

Euroopa väärtpaberiturul on viimase kümne aasta jooksul aset leidnud märkimisväärsed muutusi. Finantsturud lõimuvad ja üleilmastuvad üha kiirenevas tempos, mis omakorda kiirendab Euroopa majanduskasvu. Alljärgnevalt kirjeldatakse Euroopa, sealhulgas Põhja- ja Baltimaade, väärtpaberituru infrastruktuuride arengusuundi, avaliku sektori algatusi lõimumise toetuseks ning Eesti kasutegureid väärtpaberituru avardumisel.

VÄÄRTPABERITURU INFRASTRUKTUURIDE INTEGRATSIOON EUROOPAS

Kadri Martin

■ Sissejuhatus ■

Nii nagu pangandus on ka Euroopa väärtpaberiturg viimasel kümnendil elanud üle olulisi muutusi. Paralleelselt euro käibeletulekuga on kiirenenud finantsturgude üleilmastumine ja lõimumine. Mitmest kohalikust väärtpaberibörsist (nt Balti riikide börsid ning Helsingi, Kopenhaageni ja Stockholmi börs kuuluvad täna Põhja-Balti piirkonnas tegutsevale rahvusvahelisele ettevõttele OMX Exchanges) on saanud avalik kasumitaotlev rahvusvaheline ettevõtte või selle osa.¹ Integreeritud väärtpaberiturgudest on huvitatud ühelt poolt turud (investorid, emitendid), teisalt aga avalik sektor. Turgude üleilmastumine ja integratsioon lihtsustab piiriülest väärtpaberitega kauplemist, kulud võivad väheneda ning tänu likviidsemale ja avarama toodeteringiga turule suureneb Euroopa majanduse efektiivsus ning kiireneb majanduskasv. Uuringud näitavad, et väärtpaberibörside täieliku lõimumise tulemusena vähenevad börsi kaudu kapitali kaasavate ettevõtete kulutused aktsiakapitalile ja väärtpaberitehingutest tulenevatele arveldustele keskmiselt 50 baaspunkti võrra². Euroopa majandus võib aga tänu tõhusamalt toimivale majanduse finantseerimisele (sh aktsiate või võlakirjade emiteerimisele ja pangandusel põhineva majanduse rahastamisele) kasvada aastas 1,1%³. Väärtpaberituru lõimumisprotsessi **võtmegur on turu infrastruktuuride ehk väärtpaberitega kauplemise ja väärtpaberitehingute arveldamissüsteemide integratsioon**⁴.

¹ Varem oli enam levinud, et väärtpaberibörsid olid kas täielikult keskpankade või teiste avalike institutsioonide omanduses või neil oli börside omanikestruktuuris teatud osalus, ent tänaseks on see olukord muutunud.

² London Economics 2002, "Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets".

³ London Economics 2002.

⁴ Finantssektori infrastruktuuride täieliku integratsiooni ehk lõimumise all mõistetakse seda, et sõltumata väärtpaberite emiteerimise kohast, on investori jaoks kauplemise ja tehinguga seotud arvelduste kulutused samad. See tähendab, et kõigi turuosaliste jaoks kehtivad samad reeglid, neil on võrdsed turule ligipääsu võimalused ja neid koheldakse turul samaväärselt.

■ Euroopa turu arengusuunad ■

Enne sajandivahetust oli igal Euroopa riigil oma infrastruktuur väärtpaberitega kauplemiseks ja neist tehingutest tulenevate nõuete ja kohustuste arveldamiseks, kusjuures Euroopa suurimateks finantskeskusteks olid London, Frankfurt ja Pariis. Piiriüleseid tehinguid teostati kontohalduritest pankade vahendusel, millest olulisemad olid rahvusvahelised väärtpaberidepositooriumid Cedel ja Euroclear. Pärast mitmeid luhtunud ülevõtmiskatseid sai Euroopa väärtpaberituru infrastruktuuride lõimumine alguse 2000. aasta sügisel⁵, kui Amsterdam, Brüsseli ja Pariisi börsid ühendati **Euronext**⁶ nimeliseks börsiks. Horisontaalne lõimumine toimus ka nende börsidega seotud depositeoriumide ja kliiringusüsteemide ehk nn kesksete osapoolte⁶ vahel. Selle tulemusena moodustasid need depositeoriumid **Euroclear Group**⁷’i, kliiringusüsteemid aga **Clearent Group**⁷’i. Grupi laienemine jätkus aastatel 2002–2003, kui Suurbritannia depositeorium CrestCo liitus Euroclear Group’iga, Londoni Kliiringukeskus (London Clearing House, LCH) Clearent Group’iga, moodustades **LCH.Clearent**⁷’i, ning Lissaboni börs ühines Euronext’iga.

Paralleelselt on ulatuslik vertikaalne lõimumine aset leidnud Saksamaal, Luksemburgis ja Austrias toimivate infrastruktuuride vahel, mille tulemusel on tekkinud nn **Deutsche Börse Group**. See hõlmab endas väärtpaberidepositooriume Saksamaal ja Luksemburgis ning korraldab **Eurex Clearing**⁷’u vahendusel kliiringutehinguid Luksemburgis, Saksamaal, Austrias ja Šveitsis.

Euronext’i ja Deutsche Börse Group’i kõrval toimib Euroopa turul eraldiseisev **Londoni Väärtpaberibörs** (London Stock Exchange, LSE), mis on säilitanud Euroopa väärtpaberiturgudel oma ajalooliselt tugeva positsiooni (vt joonis 1). Kokku moodustavad kolm suuremat kauplemissüsteemi ligi 70% kogu Euroopa turust. Hispaania ja Itaalia süsteemid on seni suurematest rahvusvahelistest lõimumisprotsessidest kõrvale jäänud, küll aga on neis riikides integratsioon toimunud kohalikul tasandil (nt Hispaania depositeoriumi ühinemine kliiringu- ja arveldussüsteemi haldava Iberclear’iga).

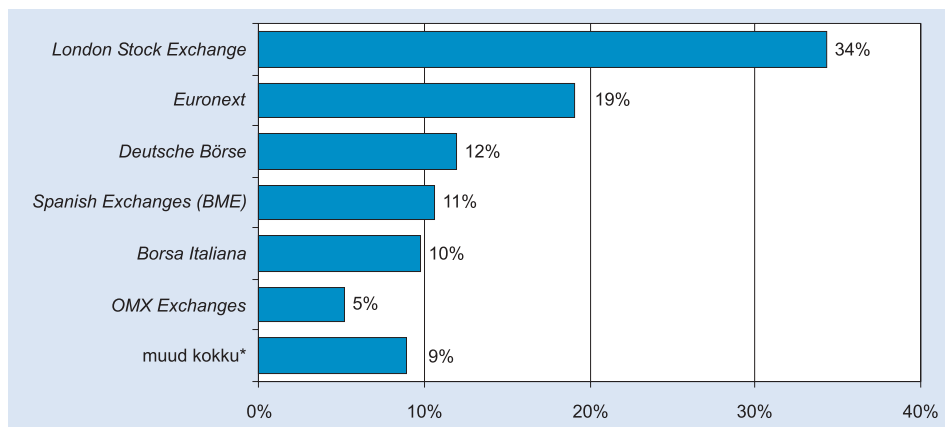
Joonisel 2 on kujutatud Euroopa turul enim integreerunud kapitaliturgude infrastruktuure, mille lõimumine on tuginenud erinevatele integratsioonimudelitele ehk ühelt poolt vertikaalsele, teisalt aga horisontaalsele lõimumisele. Kui vertikaalne integratsioon on toimunud peamiselt ühinemiste ja ülevõtmiste vormis, siis horisontaalne lõimumine on põhinenud süsteemide ühendamisel.

Samuti on vertikaalse ja horisontaalse integratsiooni läbi teinud **Põhja- ja Baltimaade väärtpaberituru infrastruktuurid**, mis on Euroopa mastaabis suhteliselt väikese osatähtsusega. Põhja- ja Baltimaades tegutsevasse OMX gruppi kuuluvad Baltimaade börsid ning väärtpaberibörsid Stockholmis, Helsingis, Kopenhaagenis⁷ ja depositeoriumid Balti riikides. Lisaks on OMX väljendanud huvi Oslo, Islandi ning Varssavi börside

⁵ Esimene märk integratsioonist oli 1998. aastal Kopenhaageni ja Stockholmi börside sõlmitud koostöökokkulepe ühtse Põhjamaade väärtpaberituru loomiseks. Sellega moodustati börside liit NOREX, millega on 2005. aastaks ühinenud kõik Põhja- ja Baltimaade börsid (Tallinna Börs ühines aprillis 2004. a).

⁶ Inglise keeles *central counterparties*.

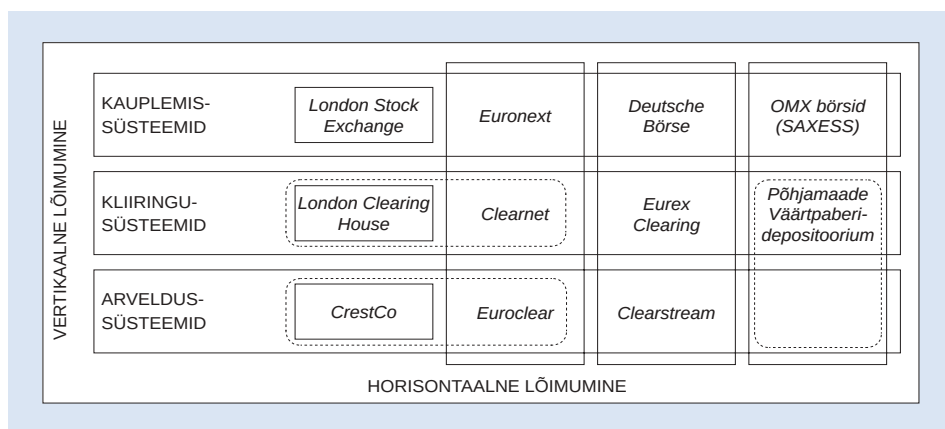
⁷ OMX omandas Kopenhaageni börsi 2005. a alguses.



Joonis 1. Euroopa suuremad väärtpaberibörsid mõõdetuna Euroopa väärtpaberibörside kogukäibes 2005. a juunis

* Teiste Euroopa väärtpaberibörside osakaal kokku

Allikas: Federation of European Stock Exchanges



Joonis 2. Tihedamalt lõimunud väärtpaberituru infrastruktuurid Euroopas 2005. a juuli seisuga

Allikas: Soome Panga uurimused "Financial Integration", 2004

omandamiseks. Samas müüs OMX Soome depositooriumi APK maha Rootsi VPC-le, kes haldab sealset depositooriumi. Nii on OMX hetkel keskendunud vaid Põhjamaade börsidele ja tarkvara tootmisele, omades jäänukina osalusi Baltimaade depositooriumides. Kuigi märkimisväärne osa vertikaalsest integratsioonist on Põhja- ja Baltimaade turul juba toimunud, seisab ulatuslik, majanduslikku efektiivsust suurendav süsteemide ühendamine alles ees. See kujuneb aga nii OMX gruppi kuuluvatele ettevõtetele kui turuosalistele oluliselt suuremaks väljakutseks.

Süsteemide ühendamist alustati OMX grupis ühtse kauplemissüsteemi SAXESS kasutuselevõtuga – Tallinna, Riia ja Helsingi börsidel 2004. aastal ning Viini börsil 2005. aastal; teistel NOREX-liidu börsidel oli see kasutusel juba varem. Samuti kavatakse kõige

varem 2007. aastaks luua Põhjamaade depositeorium: esimeses etapis ühtlustatakse depositeoriumi ja registri teenused, teises aga luuakse ühtlustatud arveldussüsteem. Seega tegeletakse OMX grupi sees paralleelselt ühtse Balti turu arendamise ja Rootsi-Taani-Soome süsteemide ühendamise. Lõppeesmärk on Põhja-Balti täielik integratsioon kümnendi lõpuaastateks.

Erinevalt OMX grupi süsteemide integreerimise strateegiast on mujal Euroopas alustatud kliiringu- ja arveldussüsteemide liitmisest, mis majandusagentide jaoks tähendab oluliselt suuremat majanduslikku kasu. Kui piiriüleste tehingute kulud vähenevad ühtse kauplemissüsteemi kasutuselevõtul kuni 20%, siis ühtse depositeoriumi ja arveldussüsteemi puhul kuni 45%⁸. Niisiis on Põhja- ja Baltimaade turgude integratsiooni edasisel arendamisel oluline keskenduda enam registri- ja arveldusteenustega seotud süsteemide ühendamisele.

Põhja- ja Baltimaade turgude integratsiooni edasisel arendamisel on oluline keskenduda enam registri- ja arveldusteenustega seotud süsteemide ühendamisele.

■ Avaliku sektori initsiatiivid integratsiooni toetamisel ■

Hoolimata eelkirjeldatud arengusuundumustest on Euroopa infrastruktuurid siiski enam killustunud ja vähem efektiivsed kui Ameerika omad, seda peamiselt ajaloolise tausta tõttu. Aastatel 2001 ja 2003 avalikustatud Giovannini raportites⁹ toodi esile kolme tüüpi probleeme, mis takistavad piiriüleste tehingute tõhusat teostamist Euroopas: erinevused tehnilistes nõuetes ja turupraktikas, maksuerinevused ning õiguskindlust puudutavad probleemid. Nii nagu sissejuhatuses kirjeldatud, on tõhusalt toimivast väärtpaberituru infrastruktuurist huvitatud nii era- kui ka avalik sektor. Seega on efektiivse turu saavutamiseks ja lõimumise edendamiseks – lisaks erasektori algatustele, mida eespool pikemalt käsitleti – teatud juhtudel vajalik ka avaliku sektori institutsioonide sekkumine. Näiteks saab õiguskindlust tugevdada ja finantssektori efektiivsust suurendada turutingimustele vastava seadusandluse kehtestamisega. Samas on selle edukaks teostuseks oluline, et avalik sektor teeks poliitika kujundamisel ja seadusandluse ettevalmistamisel tihedat ja avatud koostööd erasektoriga.

Kuna väärtpaberi- ja arveldussüsteemide latus ja turunõudlusele vastav toimimine on nii väärtpaberiturgude kui kogu finantssektori funktsioneerimiseks hädavajalik, siis on Euroopa konkurentsivõime suurendamisel ja finantsvaldkonna muude sektorite lõimumisel väärtpaberiturgude integratsioonil tähtis roll. Sellest tulenevalt on praeguse **Euroopa Komisjoni üks olulisemaid eesmärke integreeritud kapitalituru loomine**, mille esimesteks

⁸ Allikas: OMX.

⁹ Giovannini raportid (*Giovannini Reports on Cross-Border Clearing and Settlement*), mis said nime gruppi juhtinud Alberto Giovannini järgi, on Euroopa Komisjoni nõustanud finantseksperptide töögrupi koostatud 2001. ja 2003. aastal avaldatud raportid.

nähtavateks indikaatoriteks on kauplemiskulude alanemine ning piiriüleste börside ja kauplemisjargsete infrastruktuuride areng. Täiendavalt plaanib Euroopa Komisjon edasist integratsiooniprotsessi edendada finantsteenuste tegevusplaani jargsete meetmete ja Lamfalussy protsessiga.

Euroopa Keskpankade Süsteem (EKPS) kui üks integratsiooni soodustajaid annab oma panuse takistuste kõrvaldamisel ja õhutab diskussiooni asjaosaliste vahel. EKPS on koos Euroopa väärtpaberituru järelevalve kolmanda taseme komiteega¹⁰ loonud riskijuhtimissstandardid ELis tegutsevatele väärtpaberiarendussüsteemidele, ja EKPS väärtpaberiarenduste infrastruktuuridele, mida kasutatakse eurosüsteemi rahapoliitika ja likviidsuse juhtimise tehinguteks.

■ Kokkuvõte ■

Kokkuvõttes sõltub integratsiooniprotsessi edasine kulg nii turujõudude kui avaliku sektori tegevustest ja nende koostööst. Sealjuures on Euroopa konkurentsivõime ja suurima majandusliku kasu saavutamiseks piiriüleste infrastruktuuride arendamisel oluline, et riigid suudaksid ELi ühisturu huvid seada kõrgemale kohaliku turu omadest.

Eesti kui väikeriik saab väärtpaberituru avardumisest ning tõhusalt, turvaliselt ja sujuvalt toimivatest infrastruktuuridest mitmepoolset kasu. Ühelt poolt saavad kohalikud investorid mõistlike kuludega ligipääsu rahvusvahelistele finantsturgudele. Teisalt on emitentidel võimalik tänu avaramale turule ja sellest tulenevale mastaabisäästule kaasata kapitali soodsamatel tingimustel ehk efektiivsemalt ja odavamalt. Need tingimused aitavad aga omakorda tagada riigi finantsstabiilsust ning edendada majanduskasvu. Seega on Eestil otsene huvi, et väärtpaberituru infrastruktuuride lõimumine Euroopa Liidus jätkuks ning seda protsessi ei pidurdataks ei turujõudude ega ka teiste riikide poolt kohaliku turu huvide tõttu.

¹⁰ Committee of European Securities Regulators, CESR.