic od 1,03 do 2,71 EUR, ko pa gre za preknjižbe vrednostnih papirjev ostalih nacionalnih sistemov cene narastejo na 30 EUR in več.

Tabela 1: Stroški poravnave Clearstreama in Eurocleara² (v EUR)

CSD	Preknjižbe Clearstream-a				CDS	Preknjižbe Euroclear-a			
	Mednarodni vrednostni papirji		Domači vrednostni papirji			Mednarodni vrednostni papirji		Domači vrednostni papirji	
	delnice	obveznice	delnice	obveznice		delnice	obveznice	delnice	obveznice
Clearstream (interna preknjižba)	2,00	1,35	2,00	1,35	Clearstream Euroclear (interna preknjižba)	1,03-2,71	1,03-2,71	-	-
Euroclear	2,71	1,35	2,71	1,35	SIS	0,49-2,16	0,49-2,16	-	-
SIS	32,47	32,47	27,60-47,80	21,65-27,60	DE			9,74-16,23	5,94-10,80
DE	32,47	32,47	21,65	21,65	FR			4,33-8,66	1,52-6,49
FR	32,47	32,47	13,53-27,06	13,53-27,06	UK			23,81-32,47	7,58-21,65
UK	32,47	32,47	10,82	10,82	US			6,49-10,82	9,74-16,23
US	32,47	32,47	5,41	10,82				4,33-8,66	6,49-10,82

Vir: The Giovanni Group: Cross-border clearing and settlement arrangements in the European Union, European Commission, 2001

b) Primerjava operativnih stroškov

Drugi pristop za izračunavanje stroškov poravnave je primerjava operativnih stroškov preknjižb³. Na podlagi te metode je bilo ugotovljeno predvsem naslednje:

- V evro območju je poravnava domačih transakcij cenovno dokaj sprejemljiva. Nacionalni centralni depoji izvršijo transakcijo s povprečnimi operativnimi stroški 2,98 EUR, kar je le malenkostno več kot centralni depo ZDA (2,77 EUR).
- Poravnalni stroški obeh evropskih mednarodnih depojev so relativno visoki, kar kaže na pretežno poravnavo transakcij prek meja (pri transakcijah prek meja stroški poravnave vključujejo tudi nekatere posredne stroške, predvsem stroške poslovnih enot v tujini).

² CSD - Central Securities Depository oziroma centralni depo vrednostnih papirjev

³ Pri številu preknjižb posameznih sistemov so upoštevane dejansko izvršene preknjižbe. Če ne bi bilo pobota, bi bilo število preknjižb večje: pri evropskih sistemih za enkrat večje, pri ameriškem sistemu pa kar za sedemkrat večje (ameriški sistem pogosteje uporablja pobot).

Tabela 2: Operativni stroški preknjižb⁴

	Institucija	Operativni prihodki	Št. transakcij	Strošek transakcije
ICSD	Euroclear Bank	360.590.000	11.000.000	32,78
ICSD	Clearstream Luksemburg	401.175.000	12.000.000	33,43
DK	VP	27.122.013	6.800.000	3,99
DE	Clearstream Frankfurt	268.746.000	125.000.000	2,15
ES	SCLV	45.758.000	11.000.000	4,16
GR	CSD	47.805.161	21.973.933	2,18
FR	Euroclear France	144.968.647	41.000.000	3,54
FR	Clearnet France	125.448.000		
IT	Monte Titoli	22.175.332	8.783.635	2,52
PT	Interbolsa	14.205.395	8.654.761	1,64
SE	VPC	43.125.089	14.633.242	2,95
UK	CREST	143.446.634	58.816.750	2,44
EU	EU	1.644.565.272	319.662.321	5,14
	EU brez ICSD	882.800.272	296.662.321	2,98
ICSD	SIS	103.231.065	17.745.900	5,82
US	DTCC	638.261.727	230.271.931	2,77

Vir: The Giovanni Group: Cross-border clearing and settlement arrangements in the European Union, European Commission, 2001

3.2. Posredni in oportunitetni stroški

Posredni stroški običajno izhajajo iz zahtevnejše poravnave vrednostnih papirjev prek meja, ki zahteva dostop do različnih sistemov oz. uporabo storitev lokalnih agentov. Oportunitetni stroški se nanašajo na neučinkovito uporabo vrednostnih papirjev zaradi zahtevnejšega trgovanja prek meja in večjega tveganja nepravilne izvršitve posla. Obe vrsti stroškov sta težje merljivi in ju je v praksi težko ovrednotiti.

Euroclear in Clearstream sta izdelala prikaz stroškov glede na njihovo poslovanje. Čeprav sta delitvi stroškov med sistemoma različna, pa predstavniki obeh sistemov ugotavljajo, da posredni in oportunitetni stroški predstavljajo glavnino vseh stroškov. Predstavniki Eurocleara so obravnavali le posredne stroške. Razdelili so jih v dve skupini, in sicer na stroške operativne izvedbe (angl. back office) in stroške lokalnih agentov. Oboji skupaj predstavljajo 95% vseh stroškov. V Clearstreamu so bili natančnejši, saj so posredne in oportunitetne stroške razčlenili na več segmentov. Pri tem so deleži posameznih stroškov naslednji: 21% povezave do drugih sistemov, 15% kapitalska neučinkovitost, 13% izgubljen obrestni prihodek, 10% tveganja in 10% neučinkovita poravnava. Skupaj predstavljajo ti stroški 93% vseh stroškov.

4. OVIRE ZA UČINKOVITO TRGOVANJE PREK MEJA

V državah članicah EU so sistemi obračuna in poravnave vrednostnih papirjev urejeni tako, da najbolje služijo potrebam domačega trga. Prav zaradi omenjenega dejstva je trgovanje z vrednostnimi papirji prek meja slabše podprto. Ovire, ki omejujejo mednarodno trgovanje, lahko razdelimo v tri skupine:

- ovire, ki se nanašajo na razlike v tehnični podpori in tržni praksi,
- ovire, ki izhajajo iz različnih nacionalnih davčnih ureditev, in

⁴ ICSD - International Central Securities Depository oziroma mednarodni centralni depo vrednostnih papirjev.

- ovire, ki izhajajo iz različnih nacionalnih pravnih ureditev.

4.1. Razlike v tehnični podpori in tržni praksi

Ovire, ki se nanašajo na razlike v tehnični podpori in tržni praksi, izhajajo iz strukture nacionalnih finančnih trgov. Nacionalne razlike so večje pri poravnavi kot pri obračunu vrednostnih papirjev, njihov vpliv pa je opaznejši na delniškem trgu kot na trgu obveznic in izvedenih finančnih instrumentov. Razlike v informacijskih tehnologijah se nanašajo predvsem na poravnalne sisteme, medtem ko tržna praksa temelji na nacionalni zakonodaji.

Udeleženci trga običajno navajajo naslednje ovir (Vir: The Giovanni Group: Cross-border clearing and settlement arrangements in the European Union, European Commission, 2001):

- *Razlike v informacijski tehnologiji uporabljenih sistemov*
Nacionalni sistemi obračuna in poravnave vrednostnih papirjev uporabljajo različno informacijsko tehnologijo, kar onemogoča medsebojno komunikacijo. Evropsko združenje centralnih depojev (European Central Securities Depositories Association - ECSDA⁵) je že pripravilo osnutek standardov za komunikacijo med različnimi depoji vrednostnih papirjev. Da bo sporazumevanje lažje, je potrebno sprejeti tudi evropski protokol glede oblike sporočil med sistemi in njihovimi člani.
- *Zahteve glede uporabe nacionalnih sistemov*
Običajno se za trgovanje na določenem trgu uporablja le en sistem obračuna in poravnave vrednostnih papirjev, kar povzroča težave udeležencem trgovanja prek meja. To je še posebej moteče, če se z vrednostnim papirjem trguje na različnih trgih. V tem primeru mora stranka poravnati obveznost do ene in druge centralne stranke namesto, da bi se ta obveznost pobotala. Rešitev je v vzpostavitvi le ene centralne stranke, ki bi delovala na celotnem evro območju.
- *Razlike v pravilih delovanja delniških družb*
Obstajajo razlike v pravilih delovanja korporacij, npr. pri ponudbi delniških opcij, pravic na delnice in podobno. Omenjena dejanja zahtevajo hiter odziv delničarjev, vendar je zaradi nacionalnih razlik to nemogoče. Prav zaradi tega je potrebno pripraviti enotna pravila glede "corporate actions". Poleg tega se lahko izboljša ISO standarde za komunikacijo med centralnimi depoji glede omenjene problematike.
- *Neupoštevanje dokončnosti poravnav znotraj dneva*
Za preprečevanje systemskega tveganja je nujna dokončnost poravnav znotraj dneva. Različni urniki poravnalnih sistemov to onemogočajo za vse posle, zato je v tem primeru potrebno zahtevati dodatno zavarovanje.
- *Praktične ovire glede članstva v nacionalnih sistemih*
Čeprav je članstvo tuje pravne osebe (s sedežem izven države) v nacionalnem sistemu obračuna in poravnave tehnično in pravno formalno možno, so v praksi številne manjše ovire, ki članstvo onemogočajo. Težave so predvsem v uporabi različnih tehnologij, tržnih pravilih, denarni poravnavi in podobno. Tuja pravna oseba je v tem primeru primorana delovati prek lokalnega agenta.

⁵ Evropsko združenje centralnih depojev je bilo ustanovljeno leta 1996. Glavni namen tega združenja je vzpostavitev povezav med različnimi evropskimi depoji, izdaja priporočil in skupno delovanje pri razvoju aktivnosti evropskih depojev.

- *Razlike glede roka poravnave*
Mednarodna konvencija določa poravnavo na dan T+3, vendar pa posamezni trgi transakcije različno poravnajo. Ko se prek meja trguje z istimi vrednostnimi papirji oz. transakcijami, ki so med seboj povezane, je različen čas poravnave lahko velika ovira in zahteva dodatne stroške. Da bi se temu izognili, je potrebno oblikovati enotni rok poravnave za celotno evro območje. Za vrednostne papirje, ki se uporabljajo za zavarovanje, se zahteva meddnevna poravnava na dan T+0. To zahtevajo tudi centralne banke (za instrumente denarne politike in za posojila za čez dan), klirinške hiše (za poravnavo kritij) in druge finančne institucije, ki nudijo zavarovana posojila oz. izvajajo repo posle.
- *Razlike glede delovnega časa*
Razlike v delovnem času nacionalnih sistemov in v zadnji uri poravnave teh sistemov povzročajo težave pri trgovanju z udeleženci iz različnih držav. Da bi te težave odpravili, se pojavlja zahteva po poenotenju urnikov z urnikom TARGET-a.
- *Nezmožnost takojšnjega izdajanja vrednostnih papirjev*
Sistem obračuna in poravnave transakcij prek meja ovira praksa izdajanja vrednostnih papirjev, ki temelji na pomanjkanju učinkovite vknjižbe novih vrednostnih papirjev znotraj dneva. Gre za neenotno prakso dodeljevanja ISIN⁶ številke vrednostnim papirjem, ki so izdani v realnem času. Standardizirane elektronske povezave med agenti na novo izdanih novih vrednostnih papirjev in poravnalnimi sistemi bi pospešile samo izdajo in dodeljevanje standardnih kod.
- *Omejitve glede lokacije vrednostnih papirjev*
Določene države zahtevajo, da se vrednostni papirji, ki kotirajo na borzi, hranijo le v nacionalnem depozitu. Omenjena zahteva izhaja iz časov, ko še ni bilo potrebe po trgovanju prek meja.
- *Omejitve glede primarnih vpisnikov in vzdrževalcev trga*
Primarni vpisniki in vzdrževalci trga so značilni za trgovanje z državnimi vrednostnimi papirji. Njihovo delovanje se ponekod pogojuje s poravnavo transakcij prek nacionalnega sistema. Tak primer je Belgija, ki zahteva, da dealerji hranijo vrednostne papirje v t.i. košarici za posojanje (angl. automatic bond lending pool) poravnalnega sistema belgijske centralne banke.

4.2. Razlike v davčni ureditvi

Vrednostni papirji so obdavčljivi v državi, kjer se hranijo. Pri trgovanju prek meja prihaja do težav zaradi nepoznavanja nacionalnih davčnih ureditev in nevarnosti dvojnega obdavčenja. Če bi obstajala možnost proste odločitve glede hrambe vrednostnih papirjev, bi bile omenjene težave veliko manjše.

Omejitve pri trgovanju prek meja predstavljajo predvsem tri vrste obdavčitve: davek na vrednostne papirje, davek na kapitalski dobiček in davek na trgovanje z vrednostnimi papirji. Omenjene obdavčitve vplivajo na ekonomičnost trgovanja prek meja, vendar niso direktno povezane s sistemom obračuna in poravnave vrednostnih papirjev. Pri davku na vrednostne papirje se davčna olajšava pri plačilu davka lahko takoj poravna ali pa se uveljavi kasneje. Investitorji želijo takojšnjo poravnavo, ki jo običajno izvede davčni agent (banka ali druga finančna institucija). V večini držav članic EU mora biti davčni agent domača pravna oseba, kar postavlja v neenakopravni položaj tuje posrednike. V zvezi s tem se pojavlja upravičena

⁶ ISIN številka se dodeli vsakemu vrednostnemu papirju v skladu z ISO standardi.

zahteva, da bi vsi finančni posredniki evro območja delovali kot davčni agent za vse države članice. Zaradi davka na trgovanje z vrednostnimi papirji se v posameznih državah zahteva trgovanje prek nacionalnih poravnalnih sistemov, ki zagotavljajo podatke za tako obdavčitev. To predstavlja oviro pri trgovanju prek meja, zato bi morale države take zahteve odpraviti.

4.3. Razlike v pravni ureditvi

Trgovanje prek meja omejujejo predvsem pravna pravila, ki prepovedujejo ali omejujejo tujo konkurenco, razlike v davčni zakonodaji in razlike v zakonodaji o vrednostnih papirjih. Primer netržne konkurence predstavljata zahteva po uporabi nacionalnega sistema in omejitve glede članstva tujcev. V zvezi s tem so potrebne spremembe, vendar moramo vedeti, da se tržna pravila in davčna zakonodaja lahko dokaj hitro prilagodita, medtem, ko je zakonodaja o vrednostnih papirjih vezana na specifičnosti posameznih pravnih sistemov (določa namreč naravo vrednostnih papirjev, njihovo lastništvo in pravice) in jo je težko spremeniti.

Ovire, ki izhajajo iz zakonodaje o vrednostnih papirjih, so značilne predvsem za delnice. Delnice se razlikujejo od dolžniških vrednostnih papirjev in so vezane na nacionalno zakonodajo. Delniška družba namreč izdaja delnice v skladu z zakonodajo države, kjer je ustanovljena, in ne na primer v skladu z zakonodajo države, kjer se s temi delnicami oz. pravicami na delnice trguje.

Udeleženci trga pogrešajo tudi enotno ureditev na področju pravic iz vrednostnih papirjev. Pri uporabi vrednostnih papirjev za zavarovanje (zastava oziroma prenos) prihaja do težav pri poplačilu iz teh vrednostnih papirjev v primeru insolventnosti dolžnika. Tako kot velja pri plačilu v denarju direktiva o dokončnosti poravnav, udeleženci trga zagovarjajo to direktivo tudi za vrednostne papirje.

Zaradi boljše učinkovitosti trgovanja je princip pobotanja finančnih transakcij postal splošno sprejemljiv za vse države članice EU. Kljub temu med njimi še vedno obstajajo določene razlike, saj nekatere države pobot urejajo s posebno zakonodajo, ki pa je omejena le na določene finančne produkte, udeležence trga oziroma določene pogodbe.

5. POMEMBOST SISTEMOV PORAVNAVE ZA CENTRALNE BANKE

Z uvedbo skupne evropske valute je bil vzpostavljen enotni sistem bruto plačil v realnem času (TARGET). Omenjeni sistem je za centralne banke izredno pomemben, saj je naloga centralne banke, da skrbi za varno in učinkovito izvrševanje plačil v državi. Glede na to, da so vse posojilne transakcije evropskega sistema centralnih bank zavarovane z vrednostnimi papirji, centralne banke skrbijo tudi za učinkovito poravnavo vrednostnih papirjev, in sicer predvsem zaradi naslednjih dejstev:

- Posojilo za čez dan (angl. intraday credit), ki se uporablja za nemoteno delovanje plačilnih sistemov, temelji na zavarovanju z vrednostnimi papirji. Morebitne nepravilnosti v delovanju sistemov poravnave vrednostnih papirjev bi povzročile motnje v plačilnih sistemih.
- Za vse posojilne transakcije denarne politike se zahteva zavarovanje z vrednostnimi papirji. V tem smislu je denarna politika odvisna od pravilnega delovanja sistemov poravnave vrednostnih papirjev.

- Potencialno sistemsko tveganje sistemov poravnave vrednostnih papirjev lahko povzroči finančno nestabilnost. Centralna banka je tista, ki zagotavlja finančno stabilnost v državi, zato mora zagotoviti tudi vse pogoje za nemoteno delovanje na tem področju.

Evropska centralna banka (ECB) zahteva, da vsi sistemi poravnave vrednostnih papirjev, ki se uporabljajo za vrednostne papirje v primeru zavarovanja kreditnih operacij, izpolnjujejo določene standarde. Omenjeni standardi predstavljajo okvir za obvladovanje tveganj. Usklajenost s standardi se zahteva za vse sisteme poravnave vrednostnih papirjev, ki se uporabljajo za vrednostne papirje iz liste 1 in liste 2, to je za posojilo za čez dan in za ostale kreditne operacije ECB.

Zaradi čim večje enakopravnosti kreditorejmalcev in enakih pogojev za dostopanje do kvalitetnih vrednostnih papirjev, je za ECB zelo pomembna tudi možnost uporabe vrednostnih papirjev prek meja. To je mogoče doseči na tri načine: (i) z uporabo CCBM modela (angl. correspondent central banking model), (ii) z uporabo povezav med klirinško depotnimi hišami in (iii) tako, da nacionalna centralna banka (NCB) odpre račun vrednostnih papirjev neposredno pri tuji klirinško depotni hiši. Zadnji način ne spreminja ali dopolnjuje uveljavljenih postopkov za uporabo vrednostnih papirjev (NCB je izenačena z drugimi komitenti tuje klirinško depotne hiše), tako da ga ECB niti ne uvršča med transakcije z vrednostnimi papirji prek meja. Najbolj je razširjen CCBM model, kjer mora banka posojiljemalka poskrbeti, da se ustrezni vrednostni papirji preknjižijo na račun NCB v državi, kjer so izdani, le-ta pa deluje kot korespondenčna NCB, ki hrani finančno premoženje za račun NCB kreditodajalke. Omenjeni model deluje dokaj enostavno in ne zahteva dodatnih postopkov, saj gre za uporabo že obstoječih oblik in mehanizmov zavarovanja. Uporaba CCBM modela temelji na sporazumu, da so pogoji za zavarovanje vedno določeni znotraj države, kjer se zavarovanje izvaja. V povezavi s tem sporazumom se vsaka NCB zavezuje, da bo delovala kot lokalni agent za ostale NCB ali ECB. Sporazum določa obveznosti in pravice tako domače kot korespondenčne NCB. Poleg tega so pogoji za izvršitev zavarovanja določeni v ustreznem pogodbenem oziroma regulativnem sporazumu domače NCB. Ta vsebuje vse potrebne informacije za banko udeleženko posla in določa, ali domača NCB izvršuje zavarovanje na podlagi repo transakcije, zastave ali obojega.

6. ZAKLJUČEK

Ovire, ki preprečujejo vseevropsko trgovanje z vrednostnimi papirji delimo na tiste, ki jih lahko odstranijo tržni udeleženci sami in tiste, ki zahtevajo poseg države. S poenotenjem tehničnih zahtev in tržne prakse bi dosegli že velik napredek, dogovori med tržnimi udeleženci in tržne konvencije pa bi zagotovile poenotenje na večjih področjih, kar posledično zmanjšuje potrebo po združevanju nacionalnih sistemov⁷.

Sam sistem poravnave vrednostnih papirjev znotraj evro območja je mogoče izboljšati na tri načine: z uporabo bilateralnih povezav med različnimi sistemi poravnave, z združevanjem sistemov poravnave (trenutno poteka združevanje Clearstreama in Eurocleara) in z izmenjalnimi povezavami (angl. relayed links), kjer en sistem nastopi kot posrednik na račun drugega sistema.

Nacionalne oblasti morajo odstraniti ovire, ki se nanašajo na davčni sistem in pravno ureditev. Obstajajo utemeljeni argumenti za poenotenje postopkov pri pobiranju davkov. Ovire, ki izhajajo iz negotovosti glede pravne ureditve posameznih držav bo težje odstraniti,

⁷ ECB ocenjuje, da bo v sedanjem evro območju delovalo okrog 9 klirinško depotnih družb.

kljub temu pa je delna rešitev mogoča v evropski direktivi "Directive on financial collateral arrangements".

V procesu konsolidacije sistemov poravnave vrednostnih papirjev je pričakovati, da se bo število sistemov zmanjšalo in bo manjše kot je število komponent sistema TARGET. Za posamezne države bo bolje, da vrednostne papirje izdajajo in poravnajo prek tujih klirinško depotnih hiš. Tak primer je Irska, ki za državne obveznice uporablja Euroclear.

Ureditev in kontrola sistemov obračuna in poravnave vrednostnih papirjev je vsekakor pomembna za centralne banke. Na tem področju ECB aktivno sodeluje z Evropsko komisijo (področje plačilnih sistemov in vrednostnih papirjev), komitejem za plačilne sisteme in sisteme poravnave vrednostnih papirjev (Committee on Payment and Settlement Systems - CPSS), ki deluje pod okriljem Banke za mednarodne poravnave, Mednarodno organizacijo komisij za vrednostne papirje (International Organization of Securities Commissions - IOSCO) in ostalimi institucijami s tega področja.

Nekateri udeleženci trga zagovarjajo pobudo za ustanovitev vseevropske centralne stranke. To, da potreba obstaja, kaže že združevanje funkcij obračuna treh Euronext borz v Amsterdamu, Bruslju in Parizu, za katere po novem Clearnet SBF opravlja storitve centralne stranke. Poleg tega obstaja tudi možnost združitve naslednjih sistemov: Clearnet SBF, Eurex Clearing in London Clearing House. Razprava na temo enotne centralne stranke je aktualna, vendar še vedno ni jasno, ali bi taka centralna stranka zagotavljala enotne produkte za vse trge in na podlagi katere pravne ureditve bi delovala.

VIRI IN LITERATURA:

BIS (2001), *Recommendations for securities settlement systems*

Directive 98/25/EC of the European Parliament and of the Council of 19 May on settlement finality in payment and securities systems

Directive 2002/47/EC of the European Parliament and of the Council of 6 June 2002 on financial collateral arrangements

ECB (2000), *The Euro area securities clearing and settlement infrastructure: Recent changes and issues for debate*

ECB (1998), *Standards for the use of EU Securities settlement systems in ESCB credit operations*

ECB (1998), *Assessment of EU securities settlement systems against the standards for their use in ESCB credit operations*

ECB (2001), Blue Book, *Payment and securities settlement systems in the European Union*

ECSDA (1998), Report on the infrastructure for securities settlement: *Collateral management for the purposes of the ESCB credit and monetary policy operations*

ECSDA (2000), *ECSDA cross-border settlement*

The Giovanni Group (2001), *Cross-border clearing and settlement arrangements in the European Union*, European Commission

<http://www.euroclear.com/>

<http://www.clearstream.com/>

PRILOGA:

Tabela : Obstoječi sistemi obračuna in poravnave po posameznih državah⁸

Država / ICSD*	Trgovanje	Obračun	Poravnava	Povezave
Belgija	Septembra 2000 so se bruselska, amsterdamska in pariška borza združile v t.i. Euronext. Le-ta zagotavlja trgovanje z delnicami, obveznicami, izvedenimi finančnimi instrumenti in blagom.	Cleernet (ima vlogo centralne stranke).	Poravnavo za državne vrednostne papirje zagotavlja belgijska centralna banka, za ostale pa CIK (le-ta se bo verjetno združil v Euroclear).	CIK ima povezave s francoskim, nizozemskim, švicarskim in nemškim sistemom ter Euroclearom.
Danska	Copenhagenska borza je del NOREX-a in uporablja trgovalni sistem SAXESS. Trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti je bilo preusmerjeno na švedski avtomatski sistem.	Ni pravne osebe, ki bi igrala vlogo centralne stranke. Danski center za vrednostne papirje (VP) skrbi za obračun z vrednostnimi papirji, FUTOP pa za obračun in poravnavo pogodb.	VP zagotavlja poravnavo vrednostnih papirjev, FUTOP pa poravnavo transakcij z izvedenimi finančnimi instrumenti.	VP ima povezave s švedskim sistemom, Euroclearom in Clearstreamom.
Nemčija	Izmed osmih borz je frankfurtska borza najpomembnejša. Z opcijami in futures pogodbami se trguje prek Eurexa.	Ni pravne osebe, ki bi igrala vlogo centralne stranke za posle na borzi. Obračun zagotavlja Clearstream Banking Frankfurt AG (CBF). Izvedeni finančni instrumenti, obveznice in repo posli se poravnajo prek Eurex Clearing AG, ki je hkrati tudi centralna stranka.	CBF zagotavlja poravnavo vseh vrednostnih papirjev.	CBF ima povezave z Euroclearom, nizozemskim, avstrijskim, finskim, luksemburškim, španskim in italijanskim sistemom.
Grčija	HELEX Exchanges S.A. sestavljajo tri borze. HDAT je elektronski sekundarni trg grških državnih vrednostnih papirjev.	Ni pravne osebe, ki bi igrala vlogo centralne stranke ali neodvisne klirinške hiše. ADECH je centralna stranka za trgovanje na borzi izvedenih finančnih instrumentov.	Dva poravnalna sistema: BOGS za državne vrednostne papirje (upravlja ga centralna banka) in centralni depozitar SA za ostale vrednostne papirje (del HELEX-a).	SA ni povezan z ostalimi nacionalnimi sistemi, priporoča povezavo prek ECSDA sponzoriranih Evrolink sistemov.
Španija	Štiri borze imajo enotni trgovalni sistem. Z državnimi vrednostnimi papirji se trguje na OTC trgu in prek sistema CADE. Trg terminskih pogodb in opcij upravlja MEFF.	Ni pravne osebe, ki bi igrala vlogo centralne stranke oz. neodvisne klirinške hiše. MEFF opravlja obračun za izvedene finančne instrumente.	Glavni sistemi poravnave so SCLV, SCLV AIAF in CADE.	SCLV in CADE imata povezave z Clearstreamom ter z italijanskim, nizozemskim in francoskim sistemom.
Francija	Euronext Paris upravlja s štirimi reguliranimi trgi: pariško borzo, borzo hitro rastočih podjetij, borzo obrestnih zamenjav in opcij ter borzo opcij in terminskih pogodb na delnice in delniške indekse.	Cleernet (ima vlogo centralne stranke).	Euroclear France (prej znan kot Sicovan).	Euroclear France ima povezave z belgijskim, nemškim, španskim, italijanskim, luksemburškim, avstrijskim, nizozemskim in finskim sistemom ter z Euroclearom.

⁸ Podatki se nanašajo na leto 2001.

Irska	Irska borza	Ni pravne osebe, ki bi igrala vlogo centralne stranke oz. neodvisne klirinške hiše. Obračun je v pristojnosti posameznega poravnalnega sistema.	Delnice in obveznice se poravnajo prek angleškega sistema CREST, državne obveznice pa prek Eurocleara.	-
Italija	Italijanska borza Borsa italiana S.p. A..	Obračun in poravnava gre prek LDT sistema centralne banke. CCG je klirinška hiša za izvedene finančne instrumente.	Poravnavo zagotavlja Monte Titoli prek LDT sistema, za OTC transakcije pa direktno.	Monte Titoli ima povezave z belgijskim, nemškim, francoskim, španskim in nizozemskim sistemom.
Luxemburg	Luksemburška borza	Ni neodvisne klirinške hiše. Obračun zagotavlja Clearstream Banking Luxembourg.	Clearstream Banking Luxembourg	Povezave z Euroclearom ter belgijskim, avstrijskim, danskim, nizozemskim in italijanskim sistemom.
Nizozemska	Euronext Amsterdam	Clearnet (ima vlogo centralne stranke).	Euronext transakcije se bodo do konca leta 2003 poravnale prek nacionalnega sistema Necigef.	Necigef ima povezave z belgijskim, francoskim, nemškim, angleškim, finskim, avstrijskim, luksemburškim, italijanskim španskim in švicarskim sistemom.
Avstrija	Dunajska borza in NEWEX (borza za centralno in vzhodno Evropo, ki sta jo ustanovili dunajska in frankfurtska borza).	Ni neodvisne klirinške hiše. Nacionalni depozitar izvršuje obračun z vrednostnimi papirji, dunajska borza OtKB z izvedenimi finančnimi instrumenti, Clearstream Banking Frankfurt pa z NEWEX transakcijami.	Transakcije dunajske borze se poravnajo prek OtKB, Clearstream Banking Frankfurt izvaja poravnavo za NEWEX.	Povezave z belgijskim, nemškim, madžarskim, francoskim, luksemburškim, italijanskim, nizozemskim in švicarskim sistemom.
Portugalska	Lizbonska borza vrednostnih papirjev in Oporto borza izvedenih finančnih instrumentov.	Interbolsa	Interbolsa in SITEME (v lasti centralne banke).	
Finska	Helsinška borza HEX	Ni pravne osebe, ki bi igrala vlogo centralne stranke oz. neodvisne klirinške hiše. Obračun zagotavlja APK, ki je nacionalni depozitar.	Poravnavo zagotavlja APK in HEX.	APK ima povezave s Clearstremom in Euroclearom.
Švedska	Stokholmska borza uporablja trgovalni sistem SAXESS.	Ni pravne osebe, ki bi igrala vlogo centralne stranke oz. neodvisne klirinške hiše. Borza zagotavlja obračun za vrednostne papirje in izvedene finančne instrumente.	VPC	VPC ima povezave z danskim sistemom.

Velika Britanija	Obstaja devet reguliranih trgov, ki delujejo prek LSE, LIFFE, OM, Tradepoint, Virt-x, Coredeal in Jiway.	Londonška klirinška hiša (LCH) zagotavlja obračun in deluje kot centralna stranka za trgovanje na različnih trgih. OM in Jiway zagotavljata interni obračun, Trade Go pa je centralna stranka za Coredeal.	CREST poravnava transakcije britanskih in irskih vrednostnih papirjev, Jiway pa ponuja interno poravnavo.	CREST ima povezave z Euroclearom, SIS in DTCC ter direktne povezave z vsemi severnoameriškimi in zahodnoevropskimi trgi.
Clearstream International		Obračun in poravnava transakcij prek mreže sistemov na 33 trgih.		
Euroclear Bank		Obračun in poravnava transakcij prek mreže sistemov na 33 trgih.		