

VÄÄRTPABERITEGA ARVELDAMINE JA KLIIRING: EUROOPA VÄLJAVAATED

Tommaso Padoa-Schioppa
Euroopa Keskpanga juhatuse liige¹

Suur tänu *Deutsche Bundesbank*'ile võimaluse eest rääkida sellisel aktuaalsel teemal nagu väärtpaberitega arveldamine ja kliiring, mida pikka aega on peetud teisejärguliseks paberitööks, mis on küll äritegevuses vajalik, kuid ei paku intellektuaalsest või poliitika kujundamise seisukohast erilist huvi. Nüüd aga on süvenenud arusaam, et väidetavast lihtsast töötlemisest on tegelikult kujunenud äärmiselt dünaamiline valdkond, mis vajab hoolikat strateegilist analüüsi ja otsuseid, valdkond, mis on tulvil uusi kasumi- ja arenguvõimalusi.

Kõrgendatud huvi selle temaatika vastu ilmneb ka suures hulgas kohtades, kus seda arutatakse. **Maailma tasandil** valmivad keskpankadel ja väärtpaberite valdkonna kujundajatel peatselt **soovitused väärtpaberite arveldussüsteemi kohta** (*Recommendations for Securities Settlement Systems*). G-30 on hakanud välja töötama selle

valdkonna kujundamise strateegiat. Euroopa tasandil sillutavad teed edule Euroopa Komisjoni poolt **finants-teenuste tegevusplaani** (*Financial Services Action Plan*) alusel võetud kohustus täita väärtpaberialases normatiivistikus esinevad lüngad aastaks 2005 ja Euroopa Ülemkogu istungil Stockholmis heaks kiidetud Tarkade Meeste aruandes (*Report of the Wise Men*) välja pakutud regulatiivne reformikava.

Täna kirjeldan ma esmalt traditsioonilist olukorda ja toimuvaid muudatusi. Seejärel aga peatun Euroopa (ühisrahamaade) väärtpaberimajanduse tulevasel infrastruktuuril. Kõnelen muuhulgas ka põhilistest vaidlusküsimustest. Lõpetuseks veel paar sõna ametkondade rollist uue väärtpaberimajanduse infrastruktuuri edendamisel Euroopas.

Väärtpaberiarveldused ja -kliiring Euroopas

Traditsiooniliselt on riigid väärtpaberitega kauplemiseks, arveldamiseks ja kliiringuks töötanud välja kodumaise infrastruktuuri, mis on ühtinud valuuta kasutusala. Nii oli see Euroopa Rahaliidu liikmesriikides enne euro kasutuselevõttu ja nii on see praeguseni USAs, Jaapanis ja paljudes teistes riikides.

Tavaliselt eksisteerib igas riigis üks väärtpaberite keskdepositoorium, mis tegeleb väärtpaberite haldamisega. Keskdepositooriumid on sageli loodud vastava seaduse alusel ja neile on kohalikul turul antud monopolne seisund. Väärtpaberite arvestust peetakse keskdepositooriumi registris ja rahaülekanded tehakse keskpanga

kontode kaudu. Selline struktuur tuleneb juriidilistest sätetest, kuid see on ka majanduslikult efektiivne.

Väärtpaberite keskdepositoorium on vertikaalselt integreeritud struktuuri raames tihedalt seotud kauplemis-, kliiring- ja arveldussüsteemidega, mille aluseks on harilikult ühine omand. Teenuseid pakutakse kahel tasandil. Väärtpaberite keskdepositoorium pakub kliiringu-, arveldus-, hoiustamis- ja muid teenuseid arvelduste sooritajatele. Osa neist, haldurid, pakuvad aga lõpp-tarbijale sama teenust koos lisaväärtust sisaldavate teenustega, näiteks võimalust saada väärtpaberite tagatisel laenu.

¹ Lühendatud tõlge kõnest, mille Tommaso Padoa-Schioppa pidas k.a 5. septembril Maini-aärses Frankfurtis Deutsche Bundesbank'i sümposiumil "Makse- ja väärtpaberiarveldussüsteemid Saksamaal Euroopa ja rahvusvahelise arengu valguses" (*Payment and Securities Settlement Systems in Germany against the Background of European and International developments*). Euroopa Keskpanga kodulehe aadress on www.ecb.int

Pilt, mida ma äsja kirjeldasin, ei ole enam ainus võimalik. Väärtpaberimajandust kujundavad ümber tehniline progress, dereguleerimine ja maailmastumine. Ühisrahamaades on euro väga tugevaks lisajõuks, mis minu arvates kiirendab muutusi. Seega on turul mitmeid suundumusi, mida tuleb arvestada.

Esimeseks trendiks on **spetsialiseerumise häägustumine**. Kaovad piirid erinevate turuosaliste – haldurite, arvelduskodade ja (rahvusvaheliste) väärtpaberite keskedepositooriumide rolli ja nende pakutavate teenuste vahel. Kõik osalejad püüavad pakkuda uusi teenuseid ja jõuda uutele turgudele. Kõik konkureerivad kõigiga. Näiteks sõlmivad väärtpaberite keskedepositooriumid üksteisega sidemeid ja on üksteisele kontohalduriteks. Kontohaldurid tegelevad üha enam ka arveldamisega. Rahvusvahelised väärtpaberite keskedepositooriumid ühinevad riikide keskedepositooriumidega ning pakuvad krediiti ja väärtpaberitega tagatud laenu. Keskorganid laiendavad oma teenuseid kõigile väärtpaberiturgudele.

Teine trend seisneb **võitluses keske positsiooni eest**. Väärtpaberite keskedepositooriumi traditsiooniline õiguslikult monopolne seisund ei taga neile enam tegelikku kesket positsiooni. Selle hõivamiseks on turu-

osalistel vaja saavutada kriitiline mass, mis võimaldaks väärtpaberiarvelduses saada sellest tulenevat mastaabisäästu. Senised konsolideerumisetepanekud tulenevadki soovist hõivata keskne koht. Vabatahtlikult ei ole aga keegi oma kesket positsiooni nõus konkurendile loovutama.

Kokkuvõttes nihkub tähelepanu **poliitilistelt piiridelt valuutapiiridele**, et saada ühisraha kasutuselevõttust maksimaalset kasu. Mõiste *sisemaine süsteem* viitab üha enam ühel valuutal baseeruvale süsteemile, *globaalsed süsteemid* kasutavad aga mitut valuutat.

Niisuguses keskkonnas moodustub Euroopa uus väärtpaberimajanduse struktuur. Liiga vara on veel rääkida sellest, milliseks see lõplikult kujuneb. Võib vaid öelda, et selle tulevikku hakkavad määrama vastused viiele olulisele küsimusele. *Esiteks*, kas integreerumine ja/või konsolideerumine on vajalik? *Teiseks*, kas meil on vaja avatud struktuuri? *Kolmandaks*, kas kliiring- ja arveldustegevus on loomulik monopol ja mil määral tuleks seda konsolideerida? *Neljandaks*, kas euroala vajab makse- ja väärtpaberi- (kauplemis-, kliiring- ja arveldus)süsteemide sisemaist infrastruktuuri? *Viidaks*, kas meil on vaja arveldusi keskpangarahas?

Integratsioon ja konsolideerumine

Kõigepealt tuleb selgitada mõisteid *integratsioon* ja *konsolideerumine*, mida sageli kasutatakse kui sünonüüme, kuigi nad alati ei tähenda ühte ja sama asja.

Integratsioon võimaldab ühe ja sama teenuse või toote saajail sõltumata nende asukohast maksta ühesugust hinda. Kliiringu- ja arvelduskulud ei tohiks mõjutada investeerimisotsuseid. Seega ei tohiks näiteks lõppinvesteerijal Soomes arvelduskulud erineda, sõltumata sellest, kas ta ostab või müüb Soomes või Prantsusmaal emitteeritud väärtpabereid. Samuti ei tohiks Soome kommertspangal olla vahet, kas ta kasutab keskpangast laenu saamiseks tagatisena Soome või Prantsuse väärtpabereid.

Konsolideerumine kirjeldab kontsentreerituse astet teenuseid pakkuvast sektoris. See ei hõlma mitte ainult ühinemisi ja soetamisi, vaid ka teenuste sisseostmist, liite, ühisfirmasid ja finantsasutuste reorganiseerimisi. Seega konsolideerumine mitte ainult ei soodusta integratsiooni, vaid võib, tänu mastaabi- ning ülekandevõrgu säästule, aidata ka vähendada kauplemis-, kliiringu- ja arveldus-

kulusid. Nii on konsolideerumine integratsiooni keskne lül, mis aitab euroalal ratsionaalsemalt tegutseda.

Kuigi keegi ei eita edasise konsolideerumise ja integreerumise vajalikkust, ei ole edasiliikumise teede suhtes seni üksmeelt saavutatud. Põhimõtteliselt on integratsiooni puhul eristatavad kaks selgelt äärmuslikku lahendit. Üheks on **avatud juurdepääs**, mis tähendab, et igal haldaval pangal ja keskpankadel on otsene või kaudne juurdepääs kõigile kliiring- ja arveldussüsteemidele. Süsteemide paljususe puhul muutub asi siiski keeruliseks ja kulukaks, sest igal pangal peaks olema konto igas süsteemis.

Teine äärmuslik integreerumisviis oleks **täielik konsolideerumine**, kus loodaks üksainus teenusepakkumise struktuur. Kui euroalal tegutseks ainult üks kauplemis-, kliiringu- ja arveldusteenuse pakkuja, kaoks geograafilise asukohaga seotud erinevused. Samal ajal on aga monopolisel turustruktuuril omad puudused, millest tuleb juttu veidi hiljem.

Vajadus avatud struktuuri järele

Kui rääkida lõppeesmärgi asemel selleni jõudmise viisidest, siis tehakse sageli vahet kahe konsolideerumis-

võimaluse vahel. **Horisontaalne** konsolideerumine puudutab ühtesid ja samu teenuseid pakkuvaid institut-

sioone, näiteks kauplemise tasandil kahe või enama börsi või kauplemiskoha ühinemist. **Vertikaalne** konsolideerumine puudutab väärtusahelas erinevaid teenuseid pakkuvaid institutsioone. Tüüpiliseks näiteks on siin selliste infrastruktuuride loomine, kus klientidele pakutakse kauplemis-, kliiringu- ja arveldusteenust ühtse pakettina.

Selliste kohalike infrastruktuuride eeliseks loetakse tavaliselt seda, et nad võimaldavad olla kohalikul turul konkurentsivõimelisem, pakkudes paremaid ja odavaid teenuseid. Sageli väidetakse, et konsolideerumine euroalal on võimalik ainult kahes etapis – kogu alal alles pärast seda, kui kohalik tasand on konsolideerunud.

Uues siseriiklikus (ühisrahamaade) keskkonnas võib sellistel kohalikel pakettidel olla ka negatiivne mõju, mis väljendub näiteks killustatuses ja konkurentsi puudumises. Konkurentsi arendamise huvides ei tohiks mingi konkreetne kliiringuvõimalus mõne kindla kauplemis-

platvormi või konkreetse väärtpaberite arveldussüsteemi kasutajale kohustuslik olla. Ühel kauplemisplatvormil omakorda ei tohiks olla võimalik takistada teiste kauplemisplatvormide ligipääsu neile kliiringu- ja arveldussüsteemidele, millega ta on seotud.

Kõike eelnevat arvestades peavad mitmed turuosalisel ja avaliku sektori institutsioonid, näiteks Euroopa Komisjon, oluliseks luua väärtpaberite puhul avatud infrastruktuur. Ideaaloludes peaks tarbijal olema võimalus osaleda väärtusahela igal tasandil. See tähendab, et ükski üksus omal tasandil ei tohiks enam piirata kellegi ligipääsu. Avatud juurdepääs ei tähenda aga seda, et kõik kauplemisplatvormid peaksid olema kohustatud siduma end kõigi kliiringu- ja arveldussüsteemidega. Mõnel juhul oleks see ka tehniliselt keeruline ja/või kallis. Kui võimalus on antud, siis otsustavad turuosalisel ise, milliseid sidemeid tuleks luua, lähtudes Euroopa Ühenduse vaba konkurentsi põhimõtetest.

Kas kliiringu ja arvelduste puhul on monopol loomulik?

Kliiringu ja arvelduste puhul, nagu ka muudes ülekandevõrkudega seotud valdkondades ajendavad konsolideeritud struktuuri looma positiivsed välismõjud, mastaabisääst, mitmekülgssussääst ja vajadus ühtsete standardite järele.

Ülekandevõrkude välismõjud võimaldavad võrguteenuste ja -toodete väärtusel suureneda kordi enam, kui kasvab nende kasutajate arv. Seega suurendab kliiringu- ja/või arveldussüsteemis osalejate arv ka neile pakutavate teenuste hulka ning taset. Püsivalt kõrge investeerimiskulu tõttu on ühtne kliiringu- ja arveldusinfrastruktuur tänu mastaabisäästule efektiivsem kui mitu ühte ja sama turgu teenindavat süsteemi.

Kauplemis-, kliiringu- ja arveldusteenuste järjestikuse pakkumise vajadusest tingitud **mitmekülgssussäästu** saab täielikult ära kasutada, kui väärtpaberitehingute väärtusahela infrastruktuur on vertikaalselt integreeritud.

Tänu **ühtsele standardile** kaovad ühtse integreeritud infrastruktuuri puhul need kulud ja riskid, mis kasutajail tekivad seoses vajadusega liituda mitme erinevaid ja omavahel sobimatuid standardeid kasutava võrguga.

Kuid ka täiesti konsolideeritud võrkudel on mõningaid puudusi. Äärmise konsolideerituse puhul tekitavad võimalikud võrguhäired **suuri süsteemseid ning edasikanduvaid riske ja kulusid**. Ühe võrgukomponendi häire võib põhjustada häireid teistes võrguosades ja rikke levimist. Seega on süsteemi tugevus ja terviklikkus võrkude ohutuse ja töökindluse jaoks eriti oluline.

Turgu valitseva monopoli puhul ei ole pakkujal **konkurentsi puudumise tõttu** piisavat stiimulit toodet või teenust uuendada, kui püsivalt kõrge investeerimiskulud on niigi kaetud. Seetõttu võivad kasutajahinnad olla ülepaisutatud või seatakse uute potentsiaalsete teenusepakkujate teele põhjendamatu takistus.

Suhtumine ülekandevõrkudega seonduvasse on aja jooksul muutunud. 1980ndate aastateni tundus eksisteerivat kirjutamata reegel, et enamik selle sektori ettevõteteid olid loomulikud monopolid. 1990ndatel aastatel toimus aga võrkude regulatsioonis nihe ja konkurentsi laienes ka selle sektori mitmesse segmenti. Paljud võrguettevõtted kaotasid selle tulemusena oma positsiooni riigiettevõtteks ning erastati.

Uuemad kogemused ülekandevõrkudega seotud sektoris näitavad, et võrkude välismõjud ja mastaabisääst ei pea alati andma tunnistust monopoli olemasolust. Tegelikult võib tehnoloogia areng suurendada turukonkurentsi, soodustades uute teenusepakkujate turule tulekut. Telekommunikatsiooni- ja raudteemajanduses väidetakse näiteks, et võrgusegmenti võiks eraldada lõpptarbijatele teenuseid pakkuvast segmentist. Kuna võrkude rajamine on seotud suurte püsikuludega, peetakse ainult võrgusegmenti loomulikuks monopoliks ja see peaks olema mingis vormis reguleeritud. Lõpptarbijatele teenuseid pakkuva segment võib aga olla konkurentile avatud.

Isegi ülekandevõrkudega seotud sektori sellise uudse konkurentsikäsitluse puhul võib vaja minna **infrastruktuuri minimaalset kontsentratsioonitaset** (või mini-

maasest kasutajate taset), et teenuste pakkumistingimused oleksid optimaalsed. Näiteks telekommunikatsiooni-sektoris on vaja teatud miinimumarvu abonente, et tagada ühe liitumispunkti kaudu nii palju ühendusi kui võimalik.

Seda miinimumkogust ei saa abstraktselt määratleda – iga juhtumit tuleb käsitleda eraldi, lähtudes konkreetse sektori poolt pakutavate teenuste liikidest ja sellega seotud kuludest.

Sisemine infrastruktuur ühisraha puhul

Nagu nähtub börside, maksesüsteemide ning väärtpaberite kliiringu- ja arveldussüsteemide konsolideerimisest, ergutab euro kasutuselevõtt ühisrahamaades sidusa infrastruktuuri loomist. Peamiselt vahetuskursiriski tõttu jäävad väärtpaberitehingud ühisrahamaade territooriumile. Kuna euro kasutuselevõtt on kaotanud rahvusvääringutest tingitud segmenteerituse, on ka investorid asunud hõlvama kogu euroala. Selle tulemusena on märkimisväärselt kasvanud euroalasiseste tehingute arv ning väärtpaberimajandus vajab üha enam alasisest infrastruktuuri.

Asjaolu, et turu infrastruktuuri geograafiline ulatus piirub ühisrahamaadega, ei ole tingitud ainult majanduslikest, vaid ka poliitilistest kaalutlustest. Keskpankad on huvitatud, et nende vastutusalas oleva valuuta jaoks eksisteeriks ladusalt toimiv infrastruktuur. Kui toimiva sisesüsteemi määratlemise aluseks on valuuta- ja mitte poliitilised aspektid, siis on Eurosüsteemil lihtsam toime tulla ka reguleerimisprobleemidega. Veelgi enam, see võimaldab keskpangal tegelda makse-, kliiringu- ja arveldussüsteemides tekkida võivate likviidsusküsimustega.

Euroga seotud infrastruktuur peaks paiknema euroalal, nii nagu see on iga tuumikinfrastruktuuri puhul ükskõik millise valuuta korral. Keskpankad on üldiselt huvitatud sellest, et nende valuutaga seotud infrastruktuur asuks nende võimkonnas. Eurodes nomineeritud tehingute sooritamiseks vajaliku infrastruktuuri paiknemine euroalal võimaldab põhjalikult reguleerida väärtpaberite kliiringu- ja arveldussüsteemi ning teostada järelevalvet

selle üle. See võimaldab Eurosüsteemil kui euro keskpangal tagada maksesüsteemide sujuv funktsioneerimine, viia tõhusalt ellu rahapoliitikat ning tagada finantsstabiilsus. Just seetõttu jätavad keskpankade ning väärtpaberituru reguleerijate vahel sõlmitud ja edaspidi sõlmitavad rahvusvahelised lepingud silmapaistva rolli “omamaistele” asutustele. Vaadake näiteks Makse- ja Arveldussüsteemide Komisjoni (CPSS – *Committee on Payment and Settlement Systems*) ja Rahvusvahelise Väärtpaberivahendajate Organisatsiooni (IOSCO – *International Organization of Securities Commissions*) soovitusi.

Sisemise infrastruktuuri olemasolu ei ole loomulikult vastuolus rahvusvaheliste või globaalsete infrastruktuuride loomisega, nagu näiteks püsühendusega arvelduspank (CLS – *Continuous Linked Settlement Bank* CLS) panga maksesüsteemide vallas või rahvusvahelised väärtpaberite keskdepositooriumid (*International Central Securities Depositories*) väärtpaberiarvelduses. Rahvusvahelised infrastruktuurid täiendavad kodumaiseid ega asenda neid.

Siseriiklike süsteemide koostöö on tähtis globaalsel tasandil. Võtmeküsimuseks on siin vastastikune koostegutsemisvõime, mis võimaldab süsteemidel teha tehnilist koostööd, leppides kokku ühiste protsesside, meetodite, protokollide ja võrkude suhtes. Kuid isegi mitut valuutat kasutavate süsteemide puhul on eurodes toimivate tehingute korral Eurosüsteem kui ühisrahaga seotud keskpang kaasaatud ka järelevalvesse, sest ta on huvitatud, et süsteem toimiks häireteta.

Arveldused keskpangarahas?

Keskpangaraha emiteerimise üle vaieldakse praegu paljudel kohtumistel ja mitte ainult seoses väärtpaberiarveldussüsteemidega. Tehnoloogiline areng, eriti elektronraha vallas, on uuesti päevakorda toonud küsimuse, kas keskpangad peaksid pakkuma lõplikku arveldusvahendit.

Maksesüsteemidele arveldusvahendite andmine on keskpankade ajaloo jooksul olnud *primum movens* ja see jääb alati tähtsaks. Kaasaegsed keskpangad pärinevad tegelikult ajast, kui kauprahapõhiselt maksetehnoloogialt

mindu üle krediitrahapõhisele tehnoloogiale. Krediitrahast tehtavad maksed erinevad kauprahast tehtutest, sest need toimuvad kolmanda isiku kohustuste üleandmise teel. Seega sõltub nende kohustuste väärtus ehk makse n-ö kvaliteet suuresti kolmandast osapooldest, tema organisatsioonilisest efektiivsusest ning rahaturu struktuurist.

Võib küsida, missugune mõju on väärtpaberikliiringu- ja arveldussüsteemidel keskpanga poolt emiteeritavale rahale. Väärtpaberikaubanduse mitmekordse kasvu ja üha suureneva väärtpaberitagatisel toimuva laenuvõtmise

kaudu saab mingi ettekujutuse sellest, kuidas need süsteemid mõjutavad keskpanga rolli.

Traditsioonilise konfiguratsiooni puhul tegi iga riigi väärtpaberite keskdepositoorium väärtpaberitehingute sularahaarveldused oma keskpangas asuval kontrol. Nüüd leiavad paljud, et mitut valuutat kasutavas keskkonnas on keskpangarahas arveldamine ebaotstarbekas, sest puudub n-ö globaalne keskpank, mis valuutapaljuse tingimustes saaks oma lõppsõna öelda.

Rahvusvahelisel tasandil on näiteks CPSS tunnistanud mitut valuutat kasutavas keskkonnas kommerts- panga- raha kasutamist arveldusvahendina, juhul kui tegemist on piiratud riskiga ja nende riskidega ka tegeldakse. Näide keskpanga koostööst globaalse süsteemi tingimustes on CLS, mis arveldab kommerts- panga- raha prakti- listel kaalutlustel (näiteks ajavööndite tõttu). Loodud on suur hulk mitmesuguseid võimalusi kontrollida riske, eriti finantsriskide kuhjumist ühisrahale.

Keskpangarahale on uueks väljakutseks see, kui globaal- setelt süsteemidelt minna üle siseriiklikele. Minu arvates on see tingitud ühest eelmainitud trendist. Võitlus keske positsiooni pärast ei käi mitte ainult väärtpaberimajan- duses, vaid ka raha osas. Iga kommerts- pank (või väärt- paberite keskdepositoorium) tahaks olla keskpanga rollis, et kasutada raha pakkumisel monopolset seisundit ja saada lisakasumit. Kuid ükski kommerts- pank ei tahaks

näha keskpanga rollis oma konkurenti. Neutraalsus on see trump, mida ainult keskpank saab pakkuda väärtpaber- majandusele, kus kõik osalised konkureerivad kõigiga. Keske positsiooni saab hõivata üksnes pangasüste- miväline asutus, sest muidu oleks tema käsutuses oleva teabe tõttu tegemist kõlvatu konkurentsiga süsteemi ülejäänud osaliste suhtes. Keskpankade areng viimase paarisaja aasta jooksul on põhinenud üha laiemalt levival taval, et keskpank ei konkureeri pangasektoriga.

Oma erandliku asendi eest maksesüsteemide suhtes on keskpank tänu võlgu suhtelisele eelisele, mis seisneb usalduses “krediit- raha” kasutamisevõimaluste vastu. See suhteline eelis tuleneb – nagu Adam Smith Inglise Panga kohta on öelnud – keskpanga kui *riigimasina* rollist.

Nagu juba varem mainitud, ei loo kauplemist, kliiringut ja arveldamist võimaldava pakett-teenuse pakkumine turuosalistele valikuvabadust. Minu arvates ei erine süsteem, mis arveldab ainult erapanga või väärtpaberite keskdepositooriumi kontode kaudu, kuigivõrd sellest pakett-teenusest, sest *de facto* peavad väärtpaberitega kaubelda soovivad turuosalised omama kontot ja seda institutsiooni krediteerima. Avatud struktuur peaks hõlmama ka arveldusvarasid. On vaieldav, kas kesk- pangarahas arveldamist tuleks igale turuosalisele peale suruda, kuid ükski süsteem ei tohiks takistada arveldusi keskpangarahas, eriti kui eesmärgiks on kujuneda oluliseks süsteemiks.

Riigiasutuste roll

On olemas kindel teoreetiline ja empiiriline tõendus- materjal selle kohta, et turg pakub parimaid lahendusi ressursside efektiivseks paigutamiseks. See kehtib ka efektiivse väärtpaberituru infrastruktuuri kohta.

Eksisteerib vähemalt kolm põhjust riigiasutuste kaasa- miseks sellesse protsessi. Esiteks, integreeritud, efektiiv- sed ja turvalised väärtpaberikliiringu- ja arveldussüs- teemid on üks vajalik tingimus integreeritud kapitali- turgude toimimiseks, rahapoliitika mõistlikuks elluvi- miseks, maksesüsteemide ladusaks funktsioneerimiseks ja finantsstabiilsuse säilitamiseks. Teiseks, see et konsoli- deerumisprotsess jääb erasektori kätte, ei tähenda, nagu polekski kaalul avaliku sektori jaoks olulisi küsimusi. Seetõttu oleks turu huvides parem, kui riigiasutused oleksid kaasatud juba algusest peale. Kolmandaks, kuna konsolideerumine on keeruline, riskid ja huvid erinevad, siis käsilolev väärtpaberimajanduse ümberkujundamine toimub mitte ainult konkurentsiturul, vaid ka turuosaliste ja riigiasutuste koostöö ning põhimõteteliste otsuste tulemusel.

Riigiasutuse roll hõlmab kolm peamist valdkonda: takis- tuste kõrvaldamine konsolideerumise teelt, standardite

kehtestamine ning integreeritud regulatiiv- ja järele- valveraamistiku tagamine.

Takistuste kõrvaldamine konsolideerumise teelt.

Tarkade Meeste Komitee (*Committee of the Wise Men*) aruandes Euroopa turgude reguleeritavuse kohta rõhutati, et riik peaks keskenduma konkurentsiküsimustele ja eemaldama takistused konsolideerumise teelt. Tuleks tagada avatud juurdepääs kliiringu ja arvelduste vald- konnale, aga ka kõrvaldada õiguslikud barjäärid, mis takistavad väärtpaberikliiringu- ja arveldusoperatsioo- nide sooritamist muudes võimkondades olevate süste- mide kaudu. See soodustaks konkurentsi Euroopa Liidu erinevate kliiringu- ja väärtpaberiarveldussüsteemide vahel, ilma et mõnda kindlat konsolideerumismudelit soositaks. Kogu protsess jääb erasektori hooleks.

See eesmärk on saavutatav ainult siis, kui turuosalistel on juurdepääs kauplemisjärgse infrastruktuuri kõigile eri kihtidele. Erinevad kriteeriumid juurdepääsuks regulee- ritud turgudele, kesksetele kliiringupartneritele ja arvel- dussüsteemidele võivad kaasa tuua proteksionismi. Praegusel etapil võiks juurdepääsunõuete lähendamist ja ühtlustamist pidada kaugemaleulatuvaks protsessiks.

Kriteeriumid peaksid olema objektiivsed, läbipaistvad ja mittediskrimineerivad. Ühtsete mängureeglite loomine eri süsteemidele eeldab ühiseid organisatsioonilisi ja funktsionaalseid nõudmisi, muuhulgas riskijuhtimises, mis omakorda soodustab nende juurdepääsu välisturgudel osalejatele. Euroopa Komisjon tegeleb selle küsimusega, parandades ja täiendades investeerimisteenuse direktiivi.

Standardite kehtestamine. Väärtpaberikliiringu- ja arveldussüsteemid on globaalsete finantsturgude infrastruktuuri oluline komponent. Süsteemi puudused võivad põhjustada häireid kogu väärtpaberiturul ja teistes süsteemides. Kuna Eurosüsteemile on seadusega pandud vastutus rahapoliitika ja maksesüsteemide eest, siis on Eurosüsteem huvitatud ka väärtpaberikliiringu- ja arveldussüsteemide ladusast funktsioneerimisest. Vaatamata sellele, millised kokkulepped on sõlmitud teiste asutustega, on oluline kehtestada riskijuhtimise standardid. CPSS–IOSCO ühine töörühm on alustanud väärtpaberikliiringu- ja arveldussüsteemide standardite väljatöötamist. Lõplikud soovitused valmivad enne käesoleva aasta lõppu.

Integreeritud regulatiiv- ja järelevalveraamistik. Suurenev kliiringu- ja arveldusjärelevalve konsolidee-

rumine ja ühenduste kasv on proovikivi olemasolevale järelevalveraamistikule. Järelevalve jääb süsteemi päritolumaa kompetentsi, kuid koostöö pädevate asutuste vahel kauplemiskohtade ja kauplemisjärgsete süsteemide järelevalve küsimustes vajab tugevdamist nii sisemisel kui ka rahvusvahelisel tasandil. Väärtpaberite järelturul võib stabiilsuse ja toimimise tagamiseks vaja minna riigiasutuse järsku sekkumist. See eeldab aga tõhusat ja õigeaegset teabevahetust pädevate asutuste vahel.

Väärtpaberikliiringu- ja arveldussüsteemid on nii keskpankade kui ka väärtpaberi- või pangajärelevalveorganite pädevuses, seega on neid asju vaja ühiselt arutada. Väärtpaberite valdkonda reguleerivad instantsid ja keskpangad on juba käivitanud mõttevahetuse ühist huvi pakkuvates küsimustes. CPSS–IOSCO väärtpaberite arveldussüsteemide ühise töörühma viljakad kogemused on stiimuliks teha midagi analoogilist ka Euroopa Liidu tasandil. Seepärast toetab Eurosüsteem raamistiku loomist koostööks väärtpaberivahendajatega, eriti äsja loodud Euroopa Väärtpaberialase Tegevuse Reguleerimise Komisjoniga (*European Securities Regulators Committee*). See koostöövõrk peab eelkõige hindama, kas ja kuidas saaks CPSS–IOSCO soovitusi rakendada kogu Euroopas.

Järeldused

Minu eesmärgiks oli täna arutleda Euroopa tulevase väärtpaberitealase infrastruktuuri üle ning rääkida pisut ka võimalustest sel alal edu saavutada. Püüdsin välja tuua mõned komponendid, mis minu arvates peaksid sisalduma igas lahenduses. Need võib lühidalt kokku võtta kuue teesina:

1. Euroopas toimuv integratsiooniprotsess viitab olemasoleva kliiringu- ja arveldusinfrastruktuuri konsolideerumisele;
2. konsolideerumine peaks esmajärjekorras toimuma ühisrahamaades. Soovimata ignoreerida globaalsete infrastruktuuride arengut, tuleb mainida, et konsolideerumine euroalal on globaalse koostöö eelduseks;
3. ühisrahamaade süsteem peaks ära kasutama konsoli-

deeritud infrastruktuuri eeliseid (mastaabisäästu ja ülekandevõrkude välismõjusid) koos nende eeliste, mida annab avatud ja konkurentsivõimeline keskkond (ühtsed mängureglid nii turuosalistele kui ka teenusepakkujaile);

4. keskpangaraha etendab endiselt olulist rolli kliiringu- ja arveldussüsteemide ladusa funktsioneerimise tagamisel ning erinevatele osalejatele ühtsete reeglite loomisel;
5. konsolideerumise tagab kolme teguri – konkurentsi, koostöö ja poliitilise tegevuse – koosmõju;
6. riigiasutustel on oluline roll kolmes valdkonnas: takistuste kõrvaldamisel konsolideerumise teelt, standardite kehtestamisel ning integreeritud regulatiiv- ja järelevalveraamistiku tagamisel.