

Česká zemědělská univerzita v Praze

Provozně ekonomická fakulta

Veřejná správa a regionální rozvoj



Diplomová práce

Zhodnocení dopadu projektu T2S
na post-trade prostředí v EU

PROHLÁŠENÍ

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci na téma „Zhodnocení dopadu projektu Target 2 Securities na post-trade prostředí v EU” vypracoval samostatně.

Veškerou použitou literaturu a podkladové materiály uvádím v seznamu přiloženém na konci dokumentu.

V Praze, březen 2018

Lukáš Král

ABSTRAKT

Tato diplomová práce se zabývá projektem Evropské centrální banky s názvem TARGET2 Securities, který se zabývá sjednocením pravidel a procesů vypořádání obchodů s cennými papíry. Projekt je vyústěním snah o konsolidaci a zefektivnění činností finančních trhů v Evropské unii a v neposlední řadě také odpověď na stále rostoucí regulaci v oblasti ochrany investorů a bezpečnosti kapitálových trhů.

Práce zpočátku vysvětluje pro lepší pochopení problematiky základní principy vypořádání obchodů a zachycuje činnosti jednotlivých subjektů, které se vypořádání účastní ať už jako prostředníci či koncoví investoři. V dalších částech se práce již konkrétně zabývá průběhem vypořádání nejčastějších typů transakcí a podrobuje tyto operace zkoumání ve světle současného systému vypořádání v lokálním centrálním depozitáři a porovnává je s možnostmi vypořádání na novém systému. Ve své druhé části práce analyzuje dopady na jednotlivé subjekty finančního trhu, identifikuje deklarované úspory, včetně výhod a nevýhod, které systém přináší. V závěrečné části využívá metodiky ECB pro výpočet nákladovosti tohoto projektu pro přístup nových účastníků, kdy celkové přínosy tak umožňuje porovnat s celkovými náklady. V neposlední řadě jsou výsledky analýzy konfrontovány s rozhodnutím CDCP se projektu v jeho rané fázi neúčastnit a také s aktuálními trendy v oblasti vypořádání, kde jsou dále stanovena některá doporučení pro další rozhodování, zda se projektu účastnit v jeho případné pozdější fázi.

KLÍČOVÁ SLOVA

Evropská centrální banka, Target 2 securities, cenné papíry, centrální depozitář, Eurozóna, Burza cenných papírů Praha, custody, clearing, settlement, post-trade prostředí

ABSTRACT

This thesis is focused on the project of European central bank which is called Target 2 Securities that deal with the integration of rules and processes of securities settlement on European financial market. The project is the result of consolidation and effectiveness effort on financial market and last but not least the answer to the systematically growing regulation in the area of investors protection and financial markets safety.

For the better understanding, thesis explains at the beginning some important concepts as the basics of settlement and the role of institutions involved. In the next chapters the thesis explains the main type of settlement operations, put them under the light of current settlement rules and compare them with the new approaches available on T2S. In the second part the thesis analyse the impact on the financial market participants, identify the declared savings including the pros and cons that the system provide. In the last part there is, according the methodology of ECB, described the cost analysis for new participants that enable to compare the benefits with expected costs. In the final part there are the analysis outputs confronted with the decision of CDCP not to take apart of this project in it's early stage and with the actual trends in settlement industry where are also stated the recommendations for future decision making process at the later stage of this project.

KEYWORDS

European central bank, Target 2 Securities, securities, central securities depository, Eurozone, Prague Stock Exchange, custody, clearing, settlement, post-trade environment

Poděkování

Tímto bych chtěl poděkovat paní Ing Daniele Spiesové, Ph.D. za cenné rady a připomínky v průběhu psaní práce, které přispěly k jejímu zkvalitnění.

Seznam použitých zkratk:

BIC	bank identifier code
BCPP	Burza cenných papírů Praha
CBF	Clearstream Banking Frankfurt
CBL	Clearstream Banking Luxembourg
CDCP	Centrální depozitář cenných papírů
CERTIS	Czech Express Real Time Interbank Gross settlement systém
CP	Cenný papír
CSD	Central Securities Depository
DCP	Directly connected party (T2S)
ČNB	Česká národní banka
ECB	Evropská centrální banka
EMIR	European Market Infrastructure Regulation
DVP	Delivery versus payment – dodání cenných papírů proti platbě
DFP	Delivery free of payment – dodání cenných papírů bez platby
ICSD	International central securities depository
ICP	Indirectly connected party (T2S)
ISIN	International Securities Identification Number
MIFID	Markets in Financial Instruments Directive
RTGS	Real-time Gross Settlement System
STP	Straight-through processing
TARGET2	Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer system
T2S	Target2 Securities
UCITS	Undertakings for the collective investment in transferable securities

OBSAH

1. Úvod.....	9
2. Cíle práce a metodika.....	11
3. Post-trade prostředí a vypořádání obchodů	13
3.1. Historie integrace finančního trhu	13
3.2. Co je a jak funguje post- trade prostředí.....	15
3.3. Účastníci trhu a jejich úloha.....	18
4. Vypořádání obchodů v cdep vs v t2s.....	20
4.1. Institucionální zastoupení post-trade subjektů v rámci ČR a v Eurozóně	20
4.1.1. Burza cenných papírů a centrální deponitář	20
4.1.2. RM-systém.....	21
4.1.3. Clearstream banking Luxembourg	22
4.1.4. Euroclear bank.....	23
4.2. Vypořádání lokálního obchodu v centrálním deponitáři	25
4.3. Vypořádání cross-boarder obchodů	26
4.4. Vypořádání obchodů s Euro obligacemi.....	28
4.5. T2S platforma.....	30
4.5.1. Faktory ovlivňující způsob napojení na platformu T2S.....	31
4.5.2. Migrace deponitářů na T2S.....	34
5. Analýza vypořádacího systému cdep a komparace s jinými systémy včetně T2S.....	35
5.1. Zpracování transakcí v CDCP	35
5.2. Zpracování instrukce V CBL (T2S).....	37
5.3. Nové funkcionality	41
6. Analýza Dopadů T2S na post-trade prostředí.....	44
6.1. Hlavní přínosy a výhody projektu T2S.....	44
6.2. Analýza zapojených subjektů.....	49
6.2.1. Brokeři/dealeři	49
6.2.2. Globální custodien.....	50
6.2.3. Regionální banka	52
6.3. Analýza zapojených trhů.....	55

6.4.	Analýza nákladů přistoupení CDCP do T2S.....	58
6.4.1.	Průměrný celkový náklad (T2S + dodatečné náklady CSD)	58
6.4.2.	Náklady T2S	60
6.4.3.	Dodatečné náklady csd.....	61
6.4.4.	Analýza nákladů vypořádání v CDCP a T2S	62
	Seznam použitých zdrojů:.....	69
	Seznam objektů:	74
	Příloha 1. Harmonogram migrace centrální depozitářů na platformu T2S	76

1. ÚVOD

Projekt T2S, neboli plným názvem TARGET 2 Securities, je projektem Evropské centrální banky, jež má za cíl více integrovat a sjednotit operace na finančních trzích, konkrétně v post-trade prostředí, neboli v prostředí, ve kterém probíhá samotné vypořádání realizovaných transakcí jednotlivých účastníků trhu. Podobně jako projekt TARGET 2, který zefektivnil toky plateb napříč Evropskou unií, Target 2 Securities si klade za cíl zefektivnit vypořádání obchodů s cennými papíry a přinést obdobné benefity. Vůli více integrovat a sjednotit tuto oblast fungování finančních trhů je možné vidět již od přelomu tisíciletí, kdy ECB vypracovala pomocí jejího expertního týmu tzv. Giovaniny report, kde jsou uvedeny nejvýznamnější překážky pro efektivní fungování finančního trhu v Evropě a uvedena doporučení, jakým způsobem by se měl vývoj v této oblasti dále ubírat. Od počátku fáze projektu do jeho úspěšného spuštění a přechodu jednotlivých účastníků na tento nový systém uběhlo několik let a rok 2017 byl poslední důležitou zkouškou, kdy na systém T2S zmigrovaly poslední deponenti členských států, které projevíly vůli se do tohoto projektu zapojit v jeho rané fázi. Česká republika, jako jeden z členských států EU, se rozhodla do tohoto projektu nezapojit. Důvody nezapojení nejsou předmětem této práce, samotné rozhodnutí ale přináší možnost oba systémy vzájemně porovnat a více analyzovat, což je jedním z cílů této práce.

Důvodem pro výběr tohoto tématu byl můj zájem o problematiku finančních trhů a zejména pak oblast cenných papírů, kdy tento projekt vnímám jako velmi přínosný a zároveň dostatečně ambiciózní pro účely dalšího zkoumání. Zároveň v práci uplatňuji své praktické zkušenosti z oblasti obchodování s cennými papíry a dalšími spojenými službami jako je custody¹ a settlement², které jsem získal v rámci svých pracovních aktivit. Z těchto zkušeností tak čerpám zejména v teoretické části, kde popisuji fungování jednotlivých subjektů a jejich role při vypořádání. U popisu funkcionalit jednotlivých systémů, zde vypořádací systém CDCP a systém T2S, vycházím z uživatelských manuálů a technických specifikací, které jsou pro klienty dostupné. Nezanedbatelnou část zdrojů tvoří také materiály zpracované předními poradenskými společnostmi, které pomáhají s integrací

¹ Služba v rámci níž banky poskytují klientům službu úschovy a správy cenných papírů (custody), vypořádání transakcí s cennými papíry na domácím i zahraničním trhu

² fyzické vypořádání transakcí s cennými papíry

podobných systémů jejich klientům. V rámci praktické části, kde se zaměřuji již více na konkrétní přínosy projektu T2S, čerpám z některých již vzniklých studií na toto téma, zpracované Evropskou centrální bankou či některými z jejich poradců pro danou oblast. Neméně důležitým zdrojem, zejména pro potřeby analýzy dat, byly také databáze Evropského statistického úřadu, kde jsem čerpal zejména informace o objemech vypořádaných obchodů na jednotlivých evropských trzích a mohl je v rámci historických časových řad navzájem porovnat. Protože se jedná o relativně mladý projekt, který začal plnohodnotně fungovat až v roce 2016 a kde tedy nejsou zatím dostupné podrobnější studie spojené s reálným fungováním a zkušenostmi, měla by syntéza uvedených informací, nových možností a perspektiv pro budoucí vývoj, spolu s odhadem potenciálních nákladů, položit lepší základy pro rozhodnutí, zda má smysl se tohoto projektu účastnit či nikoliv.

2. CÍLE PRÁCE A METODIKA

Hlavním cílem této práce je zhodnotit systém vypořádání obchodních operací na nové platformě T2S a porovnat jej se stávajícím systémem na Burze cenných papírů Praha (BCPP), který provozuje Centrální depozitář cenných papírů (CDCP). Jsou zde uvedeny nové principy, které systém T2S do oblasti vypořádání přináší, analyzovány výhody a nevýhody nového systému a porovnány se současným procesem vypořádání obchodů v CDCP. Na základě analýzy těchto dvou systémů práce vyzdvihuje některé důležité přínosy nové platformy, zabývá se efektivitou jejich fungování na individuální (CDCP) a konsolidované (T2S) úrovni, a některé možnosti úspor přímo kvantifikuje. V závěrečné části je uveden nákladový model dle metodiky ECB, který vztažením na příklad lokálního centrálního depozitáře umožňuje konkretizovat představu o nákladech a přínosech nového řešení. Praktická aplikace tohoto modelu je v závěru podrobněji okomentována.

Text je celkově rozdělen do 4 částí. V první části, která je částí popisnou, je vymezeno post-trade prostředí jako oblast vypořádání finančních transakcí, definovány jednotlivé procesy v této oblasti a identifikovány subjekty, které do nich vstupují. Zároveň je zde z větší perspektivy zachycen systém fungování vypořádání obchodů, který je důležitý pro pochopení tohoto procesu v rámci celého životního cyklu obchodu.

V druhé části, která je také částí popisnou, je blíže popsán systém vypořádání obchodů na BCPP, který je provozován v rámci lokálního centrálního depozitáře. Systém bude blíže popsán a uvedeny jeho specifické vlastnosti ve světle principů vypořádacích systémů. Na tento popis postupně naváže přestavení platformy T2S s cílem představit nové principy, které do post-trade prostředí přináší a vysvětlit zásadní argumenty, které stály za rozhodnutím většiny členských zemí se do projektu zapojit.

Třetí část pak tyto dva systémy vypořádání obchodů porovnává, uvádí jednotlivé odlišnosti a vyzdvihuje výhody a nevýhody obou systémů. V rámci této kapitoly jsou dále také ve větším detailu analyzovány přínosy, které tento společný projekt má a položeny základy pro kvantifikaci úspor jednotlivých účastníků, které by měl projekt do prostředí přinést.

Ve čtvrté části jsou pak uvedeny důvody a argumenty, které stály pravděpodobně za rozhodnutím o nepřistoupení CDCP na tento nový systém a kvantifikovány provozní

úspory, které by tento projekt mohl v případě opačného rozhodnutí přinést. Jelikož je projekt T2S stále běžící projekt, budou zde uvedeny i argumenty, které by mohly stát za budoucím rozhodnutím připojit se k ostatním členským zemím a projekt společného finančního trhu podpořit.

3. POST-TRADE PROSTŘEDÍ A VYPOŘÁDÁNÍ OBCHODŮ

Pro porozumění důvodů pro vznik projektu T2S je vhodné podívat se na historický vývoj v oblasti post-trade prostředí, který vedl k dnešnímu stavu integrace v oblasti vypořádání obchodů na finančních trzích napříč Evropou a který odstartoval současné změny. Pro správné pochopení fungování tohoto prostředí je také důležité si pojmenovat jednotlivé procesy, definovat jednotlivé účastníky a vymezit si samotnou oblast, kde se tyto operace odehrávají.

3.1. HISTORIE INTEGRACE FINANČNÍHO TRHU

Evropská centrální banka společně s Evropskou komisí hrají ve světle společného finančního trhu důležitou roli. Mezi její hlavní role patří zejména udržování cenové stability, provádění monetární politiky a zabezpečení hladkého chodu platebních systémů³. Za poslední roky se ale v rámci integrace finančního trhu její role značně rozšířily, a to i do oblastí zpracování plateb a operací s cennými papíry. V oblasti zpracování plateb ECB v roce 1999 uvedla projekt TARGET, což je systém pro vypořádání zahraničních plateb v reálném čase pomocí propojení mezinárodních platebních systémů. Tento systém byl následně nahrazen platformou TARGET2⁴. Propojení a úspěšný provoz tohoto systému následně akceleroval myšlenku pro podobný systém pro vypořádání obchodů s cennými papíry. Rozdílnosti v systémech vypořádání obchodů s cennými papíry jsou kromě odlišných národních regulací, nejednotných operačních procesů či rozdílných modelů fungování, dány zejména způsobem napojení hotovostních účtů na účty cenných papírů vedených v centrálních depozitářích. Některé státy zde uplatňují tzv. integrovaný⁵ model, kde centrální banka vyčlení relevantní hotovostní účty přímo do centrálního depozitáře, ostatní trhy zase používají tzv. propojený model, kde peněžní účet držený u centrální banky je stejně jako majetkový účet cenných papírů držen v rámci jedné platformy. Probíhající konsolidace v rámci tohoto odvětví v rámci mezinárodně působících depozitářů a přechod dalších trhů na integrovaný model vedla k debatě o důsledcích pro budoucí konkurenční boj v Evropě. Pro vytvoření společné platformy, kde by fungoval reálný

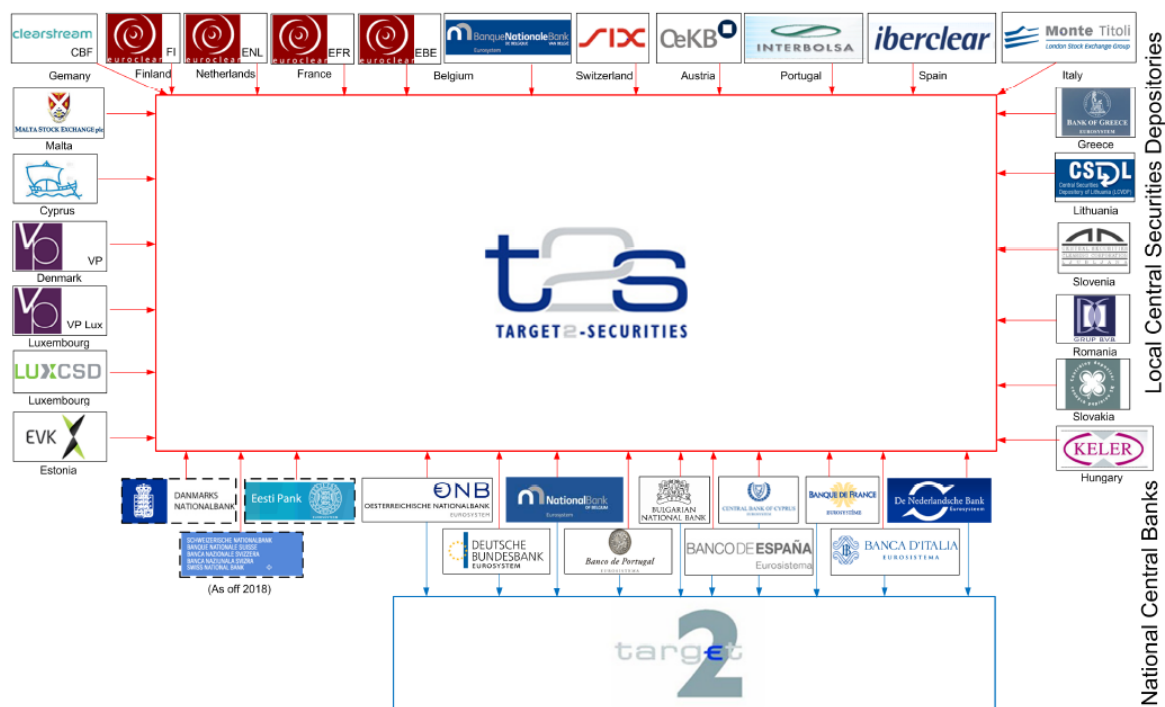
³ VESELA. Investování na kapitálových trzích

⁴ WYMAN, O, Custody 2.0

⁵ ECB, What is T2S presentation

platební systém i systém pro vypořádání obchodů s cennými papíry, ECB zahájila tzv. reverzní integraci, neboli proces, kdy všechny centrální deponitáře v rámci členských států budou vyzváni k vyčlenění hotovostní účtů a účtu pro správu cenných papírů do nového systému vlastněného centrální bankou – Target 2 Securities. Namísto toho, aby ECB vyčlenila hotovostní účty do jednotlivých centrálních deponitářů, budou tyto deponitáře vyzváni k zapojení se do společného projektu, kde své operace v rámci vypořádání vyčlení do této nově vznikající platformy.

Obrázek 1. Integrace finančního trhu v EU v rámci T2S



Zdroj: Changes for T2S clients, ABN Amro

3.2. CO JE A JAK FUNGUJE POST- TRADE PROSTŘEDÍ

Pro pochopení principu fungování vypořádání obchodů s cennými papíry je důležité nejdříve vymezit, kam proces vypořádání obchodu v celém procesu obchodní transakce spadá, jaké subjekty jsou v těchto operacích zapojeny a definovat jednotlivé operace a pojmy, se kterými tato oblast finančního trhu pracuje.

Obrázek 2. Řetězec procesů



Zdroj: Post trade explained, AFME Finance for Europe

Proces **obchodování nebo také tradingu** je samotný proces zadávání nákupních či prodejních pokynů na burzu, většinou pomocí obchodníků s cennými papíry či některými specializovanými bankami. Veškeré nákupní a prodejní příkazy odchází na centralizované místo, burzu cenných papírů, kde je na jejich základě tvořena nabídka s poptávkou a formována cena. Pokud tedy prodávající za danou cenu najde kupujícího, dochází k realizaci obchodu. Pokud klient cenné papíry prodává, dochází k odepsání cenných papírů z účtu a připsání prostředků na jeho účet⁶

Clearing je proces zajišťující propojení tradingu a settlementu, zjednodušeně započtení závazků jednotlivých účastníků burzy s právem vkládat objednávky do trhu. Clearingové služby zahrnují validaci obchodů a přípravu vypořádacích procesů, což je v podstatě doplnění informací o obchodu nutných k settlementu, neboli také vypořádání transakcí (např. datum vypořádání transakce⁷, místo vypořádání, objem transakce či identifikátor cenného papíru či ostatní povinné detaily). V rámci clearingů se také ověřuje, zda jsou cenné papíry či peníze u protistrany k dispozici a zda jsou známy všechny náležitosti pro

⁶ V praxi dochází u obchodníků k připsání peněz a odepsání CP ihned, fakticky jsou ale všechny transakce realizovány dle pravidel burzy, většinou T+2

⁷ V současné době se aplikuje pravidlo T+2, kdy datum vypořádání je vzdáleno od data obchodu 2 dny

proces vypořádání. Clearing obchodů může mezi jednotlivými obchodníky proběhnout formálně skrz tzv. centrální protistranu (clearingový dům, většinou integrován v rámci burzy cenných papírů) nebo neformálně, přímo mezi nakupujícím a prodávajícím obchodníkem. Clearing centrální protistranou je proces, kde instituce clearingů je kupující pro každý prodej a zároveň prodávající stranou pro každý nákup. Riziko protistrany je tak přeneseno z jednotlivých protistran obchodu na tuto centrální protistranu, mnohdy také označováno jako “clearing house”. Povinnosti tohoto subjektu upravuje legislativní předpis EMIR⁸, která se zabývá clearingovými závazky instituce, regulací těchto institucí a povinností reportovat data do centrálních depozitářů.

Smyslem **settlementu**, neboli také vypořádání transakcí, je efektivní přechod vlastnictví a s ním spojených práv⁹ od prodávajícího k nakupujícímu a související převod finančních prostředků od nakupujícího k prodávajícímu. Historicky tento přechod práv mezi dvěma obchodujícími subjekty zahrnoval fyzické doručení cenných papírů. Až úsměvně může z dnešního pohledu působit fungování dnešních dvou nejvýznamnějších mezinárodních depozitářů Clearstream a Euroclear, kdy přesun cenných papírů z jednoho místa do druhého byl historicky realizován nákladními auty přes most, který dal název dnešní elektronické lince mezi těmito depozitáři, tzv. „bridge settlement“. V dnešní době je fyzická podoba přechodu práv stále možná, ale vyskytuje se již jen zřídka. Emitenti cenných papírů většinou vydávají tyto instrumenty v dematerializované podobě (zaknihované cenné papíry) a existují již tak pouze jako záznamy v knihách institucí, které tyto cenné papíry mají ve správě. Převod těchto práv mezi obchodujícími subjekty tak často probíhá jako převod cenných papírů ve vlastních knihách.

Custody a správa cenných papírů¹⁰ se skládá z držení cenných papírů v příslušných depozitářích a jejich obsluhu, zejména výplatu příjmů souvisejících s držením cenných papírů, zpracování korporátních akcí¹¹, zajištění správného zdanění a hlasování na valných hromadách společností. V rámci custody služeb v posledních letech také narůstá pod objemem nové regulace nutnost reportingu dohledovým orgánům, který je v rámci těchto služeb také zajišťován. Tato oblast je upravena a definována zejména směrnicemi MiFID2/MiFIR. Tyto směrnice jsou implementovány i v rámci naší regulace, která spadá

⁸EMIR – European market infrastructure regulation of 2012

⁹Např. Právo hlasovat na valné hromadě společnosti či podíl na likvidačním zůstatku v případě úpadku spol.

¹⁰Obecně označováno pojmem „asset servicing“

¹¹ MiFID2/MiFIR– Markets in financial instruments directive/regulation

pod Českou národní banku, jako místní orgán dohledu a regulace. V rámci custody operací je důležité rozlišovat termín “depozitář“, který je v překladu používán jako označení pro místo úschovy CP ale i pro specializované oddělení v rámci custodienu:

depository = specializované místo nebo IT systém kde jsou drženy zaknihované cenné papíry ve formě elektronických záznamů

depository = právně definovaná organizace v rámci UCITS nebo AIFMD se zodpovědností za:

- úschovu cenných papírů
- zajištění průběhu transakcí v souladu s právem a prospektem fondu
- konání v nejlepším zájmu investorů a jejich ochrana

Safekeeping, neboli držení cenných papírů na bezpečném místě, kdy tuto úlohu tradičně zastávají banky namísto samotných vlastníků cenných papírů. V době dematerializovaných cenných papírů tato služba bank nevymizela, stále zde existují určité formy certifikátů, které jsou uloženy fyzicky. Jedním z případů v prostředí České republiky mohou být akcie některých společností z privatizace. Tento termín se ale stále používá v souvislosti s držním zaknihovaných cenných papírů na majetkových účtech v bankách, kdy tato služba přináší bankám jeden ze zdrojů jejich příjmů.

Notářské služby a registry jsou vstupním bodem pro emitenty cenných papírů. Tyto registry kontrolují, zda cenné papíry splňují technické požadavky a formální náležitosti pro podmínky post-trade služeb¹². V rámci těchto registrů se také zaznamenávají jakékoliv změny v rámci instrumentu, např. jejich emitované množství (např. v případě dělení akcií a dalších korporátních akcií). Tyto služby bychom mohli přirovnat např. k registru SWIFT¹³, který eviduje identifikační kódy banky, tzv. BIC.

¹²Pokud emitent chce vydat cenný papír k obchodování, musí splnit většinou dvě vstupní procedury – přijetí k obchodování na burze či trhu a přijetí instrumentu poskytovateli post-trade služeb

¹³Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication

3.3. ÚČASTNÍCI TRHU A JEJICH ÚLOHA

V předchozí části byly představeny jednotlivé procesy v rámci post-trade prostředí. K pochopení, jak jsou tyto služby poskytovány, je nutné definovat jednotlivé účastníky, kteří v post-trade prostředí působí. Mezi hlavní účastníky v této oblasti patří zejména tzv. agenti a jejich banky, custodieny, mezinárodní centrální depozitáře (ICSD), lokální centrální depozitáře (CSD) a firmy spravující registry.

Brokeři/dealeři poskytují primární služby v oblasti zprostředkování obchodů s cennými papíry, prostřednictvím párování objednávek na burze a propojování účastníků, kteří chtějí prodat a těmi, kteří nakupují. Custodieni jsou poté zodpovědní za držení cenných papírů a administrativní úkony spojené s držením a transferem cenných papírů na účtech jeho klientů, jelikož individuální investoři nejsou oprávněni držet svůj vlastní účet v centrálním depozitáři¹⁴

Clearingové domy, tzv. Clearing houses jsou ve většině případů samostatné oddělení nebo přímo oddělené společnosti od centrálních burz a poskytují služby související s clearingem a vypořádáním transakcí včetně administrace plateb za jednotlivé obchody. Jak již bylo zmíněno, tyto instituce mohou vystupovat jako centrální protistrany, kdy podstupují všechny rizika plynoucí z obchodu a aktivit jednotlivých protistran.

Globální custodieni jsou subjekty, které jsou aktivní na více trzích, většinou celosvětově pomocí navázaných partnerství s místními sub-custodieny. Pokud chce tedy klient investovat v rámci konkrétního trhu, je nasnadě využití služeb těchto institucí, které většinou mají velké množství klientů, a vypořádání transakcí může proběhnout interně v rámci jejich knih. Dále tyto globální instituce nabízejí některé služby, např. půjčování cenných papírů¹⁵, collateral management¹⁶ či transakce na forexovém trhu (směny peněz). Příkladem globálního custodiena v regionu střední a východní Evropy je např. Unicredit bank, která přes síť svých lokálních custodienů nabízí své služby na jednotlivých trzích, v tomto případě přes své dceřinné společnosti – v Rakousku a Německu bankou HVB, v Chorvatsku se Zagrebačnou bankou či v Rumunsku s bankou Bulbank.

¹⁴Až na některé výjimky, např. v CDCP stále existují účty otevřené na FO, které pochází z období privatizace

¹⁵tzv. Short-selling, kdy instituce prodá vypůjčené cenné papíry na trhu a v době jejich navrácení je nakupuje ideálně za nižší cenu

¹⁶Půjčka oproti držným cenným papírům

Centrální depozitáře (CSD) drží a spravují cenné papíry v jejich evidenci. V případě CSD¹⁷ nedochází k fyzickému vypořádání. Namísto toho probíhá přechod práv na úrovni záznamů v evidenci s cílem zachytit pohyby, které jsou navázány na jednotlivé obchody. Tyto subjekty jsou většinou soukromé společnosti v tzv. “Self-regulatory režimu”, kdy spadají pod dohled příslušných autorit¹⁸

Větší územní přesah mají **mezinárodní centrální depozitáře (ICSD)**, které vypořádávají domácí obchody i tzv. Cross-boarder obchody¹⁹ pomocí přímého přístupu na dané trhy či nepřímo, pomocí navázaných partnerství a přístupů s lokálními agenty.

Lokální agenti jsou využíváni nejvíce jako prostředníci pro vypořádání obchodů s akcemi. Mezinárodní investoři tak získávají přístup na infrastrukturu lokálního custodiena právě pomocí vazeb agenta, nejčastěji lokální banky. Tito agenti pak zajišťují kromě samotného zprostředkovaného přístupu do místního vypořádacího systému i právní a daňové služby.

¹⁷Zkratka pro Central Securities Depository

¹⁸V ČR je tímto dohledovým orgánem Česká národní banka

¹⁹ Obchody mající přesah jednoho státu, např. německé akcie nakoupené českým investorem

4. VYPOŘÁDÁNÍ OBCHODŮ V CDCP VS V T2S

4.1. INSTITUCIONÁLNÍ ZASTOUPENÍ POST-TRADE SUBJEKTŮ V RÁMCI ČR A V EUROZÓNĚ

V rámci Eurozóny a samostatné České republiky, působí řada více či méně globálních institucí, které činnosti v post-trade prostředí zajišťují. V rámci České republiky se tyto procesy koncentrují na Pražskou burzu cenných papírů, centrální depozitář, některé lokální banky, které působí jako správci aktiv a pobočky zahraničních bank nebo globálních custodienů. V rámci Eurozóny jsou to pak navíc i mezinárodní depozitáře jako Clearstream banking Luxembourg či Euroclear bank.

4.1.1. BURZA CENNÝCH PAPÍRŮ A CENTRÁLNÍ DEPOZITÁŘ

V rámci České republiky je možné obchodovat s cennými papíry na dvou na sobě nezávislých místech. Burzovní obchodování zajišťuje Burza cenných papírů Praha, která v České republice funguje od roku 1993, kdy vznikla společnost Burzovní registr cenných papírů, s.r.o.²⁰ BCPP tvoří s ostatními dceřinými společnostmi skupinu PX, kde nejvýznamnějším členem je kromě samotné burzy Centrální depozitář cenných papírů a.s., který vede centrální evidenci zaknihovaných cenných papírů a vypořádává obchody s investičními nástroji, příp. poskytuje další služby spojené se správou cenných papírů, např. přidělování ISINů²¹, vede nadační fond cenných papírů, či se podílí na primárních emisích.

Služby BCPP i centrálního depozitáře jsou poskytovány na tzv. účastnickém principu, kde pokud chce jednotlivec či konkrétní subjekt obchodovat s investičními instrumenty, musí tak učinit pomocí jednoho z účastníků trhu. K datu 11. 4. 2017 pražská burza evidovala celkem 24 účastníků²². Seznam těchto účastníků, včetně jejich pravomocí a způsobu zapojení do fungování burzy, je volně dostupný na stránkách centrálního depozitáře. V rámci mezinárodního propojení jednotlivých účastníků v post-trade prostředí, a zajištění

²⁰CDCP, Vypořádání obchodu s CP 2017, prezentace str. 2

²¹Webové stránky CDCP viz www.cdcp.cz

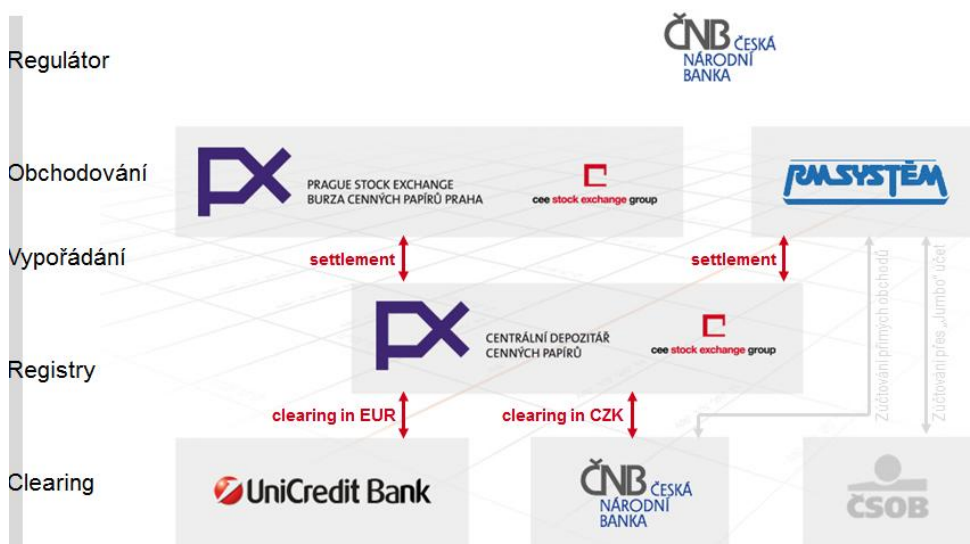
²²CDCP, Vypořádání obchodu s CP 2017 str. 2

tak přesahu do ostatních investičních regionů, stojí za zmínku přítomnost mezinárodního depozitáře Clearstream bank Luxembourg (CBL) od ledna 2001²³

4.1.2. RM-SYSTÉM

Druhou možností, jak je možné v České republice obchodovat s některými investičními nástroji, je pomocí společnosti RM-SYSTÉM, česká burza cenných papírů, a.s., jehož provozovatelem je Fio Banka a.s., jeden z účastníků pražské burzy. Obchodování přes tuto instituci bylo zahájeno 24. Května 1993²⁴. Přes tento systém je možné obchodovat s nejvýznamnějšími společnostmi na trhu jako např. Apple, Facebook či Volkswagen a zároveň i s tituly kotovanými na pražské burze, či některými společnostmi, které se na burze nevyskytují. Jde například o akcie České spořitelny nebo některých menších podniků jako např. Vítkovice steel apod. V současné době jde o jednu z variant, jak přímo investovat na burze cenných papírů. Jeho provozovatel, Fio banka a.s., pak kromě RM-SYSTÉMU nabízí i investování na vyspělých trzích severní Ameriky či západní Evropy a velkém množství dalších trhů²⁵. Společnost RM-SYSTÉM používá pro správu cenných papírů centrální depozitář a pro veškeré zahraniční cenné papíry společnost Clearstream.

Obrázek 3. Subjekty post-trade prostředí v ČR



Zdroj: prezentace Vypořádání obchodu s CP, 2017

²³CDCP, Vypořádání obchodu s CP 2017, prezentace str. 8

²⁴RM-SYSTÉM, O společnosti [online]. [cit.21.3.2018] Dostupné z <http://www.rmsystem.cz/spolecnost/zakladni-informace>

²⁵FIO, Produkty a služby [online]. [cit.21.3.2018] Informace dostupné z www.fio.cz

4.1.3. CLEARSTREAM BANKING LUXEMBOURG

Jedním z nejdůležitějších hráčů na poli post-trade služeb a vypořádání obchodů patří dva mezinárodní depozitáře Clearstream banking Luxembourg a Euroclear bank. Společnost Clearstream byla založená roku 1970 jako Cedel (Centrale de Livraison de Valeurs Mobilières) ve spolupráci 66 finančních institucí z důvodu minimalizace při vypořádání přeshraničních obchodů nejen pro v tu dobu rostoucí trh s Euro obligacemi²⁶. V roce 2010 pak společně s centrální bankou v Lucembursku založil Clearstream společnost LuxCSD, odkud obsluhuje své mezinárodní klienty v oblasti post-trade služeb. V současné době má Clearstream banking Luxembourg cca 2500 klientů ve 110 zemích a operuje na 56 trzích²⁷. Jako centrální depozitář pro německý trh funguje z Frankfurtu, kde taktéž poskytuje infrastrukturu pro vypořádání obchodů a s tím související post-trade služby. Mezi ty hlavní je potřeba uvést zejména správu cenných papírů a jejich financování, primární emise cenných papírů, vypořádání obchodů a různá IT řešení na míru klientům. V roce 2014 dosahovala velikost majetku pod správou Clearstreamu 12.2 trilionu Euro, kdy Clearstream zpracoval cca 43,65 milionů jako mezinárodní ICSD a 82,68 milionu transakcí jako centrální depozitář CSD v Německu²⁸. Clearstream byl zároveň první depozitář, který podepsal 30. dubna 2012 memorandum o přistoupení k tomuto společnému projektu. Jedná se o jeden z největších subjektů působících v rámci T2S vůbec, který se svým plánovaným objemem vypořádání na této nové platformě bude podílet objemem cca 40% celkového objemu vypořádání. Jak říká výkonný člen představenstva Clearstream International SA Mark Gem: „Spolu s CBF (Clearstream banking Frankfurt) máme vhodnou pozici k tomu, abychom se stali přirozenou vstupní branou do T2S pro ostatní subjekty“.

²⁶CLEARSTREAM, Clearstream customer hadnbook, str. 57

²⁷CLEARSTREAM, About Clearstream [online]. [cit.21.3.2018] Dostupné z <http://www.clearstream.com/clearstream-en/about-clearstream>

²⁸ DEUTSCHE BÖRSE GROUP, [online]. [cit.21.3.2018] Dostupné z http://deutsche-boerse.com/dbg/dispatch/en/notescontent/dbg_nav/press/10_Latest_Press_Releases/25_Clearstream/INTEGRATE/mr_pressreleases?notesDoc=0F4961D3C8F1EF50C1257DCD00369099&newstitle=clearstreamsdecemberandyear201&location=press

4.1.4. EUROCLEAR BANK

Také společnost Euroclear bank má za sebou podobnou historii. Byla založená roku 1968²⁹ jako část společnosti J. P. Morgan za účelem vypořádávání obchodů na v té době rostoucím trhu s Eurobondy. Společnost sídlí v Belgii a specializuje se podobně jako Clearstream na správu cenných papírů, vypořádání obchodů a další služby s těmito činnostmi spojené. V současné době má společnost Euroclear cca 1500 klientů ve více jak 90 zemích, z nichž 100 klientů jsou centrální banky, a mezi dalšími subjekty se vyskytuje 90% největších bank na světě. Stejně jako Clearstream působí jako centrální depozitář pro německý trh, Euroclear je centrálním depozitářem v Belgii, Nizozemsku, Finsku, Francii, Irsku, Švédsku a Velké Británii. V roce 2015 měl Euroclear pod správou 27,5 trilionu EUR majetku a zobchodoval 674,7 trilionu EUR³⁰.

Vypořádání transakcí mezi klienty těchto dvou mezinárodních depozitářů je pak možné provádět na tzv. "Bridgi". Bridge je elektronická komunikační platforma, která umožňuje efektivní vypořádání transakcí mezi těmito dvěma systémy Clearstreamu a Euroclearu. Možné je tak vypořádávat transakce, které jsou tzv. "free of payment" čili bez platby, ale i transakce vůči platbám, tzv. "versus payment". Pro vypořádání těchto transakcí jsou pak nastavena zvláštní pravidla, zejména časy, kdy se provádí a požadavky, které musí transakce splňovat. Tou nejzákladnější je předpoklad, že cenný papír je dostupný pro vypořádání v obou systémech. I Euroclear bank, se svými dceřinými společnostmi fungujícími jako centrální depozitáře v některých státech EU, tvoří svým objemem vypořádání významnou instituci. V rámci přechodu na T2S došlo jenom v rámci Euroclear bank k migraci cca 40% celkového objemu korporátních dluhopisů, akcií a fondů a 30% celkového objemu vydaných vládních dluhopisů v rámci EU. Po společnosti Clearstream banking SA se tak jedná o druhou největší instituci operující na T2S.

4.1.5. CERTIS – mezibankovní systém pro zpracování plateb

Účty cenných papírů vedené u některého z těchto dvou nadnárodních depozitářů, či u menších lokálních bank, jsou vždy napojené na hotovostní účty, které slouží k vypořádání

²⁹EUROCLEAR, About [online]. [cit.21.3.2018]. Dostupné z <https://www.euroclear.com/en/about/Our-clients/becoming-a-client/Euroclear-Bank.html>

³⁰FTSE GLOBAL MARKETS, News [online]. [cit.21.3.2018]. Dostupné z <http://www.ftseglobalmarkets.com/news/euroclear-reports-record-turnover-and-%E2%82%AC275trn-in-assets-under-custody.html>

plateb za transakce s cennými papíry. Tyto účty mají účastníci otevřeny zpravidla přímo v rámci příslušného depozitáře, na kterých tyto finanční operace následně probíhají. Nemusí se jednat pouze o nákupy a prodeje cenných papírů, na těchto účtech ale lze využívat i dalších služeb, jako jsou půjčky v cizích měnách oproti zůstatku na účtu apod. Jelikož vedení účtů u globálních custodianů, jako je Clearstream nebo Euroclear je nákladná záležitost, je mnohdy racionálnější řešení zvolit zprostředkovaný přístup přes některého z lokálních custodienů, který v rámci Clearstreamu či Euroclearu již operuje. Na českém trhu je to např. Unicredit bank, která pro potřeby svých klientů otevřeny účty u obou zmíněných institucí, pro Clearstream dokonce spol. Unicredit vypořádává transakce na pražské burze.³¹ U Unicreditbank tak má spoustu jejich klientů také vedeny peněžní účty, mezi kterými následně probíhají platby z účtů a na účty vedené pro Unicredit bank v Clearstreamu či Euroclearu a jsou na nich tak reflektovány obchody klientů. Pokud operace probíhají českých korunách a klienti nakupují/prodávají cenné papíry od tuzemských bank, či jiných finančních institucí, které mají u těchto bank vedeny své účty, pohyb finančních prostředků probíhá v rámci systému mezibankovního platebního styku, který se nazývá CERTIS³². Do tohoto systému mají přístup všechny finanční instituce, které s Českou národní bankou uzavřeli smlouvu o provozování tohoto systému. Každý účastník pak má přidělen jednoznačný kód, tzv. kód banky, kterou je označena každá bankovní transakce. Mezibankovní platby v cizích měnách systém CERTIS nezajišťuje, ale jsou dále zajišťovány zahraničními platebními systémy, nebo mechanismy korespondenčního bankovníctví³³

4.1.6. TARGET 2

Jedním ze zahraničních platebních systémů a také jeden z nejdůležitějších pro fungování Evropské unie je systém TARGET 2. Tento platební systém umožňuje komerčním bankám vypořádání transakcí v měně Euro. Možnost tento systém plně využívat je pak vyhrazena pouze bankám, které mají v některém z členských států svoji pobočku a které mají přístup k příslušnému národnímu systému zpracování plateb neboli hrubých plateb v reálném čase³⁴, jako je např. systém CERTIS. Systém TARGET 2 a jeho předchůdce TARGET

³¹CDCP, Prezentace Vypořádání obchodu s CP 2017

³²Czech Express Real Time Interbank Gross Settlement system

³³ČNB, Platební styk [online]. [cit.21.3.2018]. Dostupné z https://www.cnb.cz/cs/platebni_styk/certis/certis_popis.html

³⁴Označováno jako RTGS – real time gross settlement system

byly vyvinuty v rámci tzv. Eurosystemu, systému centrálních bank v Evropské unii.³⁵ Systém tak nabízí prémiové služby platebního styku napříč jednotlivými zeměmi EU, s hlavním cílem zajistit peněžní oběh v evropském prostoru, podpořit implementaci měnové politiky Evropské unie a zajistit fungování peněžního trhu, minimalizovat systémová rizika v oběhu plateb a zvýšit efektivitu přes-hraničních plateb v eurech.

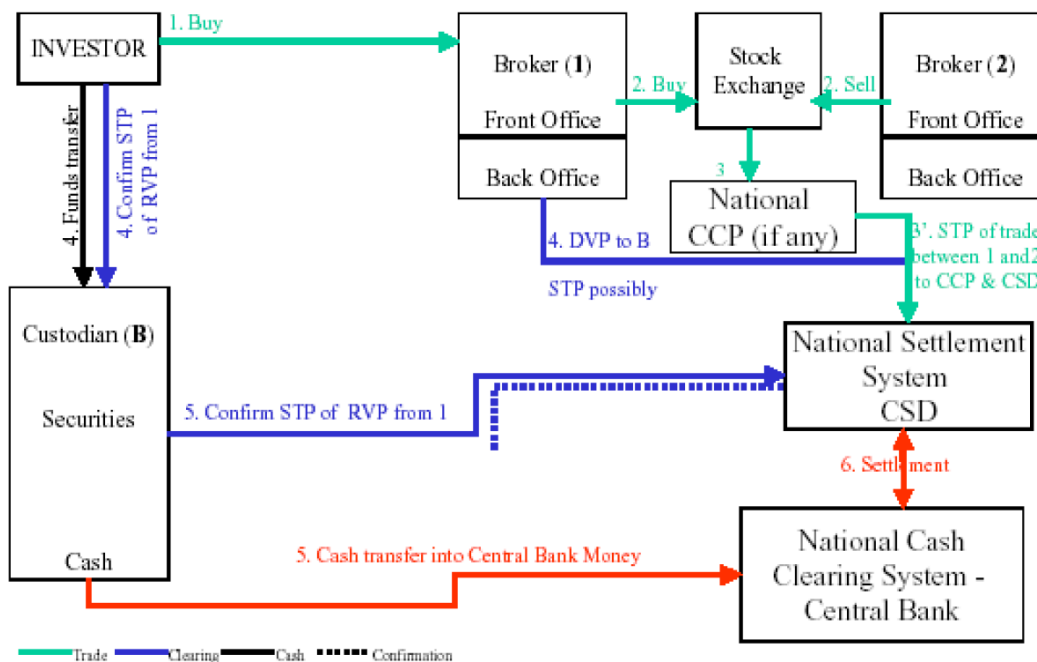
4.2. VYPOŘÁDÁNÍ LOKÁLNÍHO OBCHODU V CENTRÁLNÍM DEPOZITÁŘI

Abychom mohli lépe analyzovat celkový proces vypořádání obchodů s cennými papíry, je vhodné představit základní scénáře obchodů, které se nejčastěji v současném post-trade prostředí odehrávají, ukázat jak jsou jednotlivé subjekty do těchto transakcí zapojeny a ukázat některé výhody, které nová platforma pro vypořádání obchodů přináší, a jak tyto procesy má zefektivnit. Základní typy obchodu, které probíhají na kapitálových trzích určitého státu, jsou tzv. obchody na domácích burzách, popř. na centrální burze, bez zapojení zahraničních subjektů jako jsou různí agenti, sub-custodiáni apod. V případě realizace obchodu na domácí burze a jeho následném vypořádání investor instruuje brokera/dealera, který pomocí burzy najde odpovídající protistranu, ve většině případů také instituci fungující jako broker/dealer. Po spárování těchto dvou instrukcí je obchod předán na centrální protistranu a následně detaily obchodu zaslány do vypořádacího systému. Po realizaci obchodu je investorovi zaslána confirmace obchodu, kterou buď předává přímo svému custodienovi nebo na jejím základě generuje pokyn k vypořádání obchodu, neboli dodání cenných papírů na jeho účet v rámci svého custodiena. Custodián následně potvrzuje přijetí cenných papírů a instruuje převod peněžních prostředků za tuto transakci. Transakce je následně dokončena po úspěšném vypořádání převodu cenných papírů a peněz v rámci národního mezibankovního systému³⁶.

³⁵ECB, Target 2, [online]. [cit.21.3.2018]. Dostupné z <https://www.ecb.europa.eu/paym/t2/about/vision/html/index.en.html>

³⁶V ČR je tímto systémem CERTIS

Obrázek 4. Vypořádání obchodu na lokálním trhu



Zdroj: Crossborder securities clearing, str. 46

4.3. VYPOŘÁDÁNÍ CROSS-BOARDER OBCHODŮ

U tzv. cross-boarder obchodů, neboli přeshraničních obchodů, které jsou realizovány částečně mimo domácí trh, dochází k zapojení více subjektů, které na příslušných trzích operují. Stručně řečeno jsou to takové subjekty, které navzájem nakupují a prodávají cenné papíry na zahraničních trzích a účastní se transakcí s protistranami operujících v ostatních zemích. Aby tato transakce mohla být zrealizována, musí mít oba zapojené subjekty, zde prodávající a nakupující, přístup do systémů umožňující přijetí či dodání zahraničních cenných papírů. V porovnání s vypořádáním transakcí na domácím trhu tak vypořádání obchodů nad rámec hranic daného státu a jeho vlastního kapitálového trhu, zahrnuje komplex složitějších vazeb umožňující subjektům přístup do vypořádacích systémů na těchto trzích nebo alespoň komunikaci s nimi. Pro vypořádání přes-hraničních obchodů mají účastníci k dispozici 3 hlavní způsoby, jak jejich transakce vypořádat.

- a. Mít přímý přístup do národního centrálního deponitáře, kde jde daný cenný papír emitován. Instituce či obchodníci z jiných zemí by v tomto případě museli vytvořit

lokální pobočku či podobnou entitu a stát se členem národního depozitáře. Tento přístup není hojně využíván³⁷.

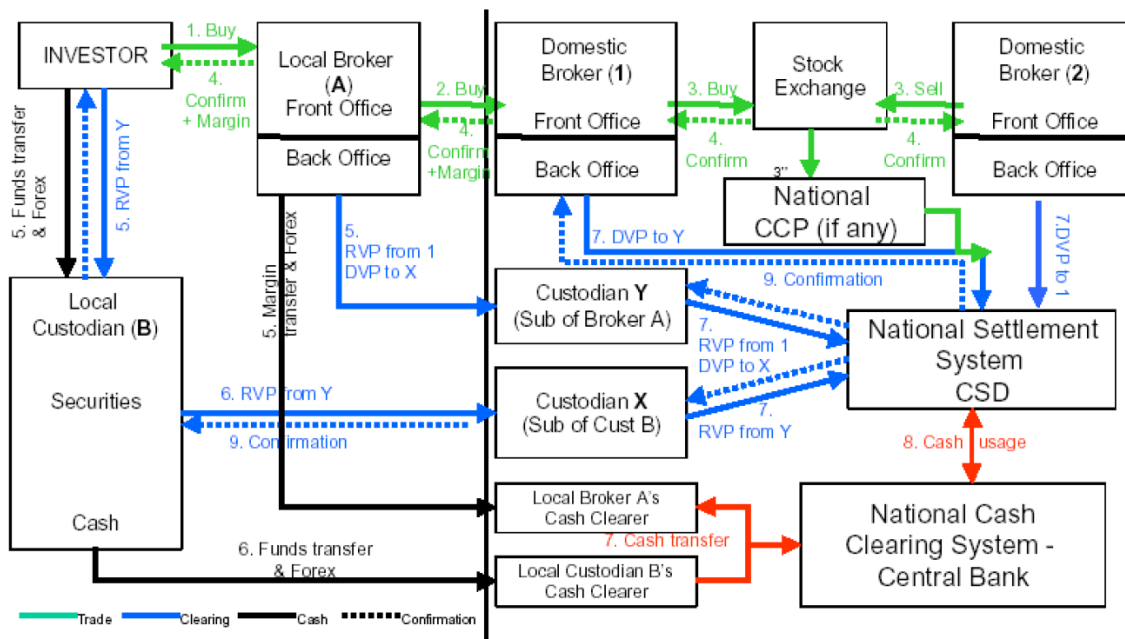
- b. Využít služeb lokálního agenta, který je standardně finanční institucí s členstvím v národním depozitáři v zemi, kde byl daný cenný papír emitován. Tito lokální agenti jsou také často využíváni pro zprostředkování kontaktu s národním depozitářem v rámci vazeb mezinárodních či globálních custodienu. Tento přístup je využíván nejvíce. Takto je např. přes lokálního agenta, spol. Unicredit bank, napojen na Centrální depozitář cenných papírů v Praze i Clearstream banking Luxembourg.³⁸
- c. Využít služeb globálního custodienu, který umí zprostředkovat z jednoho místa přístup do více národních depozitářů přes svou síť sub-custodienu v daných zemích. Tento způsob je využíván zejména při obchodování s cennými papíry, jako jsou akcie. Tyto sub-custodiáni mohou vystupovat jako lokální pobočky nebo organizační složky globálního custodienu nebo mohou fungovat jako lokální agenti.

V případě přes- hraničního obchodu jsou aktéři přeshraničního obchodu investor, který uskutečňuje obchod přes jeho obchodníka/dealera (A) a obchod vypořádává prostřednictvím svého lokálního custodienu (B). V tomto případě jsou všechny 3 subjekty situovány ve stejné zemi. S tím ale, jak se obchod realizuje na zahraničním trhu, místní obchodník/dealer (A) využije služeb zahraničního obchodníka/dealera(1), který najde na daném trhu protistranu (2) zastupující druhého investora. Po spárování obchodu je obchod vypořádán burzou nebo centrální protistranou, je-li na místním kapitálovém trhu k dispozici. Domácí obchodník/dealer (A) bude dále potřebovat zahraničního custodienu(Y) a clearing své transakce v zahraniční měně. Lokální custodián (B) se neobejde bez custodienu s napojením na zahraniční trh a clearing pro svou transakci, ve které může být zapojena centrální banka zahraniční země.

³⁷HIRATA, CARVALHO, Crossborder Securities clearing and settlement, Hamburg institute of International Economics, 2004, ISSN 1616-4814

³⁸CDCP, Presentace Vypořádání obchodu s CP 2017

Obrázek 5. Vypořádání Cross-boarder obchodu



Zdroj: Crossborder securities clearing str. 47

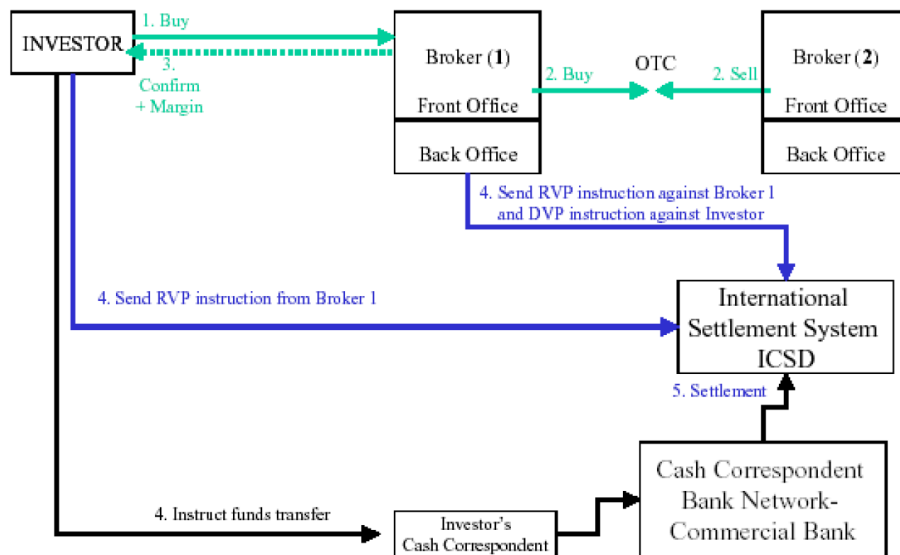
4.4. VYPOŘÁDÁNÍ OBCHODŮ S EURO OBLIGACEMI

Posledním typem transakcí, který v rámci Eurozóny ve velké míře probíhá, jsou transakce s dluhopisy členských zemí. Účastníky těchto obchodů jsou investoři, kteří zadávají své obchody pomocí svého obchodníka/dealera, který vyhledává protistranu pro spárování tzv. OTC³⁹ transakce. Transakce je následně vypořádána u mezinárodních centrálních deponitářů. Platby za tyto obchody následně probíhají přes investorovu banku a systém korespondenčních bank.

³⁹Over the counter, nebo-li obchody, které neprobíhají přímo na burze, ale některém jejím podsegmentu s nižším stupněm regulace a nároků na účastníky obchodu

Obrázek 6. Vypořádání obchodu s Euro-obligacemi.

III. Bond Transaction



Zdroj: Crossborder securities clearing str .47

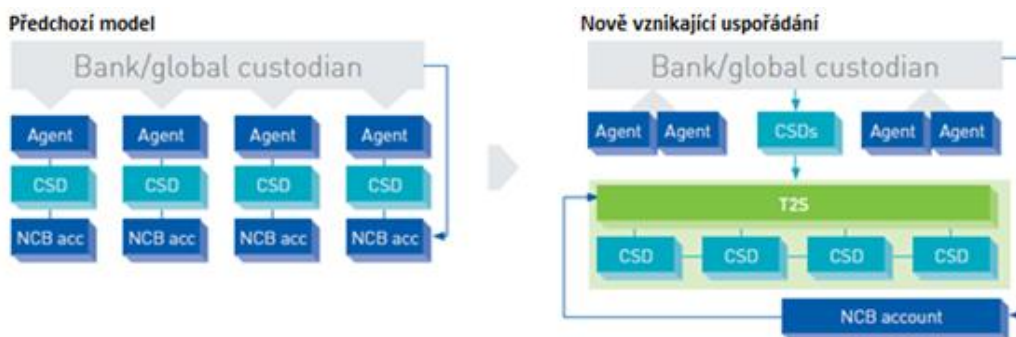
V kontextu těchto jednotlivých schémat a způsobu zapojení jednotlivých účastníků do procesů spojených s vypořádáním obchodů je evidentní, že způsobů jak se jednotlivé obchody vypořádat může být více a jednotlivý účastníci si ho volí dle svých možností a ekonomické náročnosti a celkově vhodnosti řešení modelu pro jejich potřeby. U přeshraničních obchodů je počet zapojených stran a účastníků daleko vyšší než u vypořádání na první pohled jednoduchého obchodu na domácí burze. Počet účastníků a množství operací, které je spojeno s přeshraničními obchody přináší zvýšená rizika, a to jak operativního charakteru, kdy může docházet k různému selhání vypořádání obchodů z důvodů velké komplexnosti a z ní plynoucích chyb jednotlivých účastníků, či kreditního charakteru, kdy může dojít k selhání některé z velkého množství zainteresovaných protistran⁴⁰. Ačkoliv rostoucí regulace bezprostředně po finanční krizi se významně zasloužila o lepší ochranu investorů, významnému omezení rizikových operací s deriváty či skladbu aktiv a výši kapitálu, které musí nově jednotlivé instituce držet ve svých rozvahách, je to pouze jedna část zlepšení efektivity fungování mezinárodních finančních trhů.

⁴⁰Např. Lehman Brothers, USA, 2008 při velké expozici vůči hypotečním úvěrům a na ně navázaným derivátům nebo MF Global 2012 při velké expozici vůči EU vládním dluhopisům a jejich následnou volatilitou

4.5. T2S PLATFORMA

Jak již bylo popsáno v úvodu, hlavními důvody pro vznik společné platformy je značná rozštěpenost vypořádacích systémů jednotlivých států a s ním související složitá struktura vazeb mezi jednotlivými účastníky, nejednotná regulace a pravidla, vysoké transakční náklady a neefektivita při realizaci přeshraničních transakcí. Typická banka nebo kustodián vyžadující připojení na více zahraničních trhů většinou musí jít skrze velmi složitou strukturu zprostředkovatelů. Vezme-li v úvahu rostoucí objemy transakcí a jejich absolutních objemů, navyšování regulace a růst složitosti finančních transakcí, jeví se tento systém jako velmi finančně náročný a do budoucna neudržitelný⁴¹. Řešením tohoto problému je tedy harmonizace a centralizace vypořádacích procesů na novou platformu T2S, která představuje příležitost pro jednotlivé účastníky operovat na více konsolidovaném modelu. Složitost těchto propojení a vazeb nejlépe vystihuje obrázek níže.

Obrázek 7. Struktura vazeb v post-trade prostředí



Zdroj. Oliver Wyman, T2S opportunity, vlastní zpracování

V porovnání se současným modelem je zde fungující jednotná platforma, která umožní jednotlivým účastníkům přímý a konsolidovaný přístup k připojeným účastníkům a využít všech výhod, který tento systém přináší. Těmi nejzásadnějšími jsou 4 následující oblasti:

⁴¹ ECB, Target 2, [online]. [cit.21.3.2018]. Dostupné z <https://www.ecb.europa.eu/paym/t2/about/vision/html/index.en.html>

1. ***Snížení nákladů souvisejících v oblasti settlement transakcí*** – cenné papíry budou drženy přímo na jednotné platformě a vypořádávány za peníze uložené u ECB, s růstem objemů se budou snižovat i celkové náklady za vypořádání
2. ***Nižší finanční nároky na držení kapitálu*** – konsolidované místo pro držení kolaterálu⁴² pro vypořádání transakcí, financování cenných papírů a dalších aktivit, snížení roztržitosti vazeb a propojení
3. ***Netting transakcí*** – zvýšení počtu transakcí, které bude možné nově vypořádat v rámci jedné platformy a to i na odlišných trzích (tzv. cross-boarder obchody).
4. ***Zjednodušení operací*** – snížení počtu přístupových bodů do post-trade prostředí a tím nižší složitost vazeb a propojení, snížení operačních rizik a zvýšení standardizace jednotlivých procesů.⁴³

Jak uvádí ve svém materiálu T2S Opportunity Oliver Wyman, všechny tyto výhody mají společného jmenovatele a tím je konsolidace a koncentrace vypořádání do společného projektu, na kterém se budou podílet všichni jeho účastníci a který ještě více podpoří stabilitu evropského finančního trhu.

4.5.1. Faktory ovlivňující způsob napojení na platformu T2S

Potenciální velikost úspor z fungování společné platformy je ale zároveň přímo úměrná velikosti nákladů, které budou muset jednotliví účastníci, za předpokladu, že se budou chtít zapojit, obětovat. Jednou z klíčových otázek, která tento problém nejvíce ovlivní je výběr způsobu připojení na novou platformu. Nabízí se zde dvě varianty, mezi kterými je možné zvažovat – přímo napojený účastník, Directly connected party (DCP) nebo nepřímo napojený účastník, tzv. indirectly connected party. Obě dvě tyto možnosti se neliší jen technickou stránkou připojení, ale ovlivňují zejména procesní stránku všech vykonávaných operací.

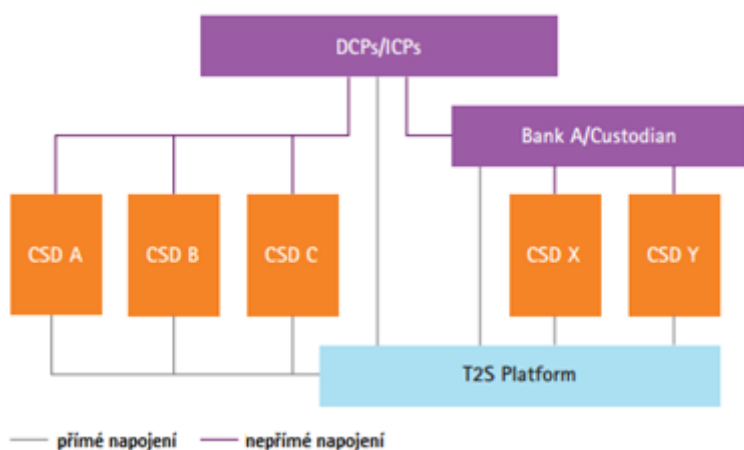
⁴² jistina, kterou ručí banka za své závazky z titulu vypořádání cenných papírů typicky centrálnímu depozitáři, cizoměnových úvěrů proti této zástavě a dalších operací

⁴³ ECB, T2S Special series, June 2012, Issue No.1

DCP VS ICP NAPOJENÍ NA PLATFORMU T2S

Hlavním argumentem proč se stát přímo napojeným účastníkem je přímé zaslání instrukcí, požadavků či reportů z platformy T2S, čili bez mezičlánku centrálního deponitáře. Přímé napojení tak umožní nejširší využití všech výhod a harmonizace prostředí, který projekt nabízí. Možnost využití připojit se jako DCP pak budou ve velké míře ovlivňovat implementační náklady, které jsou v této možnosti vyšší než v případě zprostředkovaného připojení⁴⁴. Tyto náklady tak budou muset vzít jednotlivé subjekty v potaz a implementovat je do svých strategických analýz a podnikatelských plánů. Jedním z příkladů je např. implementace nového standardu komunikace mezi subjekty, tvz. ISO 20022.

Obrázek 8. Schéma napojení na platformu T2S



Zdroj. Accenture. Target 2 Securities: Connecting to the world of T2S

Mezi hlavní výhody připojení jako ICP na druhou stranu patří nízká míra odpovědnosti směrem k poskytovateli připojení, jelikož všechna tato rozhodnutí a implementace systému leží na přímo napojeném subjektu. S tím souvisí i relativně nízké náklady umožnění přístupu na jednotnou platformu. Nevýhodou zde ale zůstává neúplné využití všech výhod a potenciálu projektu.

⁴⁴ ACCENTURE, Connecting to the world of T2S, str. 3

Nejvýznamnější faktory ovlivňující rozhodnutí stát se DCP nebo ICP jsou uvedeny v na obrázku č. 9. Pokud bychom uvedené schéma použili na lokálně orientovanou finanční instituci, jejímž hlavním cílem je minimální dopad na již fungující procesy, rozhodnutí je zde vcelku jednoduché a takovéto instituce budou s největší pravděpodobností volit model nepřímého napojení. Pro globálně orientovanou instituci s velkým množstvím vypořádacích transakcí a velkým množstvím napojení na lokální trhy a složitějšími vazbami bude pravděpodobněji dávat větší smysl přímé napojení bez zprostředkovatelů. V tomto případě může subjekt sám zasílat vypořádací instrukce a reporty k jednotlivým obchodům bez zprostředkujícího centrálního depozitáře⁴⁵.

Obrázek 9. Faktory ovlivňující volbu stát se DCP/ICP



Zdroj.: Accenture. Target 2 Securities: Connecting to the world of T2S, vlastní zpracování

Obě dvě varianty zapojení sebou ale nesou dvě hlavní výhody. První souvisí s výraznějším poklesem ceny za vypořádání cross-boarder obchodů a daleko větší výběr depozitářů, které budou na platformu napojení. Samotná konkurence mezi těmito subjekty by měla dále vést

⁴⁵ ACCENTURE, Connecting to the world of T2S, str. 4

ke snižování ceny za vypořádání a v budoucnosti pak dosáhnout efektivity podobné jako např. na US trhu.

4.5.2. MIGRACE DEPOZITÁŘŮ NA T2S

Pro plynulé nastartování projektu bylo připojení účastníků rozděleno do 4 fází a ponecháno dostatek prostoru na odladění chyb a samotnou implementaci všech procesů a zajištění co nejméně problematického provozu. Všechny subjekty, které podepsaly před zahájením projektu tzv. memorandum, přistoupili na projekt ve 4 fázích, které jsou časově popsány v příloze č. 1.

5. ANALÝZA VYPOŘADACÍHO SYSTÉMU CDCP A KOMPARACE S JINÝMI SYSTÉMY VČETNĚ T2S

5.1. ZPRACOVÁNÍ TRANSAKČÍ V CDCP

Vypořadací systém CDCP je v porovnání s ostatními trhy v Evropě relativně mladý a nemá za sebou tak dlouhé období provozu jako ostatní trhy. S tím souvisí i další aspekty, jako menší tradice obchodování s cennými papíry, menší znalosti a osvěta mezi retailovými investory, menší regulace a s tím spojená i menší ochrana investorů a mnoho dalších faktorů, se kterým se místní finanční trh buď již částečně vypořádal, mnohdy i díky stále větší harmonizaci regulace a postupů napříč Evropskou unií, nebo stále vypořádává pomocí nových projektů, které jednotliví účastníci zahajují dobrovolně s cílem zajistit si určitou konkurenční výhodu nebo na základě různých nařízení a směrnic kterými unie pomáhá finanční trh harmonizovat. Jak již bylo vysvětleno ve 2. kapitole v popisu jednotlivých fází obchodu, vypořádání závazků jednotlivých protistran se děje na úrovni centrálního deponitáře, resp. v jeho interním systému, kde jeho členové drží své majetkové účty.

Centrální deponitář cenných papírů pro účely vypořádání transakcí používá tzv. cyklový systém, kde jsou instrukce zaslané do CDCP jejich účastníky vypořádávány v cyklech, které se v průběhu dne opakují, aby mohli být v závěru dne závazky jednotlivých účastníků vyčísleny či započteny a následně vypořádány vůči účtům deponitáře nebo mezi jeho členy. Vypořádání cenných papírů pro účely těchto cyklů je možné na úrovni CDCP rozdělit na vypořádání proti penězům (versus payment), kde si účastníci vyměňují cenné papíry za peníze, nebo vypořádání bez peněz (free of payment), kde dochází k různým technickým převodům mezi účty v rámci jednoho člena či převody člena mezi deponitáři na jiných trzích. Průběh těchto cyklů v rámci dne je znázorněn níže.

Obrázek 10. Přehled vypořadacích cyklů CDCP

■ Členění vypořadacích cyklů

■ DVP cykly

□ 8:00

□ 10:00

□ 11:00

□ 12:30

■ DFP cyklus

□ 17:00

Zdroj: prezentace vypořádání obchodů CDCP 2017, str. 27

Dodání cenných papírů oproti penězům, či jejich přijetí je tak možné provést ve čtyřech cyklech. V rámci každého cyklu jsou převodní služby⁴⁶ uspořádané do dávek, kde dávka je soubor převodních služeb seřazených dle zadaných kritérií. V každém cyklu pak dochází k tzv. multi-cyklovému vypořádání, kdy jednotlivé převody zařazuje do vypořádání právě podle těchto priorit až do chvíle, kdy nezbývá již žádný obchod k vypořádání⁴⁷. Po čtvrtém vypořadacím cyklu, který je zároveň posledním, kde lze vypořádat obchody za peníze⁴⁸, jsou závazky plynoucí z uzavřených obchodů agregovány a vygenerovány platební příkazy jako výsledek kreditních a debetních pozic každého z členů. Prakticky to tak znamená, že první cyklus v 8:00 je ukončen až po obdržení confirmace platebních příkazů za všechny cykly vypořádání ze strany CDCP. To bývá zpravidla mezi 13 a 14 hodinou. Zúčtování těchto plateb pak probíhá v clearingovém centru ČNB, v systému CERTIS. Možnost vypořadávat obchody proti penězům pouze v těchto 4 dopoledních cyklech tak může být jistou nevýhodou pro některé klienty, zejména pak ty, kteří operují z jiných částí světa a díky časovému posunu tak nemusí mít dostatečný prostor pro vypořádání svých transakcí na místním trhu, natož reagovat na nestandardní situace související s vypořádáním. U některých depozitářů, provozujících podobný systém, avšak již připojených na platformě T2S je možné toto omezení vykompenzovat možností vybrat si trh, kde uvedený obchod proběhne a lépe se tak těmto odlišnostem napříč trhy v post-trade prostředí přizpůsobit. Tato možnost se však vztahuje pouze na cenné papíry obchodované v EUREch. Pokud by

⁴⁶ CDCP používá tzv. služby, které dle jejich účelu čísluje, seznam služeb viz. příručka CDCP

⁴⁷ CDCP, Vypořádání obchodu s CP, str. 14

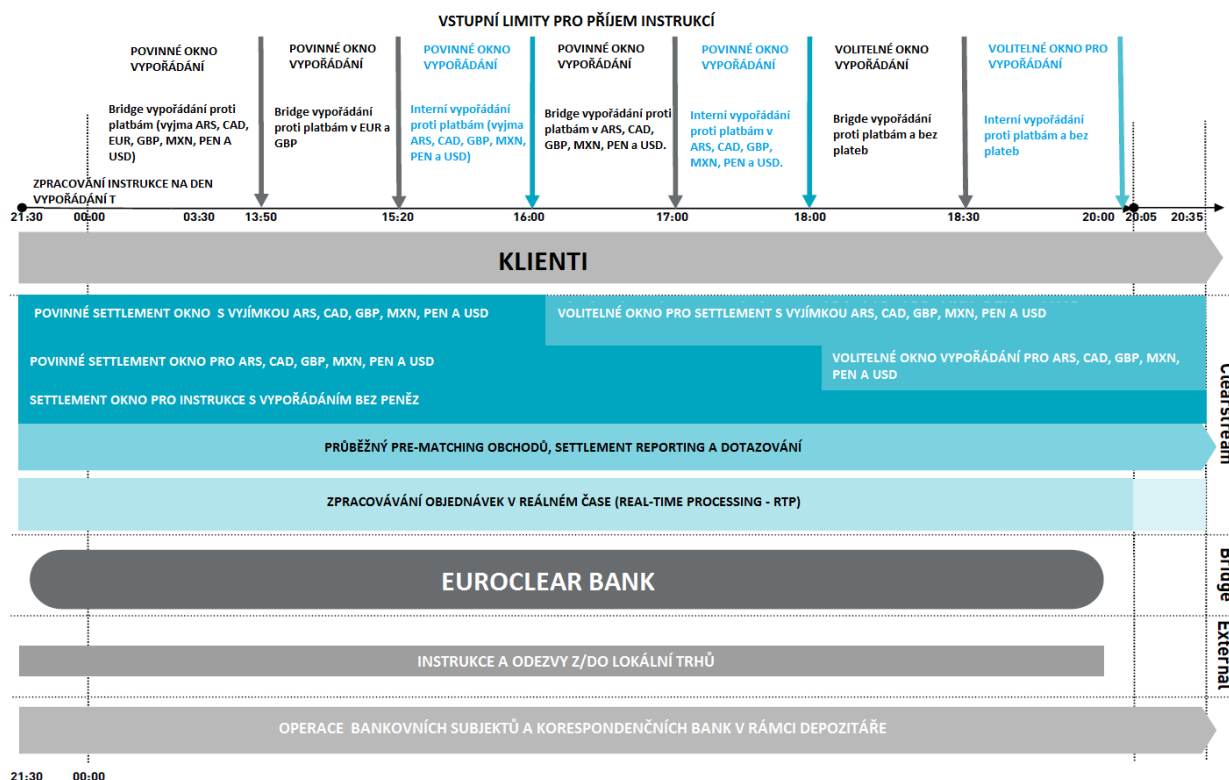
⁴⁸ Všechny obchody uzavřené na regulovaném trhu, bez peněz lze realizovat pouze obchody uzavřené na OTC trhu

v rámci CDCP bylo zastoupení těchto cenných papírů větší, byl by to jeden z pádných argumentů pro přistoupení k tomuto projektu. Zde je možné vidět, jak dopad jedné z funkcionalit nové platformy může mít dopad i na další stránky činnosti konkrétního depozitáře. Vezmeme-li v úvahu, že by bylo možné obchodovat s EUR cennými papíry emitovanými na lokálním trhu prostřednictvím CDCP i přes ostatní depozitáře jiných států, bezpochyby by to vedlo k nárůstu objemu obchodů a s tím souvisejících dalších implikací pro fungování finančního trhu v tuzemsku. Obavy, které vyjádřili některé depozitáře, že zpřístupnění jejich infrastruktury v rámci společného projektu povede k poklesu příjmů za vypořádané obchody tak nemusí být opodstatněné.

5.2. ZPRACOVÁNÍ INSTRUKCE V CBL (T2S)

Pro porovnání cyklového systému, provozovaného lokálním depozitářem se systémem tzv. průběžného vypořádání, je možné vzít v úvahu systém vypořádání obchodů mezinárodního centrálního depozitáře společnosti Clearstream Banking Luxembourg, který zároveň zmigroval své klienty na společnou platformu T2S v rámci 3. vlny v listopadu 2016. U této finanční instituce, abychom mohli vypořádání obchodů a možnosti dalších služeb porovnat, budeme brát v potaz pouze část operací, která tato společnost je schopna poskytovat interně - interní vypořádání obchodů, neboli vypořádání obchodu mezi jednotlivými účastníky tohoto depozitáře ve vlastních knihách, bez nutnosti vypořádání obchodu na externích trzích, kde je i Clearstream banking Luxembourg závislý na zdejších procesech. Schéma vypořádání instrukce v systému Clearstream je znázorněn na obrázku č. 12.

Obrázek 11. Zpracování obchodu v rámci CBL



Zdroj: CBL user manual 2017, vlastní zpracování

V rámci CBL začíná vypořádání instrukcí v den před samotným dnem vypořádání, což je podobný mechanismus zpracování instrukcí jako v CDCP, kde dochází v rámci posledního cyklu bez peněz k nahrání dosud přijatých instrukcí a jejich import do systému CDCP ke spárování s příslušnými protistranami. Jak můžeme vidět na obrázku 1, dělí se jednotlivé bloky vypořádání v rámci CBL na blok tzv. povinného vypořádání (mandatory) a volitelného (optional). Povinný blok vypořádání zde tak běží až do 16:10 bez ohledu zda jde o vypořádání bez peněz nebo proti penězům. Jak je vidět z přiloženého schématu, pro některé měny jako např. GBP či USD běží průběžné vypořádání povinného typu až do 18 hodiny, pro technické převody bez peněz je možné využít vypořadacího okna končícího až ve 20:00. Pokud účastníci nevypořádali obchody v rámci okna pro povinné vypořádání ze strany CBL, mají možnost tak učinit ještě v rámci volitelného vypořádání ze strany CBL a to až do 20:35⁴⁹. Jak je možné vidět, největším omezením je zde možnost vypořádání

⁴⁹ CLEARSTREAM, CBL user manual, str. 40

plateb za realizované obchody v pozdních hodinách, kdy u některých méně likvidních měn není možné vypořádat obchody v tak širokém pásmu jako například u amerického dolaru. Pro tyto účely je možné porovnat operační hodiny RTGS systému CERTIS a systému TARGET 2.

Obrázek 12. Provozní hodiny TARGET 2

	čas	popis
provozní doba	06:45 a.m. – 07:00 a.m.	obchodní okno pro přípravu denních operací
	07:00 a.m. – 06:00 p.m.	denní operace
	05:00 p.m.	ukončení klientských plateb
	06:00 p.m.	ukončení plateb mezi bankami

Zdroj: www.ecb.europa.eu⁵⁰

V rámci platformy TARGET 2 je tak možné provádět platby mezi bankami až do 18 hodiny místního času, v případě systému CERTIS je toto okno pro provádění plateb o něco kratší, kdy poslední platbu je možné vypořádat před 16 hodinou⁵¹. Finanční instituce tak přes TARGET 2 dostávají větší prostor pro realizaci svých operací a zejména pak větší prostor pro převody peněz mezi jednotlivými trhy a depozitáři, kde pro výkon svých služeb musí držet příslušné množství likvidity. V současném prostředí záporných sazeb, kdy volný kapitál finančních institucí je úročen zápornými sazbami jde o nespornou konkurenční výhodu, kdy je možné stáhnout likviditu na účty centrálních bank i v pozdějších časech, kde jsou podmínky uložení likvidity výhodnější, ač v současné době u některých měn jako EUR či CHF stále záporně úročeny. Česká národní banka záporné sazby u vkladů v Kč přes noc neaplikuje⁵². Negativní sazby za volnou likviditu ale nemusí být jedinou „sankcí“ za držení těchto prostředků na účtech v depozitářích. Stále častěji je těmito institucemi uplatňována sankce za tzv. excess liquidity, neboli volnou likviditu na jejich účtech. Spolu s vysokým tlakem na efektivitu bank a tlakem na marže z finančních transakcí, kladou tyto okolnosti velké nároky na řízení likvidity těchto institucí a potažmo i

⁵⁰ ECB, Target 2 [online]. [cit.21.3.2018]. Dostupné z <https://www.ecb.europa.eu/paym/t2/professional/indicators/html/index.en.html>

⁵¹ ČNB, Platební styk [online]. [cit.21.3.2018]. https://www.cnb.cz/cs/platebni_styk/certis/certis_popis.html

⁵² Aktuální diskontní úroková míra činí 0,05%

platební systémy. Projekt TARGET 2 je nedílnou součástí platformy T2S a nabízí tak synergický efekt pro všechny účastníky, kteří v těchto systémech operují.

Rozdíl mezi cyklickým a průběžným systémem vypořádání transakcí nelze zjednodušit pouze na samotné vypořádání obchodů. S principem těchto systémů jsou také spojené další přidružené služby jako např. pre-matching, což je oznámení o stavu instrukce ze strany depozitáře ještě před samotným vypořádáním. U cyklových systémů jsou tyto informace dostupné vždy až po provedení každého cyklu a zkontrolování příslušné instrukce systémem, zatímco u průběžných vypořádacích systémů jsou tyto informace distribuovány klientům, jakmile jsou k dispozici, zpravidla do několika minut po zpracování instrukce v případě interních obchodů či po obdržení odezvy z příslušného trhu. Zpravidla tedy v rámci krátké doby po obdržení instrukce depozitářem, pomocí nejrůznějších algoritmů, které pomáhají stavy instrukcí vyhodnocovat. V rámci CDCP se nejedná o historicky dostupnou službu, ale službu která byla doimplementována až později s nástupem ESF–ECSDA Market Standards, jež tento standard pre-matchingu definuje. Standardy v rámci tohoto předpisu jsou definovány pro komunikace ve standardu SWIFT ISO 15022. Jelikož ale CDCP v tomto formátu v rámci mezibankovního trhu nekomunikuje, bylo využito analogického postupu v rámci jejich systému. V rámci regulace finančních institucí tak můžeme vidět i další pozitivní dopady, kdy částečně dochází i k nucenému vývoji systémů jednotlivých institucí, což můžeme vidět i se začínající platností regulace CSDR⁵³, která v rámci harmonizace vnitřní pravidel pro vypořádání obchodů v rámci společného evropského trhu tento zabezpečený komunikační kanál po jejich účastnících vyžaduje. Centrální depozitář si je této skutečnosti vědom a komunikaci pomocí SWIFT plánuje implementovat na začátku roku 2018⁵⁴. Jelikož si je CDCP vědom velikosti zásahu do své infrastruktury a infrastruktury svých klientů, nabízí z pohledu klienta tři úrovně implementace tohoto nového způsobu komunikace.

1. bez implementace SWIFTu – v tomto případě by dopad na klienty neměl být žádný, SWIFT nenabízí žádné dodatečné funkce, kterými by CDCP ve svém interním systému již nedisponoval a klienti tak budou moci přistupovat do centrálního depozitáře skrz stávající propojení

⁵³ Zkratka pro Central Securities Depository Regulations

⁵⁴ VÁCHA, Unicredit bank, [online]. [cit.21.3.2018]. Dostupné z <http://gss.unicreditgroup.eu/about-us/news/swift-options>

2. částečná implementace SWIFTové komunikace – SWIFT by měl zcela či částečně nahradit způsob komunikace v oblasti vypořádání, modifikací instrukcí a zpráv využívaných pro reporting a reporting stavů majetku
 - stávající brána do CDCP bude dále využívána pro otevírání účtů, nastavování limitů pro vypořádání či zřizování zástavních práv účastníky
3. plná implementace SWIFTové komunikace – bude znamenat vypořádání, modifikace a reporting stavů přes tento kanál a další funkcionality přes nové rozhraní CDCP, které by mělo začít fungovat začátkem roku 2019⁵⁵

5.3. NOVÉ FUNKCIONALITY

Implementace SWIFTové komunikace je bezpochyby velkým krokem vpřed v oblasti harmonizace vypořádacích systémů na finančních trzích a zároveň velkým přínosem pro STP, neboli straight-through processing či automatické procesování instrukcí bez potřeby dalšího zásahu, což vede k zefektivnění činností jak na straně klientů, tak na straně centrálního depozitáře. I z tohoto důvodu je to jeden z požadavků regulace CSDR pro harmonizaci a zefektivnění činností CSD v Evropě, jakýkoliv manuální zásah totiž otevírá možnosti potenciálních rizik pro daný subjekt. Projekt T2S zde zavádí dokonce vyšší standard, než je aktuálně na většině trhů používán a to standard ISO 20022 namísto původní ISO 15022. Spolu s vyšším standardem komunikace ale projekt přináší další nové mechanismy. Jsou jimi například:

- Hold & release – neboli pozdržení instrukce a její následné odeslání – to umožňuje účastníkům odeslat odchozí instrukce na trh i v případě, že klient v současné době nemá cenné papíry na svém účtu, ale teprve např. čeká na jejich dodání. To umožňuje zejména rychlejší vypořádání obchodů na základě již před-spárovaných instrukcí účastníků.
- Upřednostnění instrukcí – zcela nová funkcionality na T2S, která umožňuje dát instrukcím vyšší či nižší prioritu. Obdobná funkcionality je již dostupná v CDCP⁵⁶,

⁵⁵ VÁCHA, Unicreditbank, [online]. [cit.21.3.2018]. Dostupné z <http://gss.unicreditgroup.eu/about-us/news/swift-options>

⁵⁶ CDCP, vypořádání obchodu s CP 2017, str. 15

umožňuje však pouze „poskládat“ za sebe jednotlivé instrukce a nastavit, v jakém pořadí se vypořádají, nejde tak přímo o prioritizaci, kde je možné nastavit další podmínky při vypořádání.

- Pravidla recyklace pokynů – umožní nespárovaným instrukcím „čekat“ na spárování protistranou až 20 dní, začínajících od plánovaného data vypořádání. Na některých trzích je stále nutné každý den re-instruovat, pokud nedojde ke spárování mezi dvěma účastníky vypořádání. Na BCPP forma recyklace pokynů taktéž funguje, pro klienty by tak přechod na T2S nemělo být toto nové pravidlo změnou.
- Oboustranné rušení pokynů – je pravidlo pro situace, kdy obchod je již spárován ale zatím nevypořádán, např. čeká na vypořádací cyklus. V tomto případě je nutné, aby zrušení obchodu potvrdily obě dotčené protistrany, ne jen jedna jako je tomu v případě nespárovaného obchodu.
- Svázání instrukcí – nová platforma také nabízí pokročilé funkce propojení instrukcí jednotlivých obchodů, které jsou navzájem propojeny, např. má-li před vypořádáním obchodu proběhnout ještě jiná transakce, nebo má-li po vypořádání určitého obchodu proběhnout nějaký další -> to vše se dá nově nastavit pomocí typu instrukcí with, after a before⁵⁷
- Dostupnost Allegementů⁵⁸ - u systému T2S tyto instrukce systém automaticky rozpoznává a přiřazuje je k nejpravděpodobnějším instrukcím protistrany a dodává je ve formátu ISO 20022, pokud je klient oprávněn k přijímání zpráv tohoto typu. Tato funkcionality významně přispívá k včasnému a hladkému průběhu procesu vypořádání, je totiž možné identifikovat nesoulady ve vypořádacích detailech, ještě než přijde na řadu den vypořádání obchodu.

Většina podobných funkcionalit v rámci běžných systémů již funguje, nejde tedy o zásadní technologický posun, zásadní změnou je zde spíše harmonizace a sjednocení principů pro

⁵⁷ LONDON STOCK EXCHANGE GROUP, T2S Wave 1 Changes, 2016, str. 2.

⁵⁸ Allegementy jsou příchodí informace o vypořádání od protistrany, které se párují s instrukcemi zadané custodienem

zapojené trhy, kdy klient může očekávat informace podané stejným způsobem a ve stejné formě, příp. si je v tomto formátu dohledat.

Celkově napříč trhy dochází k zefektivňování procesů a tím i k snižování cen za vypořádaný obchod a tlakem na marže jednotlivých účastníků. Proces zapojení se do projektu podobnému T2S tak může znamenat možnost společné cesty a společné integrace důležitých principů v prostředí rychle se měnících finančních trhů.

6. ANALÝZA DOPADŮ T2S NA POST-TRADE PROSTŘEDÍ

6.1. HLAVNÍ PŘÍNOSY A VÝHODY PROJEKTU T2S

Kromě výhod, které nový projekt přináší v oblasti nových funkcionalit ve světle moderních vypořádacích systémů, které klientům přináší větší komfort při samotném vypořádání či více automatizovaných procesů a menší pravděpodobnost selhání při zpracovávání instrukcí, jsou dalšími stěžejními výhodami nové principy, které umožní jednotlivým depozitářům plně využít výhod harmonizace, konsolidace a výhod zastřešení systému ze strany ECB. Tyto nové principy, mající dopad zejména na provozní hospodaření a úspory plynoucí z efektivnějšího vypořádání, by měli mít zásadní dopad zejména na následující oblasti:

- Snížení nákladů v oblasti vypořádání (settlementu) transakcí
- Nižší finanční nároky na držení kapitálu
- Netting transakcí
- Zjednodušení operací

Náklady v oblasti vypořádání je možné snížit zejména z důvodu možnosti držet cenné papíry přímo na infrastruktuře systému, ne tedy v knihách jednotlivých depozitářů na příslušných trzích, kde daný subjekt působí. V tomto případě dochází k přímé expozici vůči ECB, kdy z tohoto titulu také dochází k významnému snížení operačního rizika vůči subjektu s největší kredibilitou a z toho plynoucí mírnější požadavky dalších regulací, zejména v oblasti kapitálových požadavků na tyto subjekty. Díky přímé expozici vůči centrální bance je možné využívat dalších výhod, které účastníkům nabízí – např. jde zejména o automatickou možnost kolaterálu⁵⁹, pokud jsou na účtu u ECB drženy cenné papíry, nižší minimální rezervy držené v rámci instituce přes noc a v neposlední řadě redukce potřeby kolaterálu v obdobích vyšší zátěže. ECB tyto služby nabízí všem účastníkům bezplatně, zatímco u komerčních subjektů se dá očekávat jejich zpoplatnění.⁶⁰ V provozní oblasti společná platforma umožní zejména snížit prodlevy v oblasti jednotlivých operací v rámci

⁵⁹ Subjekt může za své závazky z finančních operací ručit aktivy uloženými u ECB a nemusí z jejich titulu držet nadbytečnou likviditu

⁶⁰ ECB, T2S Special series, June 2012, Issue No.1, str. 4

vypořádání a snížit operační rizika transakcí. Výsledkem tohoto rozpletení složitých vazeb je výrazné snížení operačních nákladů a nákladů na držený kapitál u jednotlivých subjektů. Tento přístup sebou ale ponese i některé vedlejší náklady, např. ve formě změny nastavení operačního modelu jednotlivých institucí, které se budou odvíjet od zvoleného modelu připojení DCP/ICP.

Potřeba odděleného držení kapitálu na samostatných trzích je v případě T2S značně snížena právě koncentrací kapitálu a cenných papírů na úrovni infrastruktury, včetně jeho jednoduchého stahování či navyšování tak, jak to vyžaduje aktuální regulace, aktuálně BASEL III⁶¹. Volný kapitál, který touto koncentrací aktivit vznikne, instituce mohou dále využít pro potřeby svých finančních operací, jako jsou operace s deriváty, repo-operace či půjčování cenných papírů, které se stávají ještě více dostupné.

Netting transakcí, neboli možnost vypořádání bez účasti dalších protistran, bude narůstat tak, jak moc trhů se podaří do projektu integrovat. Již dnes dochází k nettingu obchodů v rámci jednotlivých depozitářů, kdy jsou výrazně sníženy operační rizika a samotné náklady vypořádání. V rámci T2S pak netting transakcí dostává daleko větší rozměr, a to možnost nettovat transakce napříč trhy. To se týká zejména nettingu toků vlastních plateb, kdy depozitáře budou potřebovat daleko menší kreditní linky pro vypořádání - odpadají zde tedy toky plateb, pokud jsou nákupy a prodeje realizovány na odlišných trzích.

V oblasti provozních operací, kde dochází zejména díky snížení komplexity celého systému a snížení počtu složitých propojení a vazeb mezi jednotlivými účastníky, bude možné snižovat náklady back-office oddělení a konsolidovat způsoby napojení jednotlivých subjektů. Takto konsolidovaný systém přináší vyšší efektivitu při vypořádávání cross-boarder transakcí ve smyslu srovnání přes-hraničních transakcí s těmi domácími. V rámci vypořádání domácích obchodů je riziko chyby při vypořádání velmi nízké (většinou i méně než 1%), zatímco u přes-hraničních obchodů je toto riziko podstatně větší (zpravidla 3-4 % i více)⁶². Tyto chyby a související nevypořádání obchodu následně vedou k dalším finančním ztrátám, např. ušlý

⁶¹ ECB, T2S Special series, June 2012, Issue No.1, str. 8

⁶² WYMAN, Unlocking the T2S benefits, str. 11

kreditní úrok z držených depozit či výnos z držení cenných papírů, pokuty za nedodržení podmínek obchodu či ohrožení reputace subjektu. Tuto skutečnost jednotliví účastníci ocení zejména z důvodu nyní již platné regulace CSDR, která dbá na včasné vypořádání obchodů a sankcionuje subjekty, které z jakýchkoliv důvodů nejsou schopni dostát závazkům plynoucích z uzavření obchodu mezi dvěma subjekty. Díky snížení komplexity a nákladů cross-boarder obchodů se dá implicitně očekávat i pokles poplatků za jejich vypořádání, které bude ale záležet na koncové podobě poplatkových struktur custodienů. Dá se očekávat, že např. pokles poplatků za vypořádání může být kompenzováno nárůstem poplatků v jiných oblastech, např. u poplatků za držení cenných papírů, tzv. safekeeping fee. Úroveň dosažení úspor bude samozřejmě dále záviset na složitosti operací subjektu a jeho teritoriálnímu zaměření. Vyšší úspory se dají očekávat u mezinárodních institucí s větší komplexitou transakcí, než s menší bankou, jejíž hlavním zaměřením je domácí trh a přes-hraniční transakce tvoří menší podíl. Tyto kritéria tak budou dále důležité pro rozhodnutí subjektů se do projektu zapojit a vybrat vhodný způsob zapojení⁶³. Komplexní výčet rozsahu úspor je možné vidět na Obrázku č. 8.

⁶³ ECB, T2S Special series, June 2012, Issue No.1, str. 9

Obrázek 13. Matice výhod a přínosů projektu T2S

hlavní potenciální výhody		dopad na post-trade prostředí			snížení rizika	
		kapitál	trans. N	provoz. N		
1	snížení expozice související s vypořádáním	a. přímá expozice tržní infrastruktury a centrální bance	↓		↓	
		b. autokolateralizace, možnost používat rezervy bank, bezplatné intradenní úvěry od centrální banky	↘	↓	↓	
		c. stabilita centrální banky ve stressovém prostředí				↓
		d. držení cenných papírů na úrovni deponitáře	↘		↘	↓
2	koncentrace kolaterálu pro vypořádání	a. nižší požadavky na držený kolaterál v rámci jednotlivých trhů	↘	↓	↘	
		b. nižší expozice při vypořádání a nižší požadavky na kolaterál klientů	↘			↓
		c. optimalizace řízení kolaterálu a koncentrace vypořádání	↘	↓	↘	↘
3	netting vypořádání	a. netting peněžních toků na jednom ECB účtu	↘	↓	↘	
		b. vykrácení expozic klientů a kreditních linek při nettingu transakcí k vypořádání	↘			↓
		c. netting financování obchodů s cennými papíry v jednom systému	↘			↓
4	zjednodušení operací	a. snížené množství rozhraní a přístupových bodů do T2S a relevantních trhů			↓	↓
		b. vyšší efektivita přes-hraničního vypořádání		↓	↓	↘
		c. nižší přeshraniční poplatky a komplexita napojení			↘	

↘ nízká úspora ↓ vysoká úspora

Zdroj. Oliver Wyman, T2S opportunity, vlastní zpracování

Hodnocení dopadů projektu a ekonomické výhodnosti pro jednotlivé subjekty vyžaduje částečné zobecnění jejich výčtu a namodelování situace provozu platformy T2S na modelu jejich činnosti. Typickými zástupci, kteří na T2S operují, jsou zejména brokeri a dealeri cenných papírů, umožňující obchodování a vstup na burzu ostatním subjektům, globální custodieni jako správci aktiv či poskytovatelé servisních činností a v neposlední řadě regionální banky, coby univerzální instituce. Výše vstupních, kapitálových a provozních

investic je možné spočítat na základě výčtu jejich základních portfolio činností se zohledněním regionálních specifíků, např. objemy transakcí, které zpracovávají, vyspělost IT infrastruktury či míru nabízených služeb. Zjednodušeně lze říci, že úspory a výhodnost řešení bude nejvyšší v případech, kdy daný subjekt nemá přímé přístupy na lokální trhy (musí je řešit prostřednictvím složitých vazeb agentů, sub-custodienů a lokálních bank) a

zároveň nemá přístup k infrastruktuře centrální banky pro účely vypořádání plateb a operací s finančními instrumenty. Dále se dá říci, že potenciál budoucích úspor v rámci centralizovaného řešení bude do budoucna růst a to zejména z důvodu vyvíjející se regulace a finančního trhu celkově, kdy vznikají nové finanční instrumenty, vyvíjí se digitální měny, alternativní investice apod. V poslední době je to např. projekt šesti světových bank a jejich snaha vytvořit tzv. utility settlement coin, v rámci které by probíhalo vypořádání všech finančních transakcí⁶⁴. Sladit všechny tyto budoucí výzvy, to jsou také hlavní přínosy zapojení se do společného projektu. Některé z přínosů nemusí být evidentní v nejbližším střednědobém horizontu, kam se většinou ubírají analýzy přínosů T2S, ale vše záleží na míře zapojení subjektů a na tom, jak se podaří systém vypořádání harmonizovat a zjednodušit.

⁶⁴ Dostupné z <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-08-31/ubs-virtual-currency-group-adds-six-more-financial-institutions>

6.2. ANALÝZA ZAPOJENÝCH SUBJEKTŮ

Analýza dále kvantifikuje výhody plynoucí z harmonizovaného prostředí a infrastruktury a to pro 3 vybrané skupiny institucí, konkrétně brokeři-dealeři, globální custodieni a regionální banky. Tyto 3 skupiny se svým byznysem liší a migrace na nový systém jim přinese výhody v různých oblastech.

6.2.1. BROKEŘI/DEALÉŘI

První skupinou jsou brokeři a dealéři zajišťující přístupy na trhy v rámci celé Evropy, generující objemy transakcí pro vypořádání ve výši 30 bilionů napříč 10 trhy napojených na T2S. Celková výše aktiv těchto subjektů se pohybuje okolo 100 bilionů⁶⁵. Pokud by se modelový subjekt rozhodl připojit na platformu T2S přes jednoho ze zapojených depozitářů a sjednotit tak přístupy na lokální trhy, využít možnosti přímého peněžního účtu vyčleněného v ECB pro vypořádání, potenciál úspory může činit až 70 milionů Eur ročně.

Obrázek 14. Dopad projektu na činnost broker/dealerů

Úspory na úrovni	EUR mn	hlavní činitel úspor
1 snížení expozice	3 - 24	přímé expozice centr. bank bezplatné kreditní linky
2 koncentrace kolaterálu	15 - 18	méně potřebné likvidity pro vypořádací transakce
3 netting vypořádání	14 - 17	netting peněžních toků
4 zjednodušení operací	5 - 11	snížení IT/Ops nákladů díky zjednodušení operací
Celkem	37 - 70	úspory hnány především úsporou kolaterálu a menší potřebou kapitálu

Zdroj: Oliver Wyman, Unlocking the T2S benefits, vlastní zpracování

Potenciál úspory u těchto subjektů závisí zejména na tom, v rámci které centrální banky subjekt se svými finančními prostředky operuje. Typicky mezinárodní obchodníci s cennými papíry přistupují na jednotlivé trhy pomocí prostředníků a vypořádávají transakce za prostředky uložené u komerčních bank. Pokud by tyto obchodníci přesunuly finanční vypořádání z úrovně komerčních bank na ECB, požadavky na potřebný kapitál

⁶⁵ WYMAN, Unlocking the T2S benefits, str. 14

mohou být významně sníženy. To je možné zejména z důvodu, že protistranou vypořádání je zde ECB, kde vážená rizika této protistrany ve smyslu aktuálních regulací BASEL a dalších, jsou mnohem nižší než u komerčních bank⁶⁶. Obchodníci tak pro dodržení kapitálové přiměřenosti mohou držet mnohem nižší polštáře likvidity u svých bank a využít je např. pro další finanční operace. Dodatečné úspory mohou být dosaženy při využívání tzv. intra-denních úvěrů, které jsou ze strany ECB poskytovány bezplatně, zatímco u komerčních bank je možné, že budou do budoucna zpoplatněny. Další formou úspory pro obchodníky s cennými papíry je bezesporu možnost držení kolaterálu pro vypořádání na jednom místě u ECB, bez potřeby přelévání kapitálů mezi jednotlivými trhy a komerčními subjekty coby zprostředkovateli přístupu. Zde se očekává úspora v rozmezí 20 – 30 % celkového kolaterálu nutného pro zajištění vypořádání transakcí. Od toho se také odvíjí nižší náklady na řízení likvidity obchodníků a nižší transakční náklady při přesunu kolaterálu. Další významná úspora se týká možnosti „nettovat“ neboli vykrátit toky plateb mezi jednotlivými trhy, kdy míra této úspory se může pohybovat mezi 20 – 30% standardně požadovaného vypořádacího kolaterálu. Absolutně vyjádřená úspora ve výši 0,6 – 0,8 bilionu EUR znamená úsporu na transakčních nákladech cca 10-12 milionů⁶⁷. Toto je cesta, kterou subjekt může výrazně redukovat kapitálové požadavky na svou činnost v rámci regulace a dále je snižovat vhodným modelem fungování v rámci T2S. V neposlední řadě je velkou výhodou možnost přístupu na všechny trhy zapojené v projektu z jednoho centrálního místa a tím pádem zjednodušení operací a operačních nákladů na jednotlivých trzích. Tyto úspory pak budou záležet zejména na zvoleném modelu připojení a rozsahu aktivit subjektu

6.2.2. GLOBÁLNÍ CUSTODIEN

Druhým modelovým příkladem, který bude těžit z přínosů společného projektu, budou globální custodieni a globální brokeri či dealeri. Jedná se o subjekty, které mají ve správě aktiva v hodnotě přes 400 bilionů EUR a operují na většině trzích v Evropě. Rozsah úspor opět předpokládá přístup na tyto trhy přes jednotné místo a vypořádání finančních operací přes přímý účet alokovan v ECB, namísto složitých struktur na lokálních trzích. Na základě tabulky níže, se úspory těchto subjektů mohou pohybovat až na úrovni 50 milionů Euro za rok.

⁶⁶ ECB, T2S Special series, June 2012, Issue No.1, str. 5

⁶⁷ WYMAN, Unlocking the T2S benefits, str. 15

Obrázek 15. Dopad projektu na činnost globálních custodienu

Úspory na úrovni	EUR mn	hlavní činitel úspor
1 snížení expozice	0 - 5	přímá expozice vůči cent. bance menší dopad vzhledem k přísnějším požadavkům NCB
2 koncentrace kolaterálu	15 - 24	méně potřebné likvidity pro vypořádací transakce
3 netting vypořádání	9 - 18	toky plateb nettovány napříč širokým spektrem trhů
4 zjednodušení operací	2 - 4	menší množství struktur s menšími provozními a IT náklady
Celkem	26 - 52	úspory hnány snížením objemu potřebného kolaterálu a provozními náklady

Zdroj. Oliver Wyman, Unlocking the T2S benefits, vlastní zpracování

Úspory ze zjednodušení operací napříč trhy zde nejsou tak markantní a to zejména z toho důvodu, že custodieni nemohou operovat s klientskými aktivy a nejsou tak kolateralizovatelné⁶⁸ pro potřeby finančních operací, ale musí být díky regulacím striktně odděleny. Hlavní úsporou v této oblasti tak bude možnost využívání bezplatného kolaterálu poskytovaného prostřednictvím ECB, namísto od komerčních bank, kde je do budoucna možné jeho zpoplatnění. Úspory v oblasti soustředění kapitálu na jednom místě, tzv. cash pooling, v tomto případě znamená zdaleka nejvyšší úsporu, a to až ve výši 13-20% z nákladů na jeho přesun mezi trhy. V modelovém případě se jedná o úsporu 11 – 28 mil. v oblasti transakčních nákladů, cca 1% a 4-6 %⁶⁹ v oblasti úspory prostředků pro potřeby splnění ukazatelů kapitálové přiměřenosti na jednotlivých trzích. Možnost nettingu finančních transakcí je u custodiena o něco menší právě z důvodu regulace. Netting transakcí v tomto případě znamená úsporu 7-13 % transakčních nákladů a snížení potřeby kapitálu pro kapitálovou přiměřenost o 2-5 mil⁷⁰. Ikdyž se v porovnání s možnostmi úspor brokerů a dealerů jeví jako menší, stále jde o významná položka pro budoucí úsporu nákladů. Snížení nákladů v provozní činnosti znamená pro globálního custodiena zejména

⁶⁸ Možnost použít aktiva klientů jako ručení proti finančním operacím banky

⁶⁹ WYMAN, Unlocking the T2S benefits, str. 17

⁷⁰ GLOBAL CUSTODIAN, T2S to generate substantial savings [online]. [cit.21.3.2018]. Dostupné z: <https://www.globalcustodian.com/t2s-to-generate-substantial-savings-for-broker-dealers-gcs-and-regional-banks-study-finds/>

snížení počtu vazeb na jednotlivé trhy a centralizovaný přístup přes infrastrukturu T2S, potažmo účty vedené přímo u ECB.

6.2.3. REGIONÁLNÍ BANKA

Posledním případem, kde budeme dopady implementace T2S porovnávat s původním stavem je příklad regionální banky. Regionální bankou se zde rozumí banka mající ve správě v průměru přes 140 bilionů depozit od lokálních korporací, malých a středních podniků a retailových investorů, kde většina aktiv je alokována na místním trhu a zbylé jednotky procent pak rozmístěny na ostatních 4 – 9 trzích pod T2S. Příklad je charakterizován situací, kdy se regionální banka rozhodne konsolidovat tyto aktiva pod správu depozitáře napojeného na T2S a nahradí všechny původní finanční kanály na lokální agenty přímým napojením účtu na ECB. V tomto případě může regionální banka počítat s úsporami v rozsahu až 30 milionů Eur.⁷¹

Obrázek 16. Dopad projektu na činnost regionální banky

Úspory na úrovni	EUR mn	hlavní činitel úspor
1 snížení expozice	0 - 14	úspory plynoucí z přímého napojení na ECB
2 koncentrace kolaterálu	7 - 10	vysoké transakční náklady výhody rostoucí s šířkou pokrytí ostatních trhů
3 netting vypořádání	3 - 5	vysoké transakční náklady netting přináší úsporu s šířkou pokrytí ostatních trhů
4 zjednodušení operací	1	mírné snížení nákladů vlivem nižší provozní komplexity
Celkem	10 - 30	vysoké transakční náklady a jednodušší řízení kolaterálu přináší většinu úspor

Zdroj. Oliver Wyman, Unlocking the T2S benefits, vlastní zpracování

Snížení expozice u lokální banky stejně jako u globálního custodiána není možné z téhož důvodu, banka je zde omezena v oblasti auto-kolateralizace některých svých činností z klientských prostředků⁷². Nicméně soustředěním tohoto kapitálu na účtech ECB pro potřeby vypořádání klesne potřeba držení kapitálu na účtech v lokálních trzích a jejich centrálních bank. Zároveň potřeba kapitálu na účtu ECB není tak vysoká jako u lokálních

⁷¹ WYMAN, Unlocking the T2S benefits, str. 18

⁷² ECB, T2S Special series, June 2012, Issue No.1

centrálních bank a instituce tak mohou využít své prostředky pro další činnosti. Náklady na držení kolaterálu ale mohou být v tomto případě sníženy o 10 až 20 % jeho koncentrací na jednom místě, u ECB.⁷³ Není to tak velká úspora jako v ostatních případech, a to hlavně z důvodu, že regionální banka bude mít nejvíce aktiv soustředěných právě na trhu, kde působí. Absolutně se tato částka může pohybovat v rozmezí 6-8 milionů Eur. S tím jde ruku v ruce i možnost nettingu transakcí na společné platformě, většina obchodů se bude uskutečňovat na lokálním finančním trhu a některé možnosti, které společné řešení nabízí tak zůstanou zcela nebo zčásti nevyužity. Regionální banka je svým způsobem specifická diverzitou a rozsahem manuálních činností, které se v rámci jejich back-office oddělení zpracovávají. I zde tedy budou úspory limitovány a to zejména schopností tyto jednotlivé činnosti globálně propojit. Největší úsporou tak v tomto případě je koncentrace kapitálu na účtech ECB, místo obsluhy zahraničních trhů přes místní agenty v podobě lokálních bank.⁷⁴

Jak analýza ukazuje, jednotlivý tržní účastníci jsou schopni fungováním na společné platformě dosahovat konzistentních úspor v provozních oblastech a řízení rizik pomocí konsolidace jejich aktiv na úrovni infrastruktury a Evropské centrální banky napříč všemi trhy napojenými na T2S. Z celkového pohledu tak hlavní benefity fungování na společné platformě plynou z možnosti čerpat výhody z nižší exponovanosti subjektů vůči jednotlivým lokálním trhům a z toho plynoucí snížení rizik a komplexnosti, nižší likviditní rizika během stressových situací díky likviditě poskytnuté Evropskou centrální bankou, snížená operační rizika díky účasti v jednom systému, nikoliv unikátních systémů pro každý trh a jeho agenty a v neposlední řadě možnost držení aktiv na úrovni infrastruktury ECB a minimalizovat tak rizika selhání méně regulovaných subjektů díky delegování custody operací přímo na regulované centrální depozitáře. O tom v jaké výši se budou úspory pohybovat, či s jakými úsporami můžou dosavadní subjekty, které ještě na T2S nepřistoupili počítat, však závisí také na době, kdy se rozhodnou projektů zúčastnit a na koordinovanosti přístupu k již fungujícímu řešení.

Bez větších spekulací se dá říci, že projekt T2S je velkým krokem vpřed v oblasti vypořádání obchodů napříč EU a že pokud chtějí národní státy uspět v konkurenčním boji,

⁷³ ECB, T2S Special series, June 2012, Issue No.1, str. 7

⁷⁴ GLOBAL CUSTODIAN, T2S to generate substantial savings [online]. [cit.21.3.2018]. Dostupné z: <https://www.globalcustodian.com/t2s-to-generate-substantial-savings-for-broker-dealers-gcs-and-regional-banks-study-finds/>

neměli by s rozhodováním příliš otálet. Nejvyšší rizika, která souvisí s pozdním přístupem na společnou platformu, vidí Oliver Wyman v jeho materiálu „T2S Opportunity“ v možnostech optimalizace a změnách procesů během zapojování subjektů do infrastruktury, řešení společných úprav systémů, harmonizace apod. Nově přistoupivší subjekty se tak budou zapojovat do již fungujícího řešení bez možnosti se jakkoliv podílet na jeho změnách, což může ve finále vést k daleko větším implementačním nákladům, v krajním případě až nekompatibilitou nastavených procesů apod. Nejvíce kandidátů, u kterých můžeme do budoucna očekávat změnu jejich postoje, najdeme ve střední a východní Evropě, kde finanční trhy nejsou tak vyspělé jako u západních sousedů. Jak říká Dan Barnes, jeden z redaktorů informačního webu Global custodian: „ Pokud by bylo obchodování s cennými papíry krevním oběhem kontinentu, trhy střední a východní Evropy by strádaly pod vlivem jeho nízké cirkulace“. Přejít z těchto států z veřejného na soukromé vlastnictví majetku, které odstartovalo teprve v letech 1980 – 1990, dala západní Evropě významný náskok a umožnila jí tak dříve dospět. Trhy střední a východní Evropy, které se na novou platformu T2S rozhodli prozatím nepřistoupit, nejsou jen trhy malé, kde by se přínosy tohoto rozhodnutí daly snadněji obhájit, ale jsou jimi např. i Polsko či Rusko, které jsou z hlediska objemu aktiv držených na těchto trzích i objemu transakcí významné. Do jisté míry to může být způsobené i faktem, že se pravděpodobně nepodaří naplnit výpočty specialistů z ECB, kteří odhadovali, že po zapojení všech členských států používajících společnou měnu, dojde ke zlevnění těchto transakcí až na 15 centů za instrukci. Jelikož ale jejich předpoklady vycházejí z objemu transakcí, které se realizovali na burzách v roce 2007 v době před finanční krizí, která finanční trhy ve velké míře ovlivnila, a z předpokladu, že všechny tyto státy na T2S přistoupí, nepodaří se pravděpodobně tento cíl naplnit. Tomu nahrává i další fakt, že některé státy, které ikdyž společnou měnu používají, rozhodli se projektu neúčastnit jedním z takových je např. Irsko či Kypr. Další státy, se kterými bylo při prvních studiích počítáno, byla např. i Velká Británie, která společnou měnu nepoužívá, v rámci jiného režimu by ale pro společný projekt v ohledu objemu transakcí významným účastníkem. Kromě Velké Británie, jsou dalšími státy, které se rozhodly projektu neúčastnit a používají jinou měnu než Euro, např. Norsko, Švédsko, Česká republika či zmíněné Polsko⁷⁵.

⁷⁵ Výčet států je možné najít na <http://www.clearstream.com/clearstream-en/products-and-services/market-coverage/europe-non-t2s>

6.3. ANALÝZA ZAPOJENÝCH TRHŮ

Jednou z nejdůležitějších analýz, podporující rozhodnutí o přistoupení páteřních subjektů, jako je např. Centrální depozitář cenných papírů Praha, je analýza objemů transakcí a z toho plynoucí možnosti úspor či dalších rizik pro fungování této instituce, přínosy klientům a další pozitivní či negativní vlivy na místní finanční trh a zapojené subjekty. Pro srovnání stojí za to vzít v úvahu finanční trh ve střední Evropě a porovnat ho se zástupci trhů ze západní Evropy, kde leží jádro finančních operací. Svou velikostí se dá místní trh finančního vypořádání transakcí mezi finančními subjekty srovnat např. se Slovenskem či Maďarskem, které ačkoliv jsou situovány více na východ Evropy, objemy transakcí jsou na tom lépe. Ze západní Evropy pak stojí za to porovnávat lokální trh s Německem či Lucemburskem, kde působí jeden z největších mezinárodních depozitářů Clearstream. Srovnání velikosti trhů je možné na základě dat z Evropského statistického úřadu, kam se zatím bohužel čisté přínosy projektu T2S nepromítají, a to z důvodu, že většina subjektů převedla svůj vypořádací systém až v listopadu roku 2016. Co lze z tabulky však vyčíst je trend růstu objemu majetku na vyspělých trzích jako je Německo, Lucembursko a částečně i Rakousko. To je možné přičíst jednak atraktivitě regionu pro finanční operace, kam směřují velké toky finančních prostředků od nejrůznějších institucí typu banky pojišťovny či penzijní fondy, a také společné měně vypořádání, která výrazným způsobem snižuje transakční náklady a vylučuje jakákoliv měnová rizika související s výkyvy kurzů. Tento trend také souvisí s mnohem větší oblibou místních institucí získávat kapitál prostřednictvím emise dluhopisů na finančním trhu oproti klasickému bankovnímu financování, které je typické pro země s méně rozvinutým kapitálovým trhem, kam bychom mohli řadit např. Českou republiku či Slovensko. Jak uvádí ve své hodnotící a doporučující zprávě Světová banka, v České republice vlastní banky 74% celkových aktiv trhu a jejich kapitál tvoří 84% celkového kapitálu umístěného v České republice⁷⁶. Nabízí se tak otázka, zda banky díky svému dominantnímu postavení neodrazují jak emitenty cenných papírů, tak i investory od zprostředkování přes finanční trh. V poslední době se však i tyto zvyklosti na domácím trhu začínají pomalu měnit. V poslední době došlo na českém kapitálovém trhu např. k vůbec první emisi dluhopisů

⁷⁶ WORLD BANK GROUP, Capital Market Assessment, September 2017, str.12

zdravotnické instituce Euroclinicum⁷⁷. Mezi dalšími podniky, které přispěly k vyšší aktivitě v oblasti emise dluhopisů je např. PPF, Energo-Pro a další společnosti. Všechny tyto emise měly jedno společné a to, že poptávka výrazně převýšila nabídku a společně se tak podařilo upsat veškerý dluh, v některých případech i více. Pro globální objem však jsou tyto obchody téměř zanedbatelné, o čemž svědčí i fakt, že většina z nich byla upsána lokálními investory z řad bank, pojišťoven, penzijních fondů či privátních klientů. V případě, že by se místní depozitář rozhodl pro přistoupení na společnou platformu, lze se domnívat, že by se i tyto malé emise dluhopisů staly atraktivní pro globální trhy a celý proces by mohl být ještě efektivnější. Bezpochyby by se to podepsalo i na růstu objemu spravovaného majetku pod CDCP.

Tabulka 1. Hodnota cenných papírů držených v centrálních depozitářích (mil. EUR)

	2012	2013	2014	2015	2016
Německo (CBF)	6,003,098	6,376,067	7,573,774	7,806,765	7,719,215
Lucembursko (CBL)	4,945,995	5,206,336	5,588,676	5,979,505	6,220,119
Rakousko	485,063	509,066	505,180	523,169	559,256
Polsko	280,351	303,495	276,365	271,686	287,096
Maďarsko	111,979	132,765	110,593	118,483	100,852
Česká republika	96,607	111,259	111,209	76,146	81,505
Slovensko	39,976	40,314	40,825	39,976	46,813

Zdroj: European central bank – statistical data warehouse, vlastní zpracování

Po migraci centrálních depozitářů na platformu T2S dojde ještě k dalšímu zjednodušení a zefektivnění, kdy cenné papíry emitované na více trzích budou nově soustředěny na domácím trhu, tzv. home market, což může vést k dalšímu nárůstu objemu cenných papírů spravovaných velkými evropskými depozitáři jako např. Clearstream banking Frankfurt. Po propojení jednotlivých trhů dojde také pravděpodobně k nárůstu počtu transakcí u těchto velkých depozitářů, kde bude nově možné, za předpokladu, že depozitář daného cenného papíru je na T2S, vybrat si místo vypořádání transakce. To favorizuje tyto velké trhy a jejich depozitáře z mnoha důvodů, které byli již uvedeny dříve. S tím jak roste objem spravovaného majetku depozitáři, roste i počet transakcí viz tabulka č. 2. Tyto trendy je ale potřeba brát částečně s rezervou, promítají se do nich totiž aktivity nepřímo související s atraktivitou daného trhu pro vypořádání, čímž je například volatilita trhu

⁷⁷ EUC, O nás [online]. [cit.20.1.2018]. Dostupné z: <https://www.euc.cz/o-nas/tiskove-centrum/euc-poprve-upisuje-dluhopisy>

v daném roce, která nabízí investiční příležitosti či aktivita samotných subjektů, primární emise apod. To lze přičítat nárůstu objemu transakcí např. v České republice, ať už vzhledem k ochotě firem si stále více půjčovat emisemi dluhopisů, viz zmíněné příklady, nebo novými emisemi akcií, v poslední době např. Moneta money bank v dubnu roku 2016.

Tabulka 2. Počet transakcí realizovaných centrálními deponitáři (v tis.)

	2012	2013	2014	2015	2016
Německo (CBF)	52,795	61,222	55,331	61,175	56,048
Lucembursko (CBL)	21,585	22,100	24,897	24,014	25,805
Rakousko	1,136	1,252	1,324	1,185	1,138
Polsko	14,201	28,559	28,559	13,325	8,686
Maďarsko	887	541	690	666	674
Česká republika	510	737	750	908	1,023
Slovensko	238	148	124	57	33

Zdroj: European central bank – statistical data warehouse, vlastní zpracování

Za růstem počtu transakcí však také částečně stojí pokles jejich objemů, kdy se dá říci, že na trzích probíhá více operací, ale jejich celková hodnota pomalu klesá. Svůj podíl na tom má pokles nákladů za vypořádání transakcí ve formě poplatků deponitářům, bankám a dalším institucím, kdy vypořádání menších obchodů je tak nákladově stále více efektivní. Další pokles nákladů za vypořádání tak pravděpodobně dále povede k růstu počtu transakcí a snižování jejich objemu.

Tabulka 3. Objem transakcí realizovaných centrálními deponitáři (v MLD Eur)

	2012	2013	2014	2015	2016
Německo (CBF)	55,784	59,685	79,740	66,725	46,578
Lucembursko (CBL)	71,850	77,295	86,462	85,384	83,692
Rakousko	221	219	231	177	199
Polsko	10,530	10,837	10,621	13,171	12,675
Maďarsko	1,362	1,689	1,420	702	759
Česká republika	115	137	84	93	85
Slovensko	40	38	31	34	40

Zdroj: European central bank – statistical data warehouse, vlastní zpracování

Pokles průměrného objemu transakcí je vidět na všech trzích. Do jisté míry to vypovídá i o dostupnosti trhů pro menší subjekty typu obchodníků s cennými papíry a podobných institucí. Průměrné objemy obchodů pak můžeme vidět v tabulce č. 4.

Tabulka 4. Průměrný objem transakcí realizovaných centrálními deponitáři (v MIL. Eur)

	2012	2013	2014	2015	2016
Německo (CBF)	1,057	975	1,441	1,091	831
Lucembursko (CBL)	3,329	3,498	3,473	3,556	3,243
Rakousko	195	175	175	150	175
Polsko	742	379	367	988	1,459
Maďarsko	1,535	3,123	2,058	1,054	1,126
Česká republika	225	185	112	102	83
Slovensko	170	255	248	589	1,201

Zdroj: European central bank – statistical data warehouse, vlastní zpracování

U menších trhů jako je např. Polsko, Česká republika, Maďarsko či Slovensko jsou objemy transakcí ovlivněny i událostmi v daném roce, kdy se mohou objemy jednorázově vychýlit. Jak již bylo uvedeno, pravděpodobnými příčinami jsou zde korporátní události, které mohou tyto statistiky vzhledem k velikosti trhů jednorázově vychýlit.

6.4. ANALÝZA NÁKLADŮ PŘISOTUPENÍ CDCP DO T2S

Za rozhodnutím o zapojení se do nového projektu či za rozhodnutím se ho neúčastnit stojí v největší míře také otázka celkových nákladů spojených s tímto rozhodnutím a jeho celková výhodnost ve střednědobém a dlouhodobém horizontu. Otázka je to velmi těžká neboť už samotné náklady je možné pouze odhadovat a to na základě propracovaných studií samotných subjektů pro některý ze zapojených trhů. V praxi bohužel nenalezneme konkrétní příklad detailní analýzy a je nutné si tak vystačit pouze s odhady ECB. Zde je stěžejním materiálem dokument s názvem T2S economic impact analysis, která detailněji zkoumá jednotlivé skupiny nákladů a snaží se je více konkretizovat.

6.4.1. PRŮMĚRNÝ CELKOVÝ NÁKLAD (T2S + DODATEČNÉ NÁKLADY CSD)

První oblastí, kterou tato analýza blíže zkoumá a nepřímo porovnává je průměrný náklad instrukce k vypořádání v novém systému T2S vůči současnému systému jednotlivých deponitářů. Celková cena za vypořádací instrukci tak zahrnuje náklady vypořádání v T2S (C_{T2S}) a další dodatečné náklady centrálního deponitáře (C_{CSD}). Aby bylo možné dosáhnout srovnání se současným stavem, metodologie konvertuje tyto náklady do průměrných nákladů za vypořádací instrukci AvC_{total} (průměrný náklad T2S instrukce (AvC_{T2S}) plus

dodatečný průměrný náklad depozitáře za vypořádací instrukci (AvC_{CSD}) a dělí je objemem vypořádacích instrukcí N .

$$AvC_{total} = \frac{C_{T2S} + C_{CSD}}{N} = AvC_{T2S} + AvC_{CSD}$$

Předpokládaný objem transakcí vychází z dat Evropského statistického úřadu, který je možné nalézt v tabulce č. 3. Objemy obchodu za poslední období spíše rostly (např. díky zvýšené obchodní aktivitě na burzách) či v některých letech klesaly (např. vyšší internalizace a netting obchodů v rámci depozitáře). Vývoj těchto trendů bude mít samozřejmě vliv na budoucí nákladovost transakcí, na samotný projekt by ale neměl mít zásadní dopad. Největší objem transakcí bude i nadále plynout z operací souvisejících s vypořádáním instrukcí generovaných z obchodování na burzách, převodů mezi depozitáři či operacemi s kolaterálem⁷⁸. Minimální ceny vypořádání mimoburzovních obchodů jsou pro porovnání uvedeny v tabulce č.5.

Tabulka 5. Srovnání nákladů vypořádání T2S vs. CDCP

	CDCP	CBL	
DVP transakce	285 Kč	0,15 Eur	3,8 Kč
DFP transakce	125 Kč	0,09 EUR	2,3 Kč
non-T2S měna	-	3,5 Eur	89,25 Kč
dodatečné poplatky CSD	-	?	

Zdroj: Sazebník CBL, Sazebník CDCP, vlastní zpracování

Z tabulky je vidět, jak podstatné zlevnění vypořádání transakcí nová platforma přináší. Ačkoliv se nejedná o celkové ceny za vypořádání, je zde patrné výrazné snížení. Při zohlednění přírážky za vypořádání obchodu ve měně jiné než je Euro a skutečnosti, že dodatečné náklady vypořádání není možné stanovit, je patrné, že cena vypořádání transakcí v T2S oproti CDCP je nižší až o 2/3 celkových nákladů. Uvedené informace jsou převzaty z ceníku CDCP a ceníku společnosti Clearstream banking Luxembourg, který na této platformě již operuje, coby mezinárodní depozitář. Ceníkové ceny za vypořádání obchodu jsou u tohoto subjektu shodné s těmi avizovanými ECB a lze je tedy brát jako reálné pro vypořádání v T2S i pro nově přistoupivší subjekty.

⁷⁸ zástavy CP oproti půjčkám finančních prostředků, půjčování cenných papírů a další operace

6.4.2. NÁKLADY T2S

V rámci projektu je počítáno s celkovými náklady, které byly získány z odhadů prvních 4 centrálních bank, které se do projektu rozhodli zapojit. Zároveň byla odhadnuta celková doba implementační fáze pro každého účastníka ve výši 6 let, kdy budou tyto počáteční investice amortizovány. Období 6 let vychází taktéž ze zkušeností z projektu TARGET2, který nese s tímto projektem značnou podobnost. Metodologie výpočtu pak zachází s celkovými náklady na T2S jako s aktivem nakoupeným od 4 zakládajících centrálních bank, které byly primárními nosiči těchto nákladů.

$$AnC_{T2S,2007} = \text{Annualised T2S Investment Costs}_{2007} + \text{Annual T2S Running Costs}_{2007}$$

a. roční T2S investiční náklady

Studie provedená Evropskou centrální bankou porovnává vynaložené náklady s ukazatelem nákladovosti kapitálu ve výši 6 %. Veškeré náklady jsou pak vynásobeny příslušným nákladovým faktorem kapitálu⁷⁹ a následně jsou celkové náklady lineárně rozděleny po celé amortizační období s cílem vyčíslit roční odpisy⁸⁰.

$$\text{Annualised T2S Investment Costs}_{2007} = \frac{1}{6} \cdot \left(\sum_{t=2007}^{2012} \frac{\text{T2S Investment Costs}_t}{(1 + 0.06)^{t-2007-6}} \right)$$

Výpočet celkových nákladů spojených s přechodem vypořádání transakcí na platformu T2S jsou uvedeny v tabulce níže. Náklady pro jednotlivá období byly odvozeny od aktuálního roku 2016 a pro zjednodušení výpočtu budou brány jako fixní po dalších 6 období v rámci amortizace nákladů. V rámci těchto nákladů jsou agregovány všechny složky, tzn. jak náklady samotného vypořádání v T2S a i ostatní náklady, které s tímto vypořádáním souvisí. Jde např. o náklady související se zaškolením, dokumentací, náklady na podpůrné činnosti a další.

⁷⁹ Například investice provedená v roce 2009, tzn. 4 roky před plánovaným spuštěním T2S v roce 2013 je vynásobena jako $(1,06)^4 = 1,262$

⁸⁰ ECB, T2S Economic Impact Analysis, str. 7

Tabulka 6. Faktor nárůstu nákladů při implementaci dle ECB

rok	1 (2007)	2 (2008)	3 (2009)	4 (2010)	5 (2011)	6 (2012)	
faktor nákl. kapitálu	1,419	1,338	1,262	1,191	1,124	1,060	celkem
investiční náklady (tis)	77701	62680	48586	35420	22995	11127	258509

Zdroj: T2S Economic Impact analysis, ECB, str. 7, vlastní zpracování

b. provozní náklady T2S

Náklady generované na roční bázi v souvislosti s provozem a udržováním platformy T2S se stávají z fixních a variabilních nákladů, kde jejich poměr závisí na objemu transakcí k vypořádání v T2S. Provozními náklady tak jsou zejména:

- mzdové náklady vyčleněných zaměstnanců + konzultanti
- náklady IT a přidružených operací
 - o provozní náklady dle Service level agreement s ustavujícími 4 centrálními bankami
 - o provoz systémového help-desku
- údržba hardware a software investic

c. průměrný náklad T2S vypořádání

Finálním krokem pro přímé nákladové srovnání T2S se současným tržním modelem bez T2S se stává z kalkulace průměrných nákladů za vypořádací instrukci (AvC_{T2S}) založených na principu full cost recovery⁸¹, kterým se T2S vyznačuje. Kalkulace AvC_{T2S} pro rok 2007 by pak byl:

$$AvC_{T2S,2007} = \frac{AnC_{T2S,2007}}{N_{2007}}$$

6.4.3. *DODATEČNÉ NÁKLADY CSD*

Jednotlivé složky dodatečných nákladů v sobě nezahrnují žádná národní specifika, která mohou být dodatečně účtována nad rámec takto obecně stanovených nákladů, zaměřuje se

⁸¹ Princip dosažení návratnosti vynaložených prostředků, kdy se nepředpokládá výrazná ziskovost produktu

ale pouze na náklady související se zprovozněním samotné platformy. Aby bylo možné tyto dodatečné náklady depozitáře porovnat se současnými podmínkami bez T2S je nutné náklady rozdělit opět na roční investiční náklady pro daný rok s přičtením dodatečných provozních nákladů pro daný rok.

a. dodatečné investiční náklady, které se skládají ze dvou částí – investiční náklady pro dosažení inter-operability s platformou T2S a nenávratové historické investiční náklady. Mezi skupinu investičních nákladů souvisejících s dosažením inter-operability tak patří zejména:

- analýzy
- vývoj
- testování
- dokumentace a smlouvy
- zaškolení (provoz + migrace)

b. dodatečné provozní náklady – provozní náklady depozitářů zahrnují zejména

- náklady monitoringu vypořádání v T2S
- pravidelná údržba investičních nákladů nezahrnujících nové funkcionality
- fungování helpdesku pro vlastní klienty

6.4.4. ANALÝZA NÁKLADŮ VYPOŘÁDÁNÍ V CDCP A T2S

Na základě takto provedené analýzy nákladů můžeme obecně kvantifikovat dodatečné náklady T2S a porovnat je se stávajícími náklady a srovnat jejich vývoj v čase. Samotné náklady vypořádání není bohužel možné spočítat bez detailnějších informací, ve výkazech CDCP je najdeme pouze jako agregované za celý subjekt. Pro stanovení nákladů ale můžeme použít metod nákladového účetnictví, kdy podílu činnosti na celkových výnosech přiřadíme podílově stejné náklady. Konkrétní číslo, které dostaneme touto metodou a které reprezentuje výši nákladů za vypořádání v CDCP za rok 2016 je částka 46 209 tis. Kč.

Tabulka 7. Výnosy a náklady činností CDCP

	celkem	vypořádání	správa	sl. emitent.	sl. ostatní
celkové výnosy	357590	89105	141813	112187	14485
podíl na výnosech	-	0.25	0.40	0.31	0.04
celkové náklady	185444	-	-	-	-
alokované náklady	185444	46209	73543	58179	7512
podíl na nákladech	-	0.25	0.40	0.31	0.04
náklady činností T2S	-	12288	-	-	-

Zdroj: Výroční zpráva CDCP 2016, vlastní zpracování

Pro stanovení nákladů vypořádání v T2S vychází analýza z nákladů na vypořádání uvedených v tabulce č. 7, kdy při stejném počtu transakcí jsou náklady vypořádání v T2S 12 288 tis. Kč.

V tabulce níže jsou dále zobrazeny již navýšené náklady v jednotlivých letech, spočítané dle faktoru navýšení nákladů vycházející z materiálu ECB, které se snižují tak, jak klesá tento faktor. V posledním roce zde dochází k narovnání nákladů na původní úroveň za jinak nezměněných podmínek a úspory nákladů z vypořádání T2S začínají mít pozitivní efekt na snížení celkových nákladů depozitáře.

Tabulka 8. Výnosy a náklady činností CDCP z pohledu implementace T2S

období	1 (2007)	2 (2008)	3 (2009)	4 (2010)	5 (2011)	6 (2012)
současné celkové náklady	185444	185444	185444	185444	185444	185444
faktor navýšení nákladů T2S	1,419	1,338	1,262	1,191	1,124	1,060
Σ navýšené náklady T2S	263145	248124	234030	220864	208439	196571
Δ rozdíl aktuální - T2S	-77701	-62680	-48586	-35420	-22995	-11127
současné náklady vypořádání	46209	46209	46209	46209	46209	46209
náklady vypořádání T2S	12288	12288	12288	12288	12288	12288
úspora za vypořádání	-65413	-50392	-36298	-23132	-10707	1161

Zdroj: Výroční zpráva CDCP 2016, vlastní zpracování

Uvedená čísla je nutné brát jako orientační a ačkoliv vycházejí z reálných nákladů tohoto subjektu a projektových materiálů ECB, do celkových propočtů vstupují další neznámé faktory jako objem vypořádaných transakcí v daném roce, připravenost systémů tohoto subjektu na případnou migraci a další. I tak ale analýza hodnověrně zachycuje náklady na zapojení se do tohoto projektu a je možné z nich vycházet pro další propočty a závěry.

7. ZHODNOCENÍ VÝSLEDKŮ A DOPORUČENÍ

Centrální depozitář cenných papírů v Praze, jako reprezentant jediného centrálního depozitáře v České republice se rozhodl možnosti přístupu na T2S v rámci iniciační fáze nevyužít, stejně jako některé další státy jako např. Velká Británie, Polsko, Rusko, Švédsko, Turecko a další země⁸². Z uvedeného výčtu je patrné, že se jedná zejména o země, které zatím nefungují na společné evropské měně, což je jeden z hlavních atributů maximálního využití všech výhod, které nová platforma přináší. Pokud bychom se dále zabývali zejména nevýhodami, které nový projekt má, je nutné zmínit podstatné investiční náklady související právě s připojením na společnou platformu. Jak ECB uvádí, jedná se o krátkodobé náklady, které ovšem přináší středně až dlouhodobé výhody. Z uvedené studie v předchozí kapitole pak vyplývá, že doba, po kterou tato investice generuje negativní cashflow, je cca 6 let, kdy se jedná o investice v řádech desítek milionů pro každý rok. Vzhledem k vývoji hospodaření CDCP a příjmů z jednotlivých oblastí jeho činnosti viz tabulka 8, by ale toto neměla být zásadní překážka pro jeho další rozvoj. Pro nepřistoupení k projektu tak částečně může hovořit i investiční nejistota, s kterou tyto subjekty pracují právě v dlouhodobějším horizontu. V tom krátkodobém se totiž jeví tato investice jako nerentabilní, zejména z důvodu vysokých investičních nákladů. Další podstatnou skutečností, která nemusí být na první pohled patrná, je vyčlenění některých činností, jako je např. settlement, pod přímé fungování ECB, která tuto novou platformu provozuje. Prakticky tak centrální depozitáře přichází o část příjmů, které plynou z vypořádacích operací. To by dle slov představitelů ECB mělo vést k soutěži mezi současnými národními depozitáři chápanými jako monopoly, které disponují infrastrukturou pro vypořádání, která by nyní měla být společná. Příklad tohoto procesu vyčlenění infrastruktury je možné pozorovat i v dalších sektorech jako např. železnice, telekomunikace a další služby, kdy je infrastruktura oddělena od samostatných poskytovatelů služeb, většinou ve veřejném vlastnictví, a umožňuje tak přímou soutěž a eliminaci monopolních cen.

⁸² CLEARSTREAM, Europe non-T2S[online] [cit.21.3.2018] Dostupné z: <http://www.clearstream.com/clearstream-en/products-and-services/market-coverage/europe-non-t2s>

Uvedenou situaci, odehrávající se nyní v oblasti settlementu, jsme mohli vidět historicky se odehrát v oblasti obchodování s CP, neboli tradingu – 1. článku řetězce obchodování s cennými papíry, po přijetí směrnice MIFID, přijaté v roce 2007. Do této doby zde existoval monopol centrálních burz, přes které se obchodovala většina instrumentů. Vznik tzv. multilateral trading facilities vedl k rozbití těchto monopolů, vývoji nových obchodních kanálů jako OTC pro obchodování dluhopisů, a v neposlední řadě vedl k absolutnímu snížení cen za obchod. Pokud se tedy ECB podaří naplnit všechna předsevzetí o významném poklesu cen za vypořádání, dá se očekávat, že většina likvidních cenných papírů bude vypořádávána právě na T2S a existence ostatních míst bude vnímána investory jako neefektivní a později může vést až k jejich zániku, popř. situaci, kdy emitenti z trhů mimo T2S budou své cenné papíry emitovat mimo jejich domácí trh právě z důvodu dosažení na tuto dodatečnou likviditu na T2S.

Všechny doposud plánované fáze migrace jsou nyní již dokončeny a probíhá tak projekt na stabilizaci s cílem odladit fungování systému a optimalizaci procesů jednotlivých depozitářů. Dle informací z ECB se dá nejdříve otevření otázky dalších přístupů pro dosud nezapojené subjekty očekávat nejdříve v roce 2018. Jako největším dilematem pro rozhodování, zda se k projektu připojit v pozdější fázi bude pravděpodobně opět neúplná kompatibilita měny CZK se systémem, ač se do budoucna dá očekávat plná integrace „nesystémových“ měn jako např. GBP, popř. i právě CZK či PLN. Pokud by to ale znamenalo alespoň částečnou možnost využít výhod T2S, nepřímo související s vypořádáním peněz, jako např. možnost dosáhnout na dodatečnou likviditu, nižší poplatky za vypořádání, lepší inter-operabilitu jednotlivých kanálů a otevření nových investičních příležitostí, z dlouhodobějšího hlediska by šlo zcela jistě o příznivé rozhodnutí, mnohem více strategické než taktické, přinášející výhody v dlouhodobějším horizontu. Pokud by ani v dalším termínu k tomuto kroku nedošlo, může uvedené rozhodnutí vést až k izolaci tuzemského kapitálového trhu, který bude platit za drahý, neefektivní a potenciálně málo likvidní. Uvedené vlastnosti se dají částečně pozorovat už dnes. Jedním z příkladů může být např. objem zobchodovaných transakcí na BCPP, kdy v letech 2007-2008, v době největších objemů a vrcholu hospodářského cyklu, standardně atakovaly hranici objemu 1 miliardy zobchodovaných transakcí, kdy po propuknutí

krize se obchody propadly až k nižším stovkám milionů a ani dnes již nedochází k pravidelnému dosahování předkrizových hodnot, ač každoročně pozvolna objem obchodů roste. Otázkou tak zůstává zda ,pokud by nedošlo v budoucnu k přistoupení lokálního trhu na T2S, dokáže tento trh nabídnout nějaké prémium, které by tyto nedostatky účastníkům vyvážilo. Další ze stěžejních výhod a zásadní argument proč být součástí tohoto projektu, je outsourcing IT procesů pod tým odborníků z ECB, kteří mají celou IT infrastrukturu na starost a v podstatě tak ulehčují jednotlivým depozitářům vývoj jejich vlastního systému, který sebou nese značné náklady. Pro mnohé depozitáře to mohou být i náklady ohrožující samotnou existenci, pokud např. nedojde k úspěšnému nasazení vyvíjeného projektu z nejrůznějších důvodů. Právě i toto je cíl ECB, vyloučit možnosti selhání jednotlivých CSD při vývoji jejich vlastních systémů. Jako analogie pro přenechání IT vývoje ECB zde poslouží přirovnání k dopravě na železnici, kdy se poskytovatel služeb nemusí věnovat rozvoji železničních tratí (infrastruktury) ale může se plně soustředit na kvalitu svých vlaků (depozitářských služeb) a budovat si tak konkurenční výhodu. To by mělo být vnímáno depozitáři jako velká výhoda, pokud se budou soustřeďovat na kvalitu svých služeb, dá se téměř s jistotou říci, že nebudou své usilí a finanční prostředky investovat zbytečně.

ZÁVĚR

Práce byla zaměřena na jeden z nejvýznamnějších aktuálních projektů pro konsolidaci systému vypořádání finančních operací v Evropě. I přesto, že se jedná o relativně nový a informačně méně pokrytý projekt, kdy se většina subjektů reálně zapojila do projektu až v letech 2015 -2016, se podařilo najít dostatek informací a uvedené systémy vypořádání zhodnotit, uvést pozitiva a negativa, který projekt na samotné prostředí má, a na základě provedených analýz podat některá vyplývající doporučení. Otázka otevření možnosti přistoupení ke společnému projektu v pozdější fázi bude pravděpodobně již brzy opět aktuální, stejně jako v minulých letech ale nebude zodpovězení vůbec jednoduché a to právě z důvodu specifik lokálního trhu, který neoperuje na společné měně a ani není co do významu vypořádání nijak významný. Toto jsou faktory, které společně s implementačními náklady, je nutné z hlediska výhodnosti migrace na nový systém znovu posoudit. Analýzou lokálního trhu a bližším pohledem na situaci Centrálního depozitáře, dle metodiky ECB, se zabývala poslední kapitola této práce. Zároveň byly v této části uvedeny a kvantifikovány možnosti úspor jednotlivých subjektů vypořádání, které je možné vztáhnout i na lokální subjekty, které by mohli v případě přistoupení tyto úspory realizovat.

Podobně jako projekt Target2 je i Target2 Securities výsledkem směřování harmonizace a tlaku na efektivnost a zjednodušení operací napříč státy Evropy. U projektu T2S jde zejména o vyčlenění vypořádání finančních transakcí na tuto platformu. Jak říká Günter Schnaitt, head of Global Securities Services Austria: “když se podívám na 5 trhů ve střední Evropě, jsou zde omezené příležitosti z důvodu nízkých objemů transakcí – musíte ale mít řešení i pro tento region, musíte být regionální hráč a vidět přínosy z středně dlouhodobého horizontu. Dle dalšího odborníka z oboru, Tonyho Freemana ze společnosti Omgeo, dává tento projekt šanci modernizovat systémy, jelikož zde dochází prakticky k nákupu již fungujícího řešení, které používá čím dál více subjektů a které odstraňuje některé zásadní překážky vývoje – značné náklady související s individuálním vývojem a rizikem jeho nezvládnutí či špatného načasování. Helena Čacká, CEO CDCP byla také součástí pracovní skupiny v České republice diskutující migraci na tuto platformu, kde bylo rozhodnuto proti podepsání rámcové smlouvy o přístupu právě zejména z hlediska absence výhodnosti v krátko až střednědobém horizontu. Nicméně uvádí, že tento postoj bude nyní každoročně revalidován. V tuto chvíli, kdy na T2S přistoupili centrální depozitáře

Rumunsko, Maďarsko a Slovensko, aby zástupci ze zemí střední a východní Evropy, bude zajímavé sledovat jaké výhody, kromě těch obecně známých a popsanych ve funkčních specifikacích, toto rozhodnutí přinese v budoucích letech. Zároveň bude zajímavé, jak se podaří depozitářům fungujících na národních měnách plně využít všech výhod projektu.

To budou stěžejní informace, které by mohly do budoucna stát za změnou postoje CDCP k přístupu na T2S, aby společnou platform vypořádání finančních transakcí.

SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ:

1. *A high frequency assessment of the ecb securities markets programme: working paper series* [online]. 2014 [cit. 2017-12-26]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1642.pdf?1bdb15cbcae0548d98610f8e020f7b5c>
2. *Amendment of CDCP operating rules* [online]. [cit. 2017-12-26]. Dostupné z: <http://gss.unicreditgroup.eu/markets/czech-republic/newsflashes/amendment-cdcp-operating-rules>
3. **Association for Financial Markets in Europe.** *Post trade explained.* 2015.
4. *Changes T2S for clients* [online]. 2014 [cit. 2017-12-26]. Dostupné z: https://www.abnamroclearing.com/en/images/005_Who_we_are/010_About_Us/070_news_and_views/Regulations_and_Projects/Documents/1526345/2015_06_T2S_Wave_1_Changes_T2S_for_clients_attachment.pdf
5. **Clearstream banking S.A.** *CBL Customer Handbook in English, 2017,* 276 s.
6. **Cynthia Hirata de Carvalho.** *Cross-Border Securities Clearing and Settlement Infrastructure in the European Union as a Prerequisite to Financial Markets integration: Challenges and Perspectives.* Hamburg Institute of International Economics, 2004, ISSN 1616-4814
7. **Centrální depozitář cenných papírů.** *Co je CDCP.* [Online] 2015. [Citace: 20. 7. 2017.] <http://www.cdcp.cz/index.php/cz/co-je-cdcp>.
8. **Centrální depozitář cenných papírů, Čacká Helena** *Vypořádání obchodů s CP* [online 2017, s. 71 [cit. 2017-07-27].
9. **Centrální depozitář cenných papírů** *Pravidla vypořádacího systému.* [Online] Praha, 2015. [Citace: 20. 06 2017.]

http://www.centraldepository.cz/images/dokumenty/dokumenty_ucast/pravidla/CDCP_pravidla_vyporadani_PSE.pdf.

10. *Ceník centrálního depozitáře a sazebník úhrad věcných nákladů* [online]. 10/2017 [cit. 2017-12-26]. Dostupné z: https://www.cdcp.cz/images/dokumenty/cenik_cdcp/CDCP_cenik_01042017.pdf
11. *Clearstream Banking: Fee Schedule* [online]. 2017 [cit. 2017-12-26]. Dostupné z: <http://www.clearstream.com/clearstream-en/keydocuments--1-/csd--1-/fee-schedule>
12. *Central Securities Depository Regulation: Alignment of T+2 Settlement period* [online]. 10/2017 [cit. 2017-12-26]. Dostupné z: <https://www.db.com/company/en/central-securities-depository-regulation.htm>
13. **Deutsche Börse Group.** *The European Post-Trade Market, An Introduction. White paper.* 2005, 44 s.
14. **ECB.** *T2S. About T2S.* [Online] European Central Bank, 2015. [Citace: 14. 7. 2017.] <http://www.ecb.europa.eu/paym/t2s/about/about/html/index.en.html>
15. **EUROPEAN CENTRAL BANK.** *Fourth T2S Harmonisation Progress Report* [online]. 3/2014. [cit. 2017-12-26]. Dostupné z: http://www.ecb.europa.eu/paym/t2s/pdf/fourth_t2s_harmonisation_progress_report.pdf?8b788145fdd4cc41246beede2429dc63
16. *Guide for client impact: Euroclear bank* [online]. 5/2016 [cit. 2017-12-26]. Dostupné z: <https://www.euroclear.com/dam/PDFs/Whitepapers/Whitepaper-The-CSD-regulation.pdf>
17. *ISO 20022 in T2S: - A new chapter in collaboration* [online]. [cit. 2017-12-26]. Dostupné z:

https://www.swift.com/sites/default/files/resources/swift_standards_casestudy_iso2002_2int2s.pdf

18. **LOADER, David.** *Clearing, settlement, and custody*. Second edition. Waltham, MA: Butterworth-Heinemann is an imprint of Elsevier, 2014. ISBN 978-0080983332.
19. **Mario Guadamillas, Robert Keppler.** *Securities Clearance and Settlement Systems*. The world bank, 2001
20. **Oliver Wyman.** *The T2S Opportunity: Unlocking the hidden benefits of TARGET2-Securities*. Clearstream : Deutsche Boerse Group, 2014.
21. **PWC,** *The 300-billion euro question. Survey on the Benefits of Target2 Securities*, 2013, 32s.
22. **Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements** [online]. Brussels: The Giovannini Group, 2003 [cit. 2017-12-30]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/second_giovannini_report_en.pdf
23. *Securities Trading Market Infrastructure* [online]. [cit. 2017-12-26]. Dostupné z: <https://www.youtube.com/watch?v=mEnCKNIb0Bs>
24. **Securities exchange statistics: Securities trading, clearing and settlement. Statistical data warehouse** [online]. 2017 [cit. 2017-12-26]. Dostupné z: http://sdw.ecb.europa.eu/browseExplanation.do?node=qview&SERIES_KEY=181.SE.E.A.CZ.PSE0.EXT.U.E
25. **SIMMONS, Michael.** *Securities operations: a guide to trade and position management*. New York, NY: J. Wiley, c2002. ISBN 978-0471497585.
26. **SWIFT options** [online]. 7/2016 [cit. 2017-12-26]. Dostupné z: <http://gss.unicreditgroup.eu/about-us/news/swift-options>

27. **SWIFT STEP TWO** [online]. [cit. 2017-12-26]. Dostupné z: <http://gss.unicreditgroup.eu/about-us/news/swift-step-two>
28. **The Luxembourg Bankers' Association**. *Impact of T2S in Luxembourg*. 2008.
29. **Target 2 Securities: Time to settle** [online]. [cit. 2017-12-26]. Dostupné z: https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/lu/Documents/financial-services/lu_target-2-securities.pdf
30. **The Custody Services of Banks** [online]. 7/2016 [cit. 2017-12-26]. Dostupné z: https://www.davispolk.com/files/20160728_tch_white_paper_the_custody_services_of_banks.pdf
31. **T2S Special series: T2S benefits: much more than fee reduction** [online]. WELLER, Ben. EUROPEAN CENTRAL BANK. 6/2012 [cit. 2017-12-26]. Dostupné z: https://www.ecb.europa.eu/paym/t2s/pdf/specser/T2S_SpecialSeries_final_01.pdf
32. **TARGET2-Securities: Creating value through partnership** [online]. [cit. 2017-12-26]. Dostupné z: <https://www.clearstream.com/blob/6222/7fbc6e70c29548b394620787548e218/t2s-client-paper-pdf-data.pdf>
33. **TARGET2-Securities: Economic feasibility study** [online]. 3/2007 [cit. 2017-12-26]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/t2seconomicfeasibility0703en.pdf?388c2922b7914447b21a299046dd732a>
34. **T2S ANIMATION: Settling without borders** [online]. [cit. 2017-12-26]. Dostupné z: <https://www.youtube.com/watch?v=QUVIZeauxzs>
35. **T2S Economic impact analysis** [online]. 10/2017 [cit. 2017-12-26]. Dostupné z: http://www.ecb.europa.eu/paym/t2s/pdf/outgoing/t2s_infosession7_eia.pdf

36. **VESELÁ, Jitka.** *Investování na kapitálových trzích.* Praha : Wolters Kluwer, 2011. 792 s. ISBN 978-80-7357-647-9.
37. *Výroční zpráva 2016: Centrální depozitář cenných papírů a.s.* [online]. 2017 [cit. 2017-12-26]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=49307699&subjektId=138756&spis=76722>
38. **WYMAN, Oliver. DEUTSCHE BANK.** *Custody 2.0: Target2-Securities and its implications for the European post-trade market* [online]. 2009 [cit. 2017-12-26]. Dostupné z: <https://www.youtube.com/watch?v=mEnCKNIb0Bs>

SEZNAM OBJEKTŮ:

Obrázek 2. Integrace finančního trhu v EU v rámci	14
Obrázek 2. Řetězec procesů.....	15
Obrázek 3. Subjekty post-trade prostředí v ČR.....	21
Obrázek 4. Vypořádání obchodu na lokálním trhu.....	26
Obrázek 5. Vypořádání Cross-boarder obchodu.....	28
Obrázek 6. Vypořádání obchodu s Euro-obligacemi.....	29
Obrázek 7. Struktura vazeb v post-trade prostředí	30
Obrázek 8. Matice výhod a přínosů projektu T2S.....	30
Obrázek 9. Faktory ovlivňující volbu stát se DCP/ICP.....	33
Obrázek 10. Přehled vypořádacích cyklů CDCP.....	36
Obrázek 11. Zpracování obchodu v rámci CBL.....	38
Obrázek 12. Provozní hodiny TARGET 2.....	39
Obrázek 13. Schéma napojení na platformu T2S.....	47
Obrázek 14. Dopad projektu na činnost broker/dealerů.....	49
Obrázek 15. Dopad projektu na činnost globálních custodienů.....	51
Obrázek 16. Dopad projektu na činnost regionální banky.....	52
Tabulka 1. Hodnota cenných papírů držených v centrálních depozitářích (mil. EUR)...	56
Tabulka 2. Počet transakcí realizovaných centrálními depozitáři (v tis.).....	57
Tabulka 3. Objem transakcí realizovaných centrálními depozitáři (v MLD Eur).....	57
Tabulka 4. Průměrný objem transakcí realizovaných centrálními depozitáři.....	58
Tabulka 5. Srovnání nákladů vypořádání T2S vs. CDCP.....	59

Tabulka 6. Faktor nárůstu nákladů při implementaci dle ECB.....	61
Tabulka 7. Výnosy a náklady činností CDCP.....	63
Tabulka 8. Výnosy a náklady činností CDCP z pohledu implementace T2S.....	63
Příloha 1. Harmonogram migrace centrálních depozitářů na platformu T2S.....	74

PŘÍLOHA 1. HARMONOGRAM MIGRACE CENTRÁLNÍ DEPOZITÁŘŮ NA PLATFORMU T2S

Fáze 1 (22 Červen 2015)

— Bank of Greece Securities Settlement System

(Greece)

— Depozitarul Central (Romania)

— Malta Stock Exchange (Malta)

— Monte Titoli (Italy)

— SIX SIS (Switzerland)

Fáze 2 (28 březen 2016)

— Euroclear Belgium (Belgium)

— Euroclear France (France)

— Euroclear Nederland (Netherlands)

— Interbolsa (Portugal)

— National Bank of Belgium Securities Settlement
Systems (Belgium)

Fáze 3 (12 listopad 2016)

— Clearstream Banking (Germany)

— KELER (Hungary)

— LuxCSD (Luxembourg)

— Oesterreichische Kontrollbank (Austria)

— VP Lux (Luxembourg)

— VP Securities (Denmark)

Fáze 4 (6 únor 2017)

— Centrálny depozitár cenných papierov SR (Slovakia)

— Eesti Väärtpaberikeskus (Estonia)

— Euroclear Finland (Finland)

— Iberclear (Spain)

— Centralna Klirinško Depotna Družba (Slovenia)

— Lietuvos centrinis vertybinių popierių
depozitoriumas (Lithuania)

— BNY Mellon CSD (Belgium)