

Mitja Čok

Marko Košak

Aleš Berk Skok

**Institucionalni razvoj finančnega
okolja v Sloveniji: repo-trg in
efektivna obdavčitev dohodkov
pravnih oseb**

Ljubljana, 2012

Mitja Čok, Marko Košak, Aleš Berk Skok: Institucionalni razvoj finančnega okolja v Sloveniji: repo-trg in efektivna obdavčitev dohodkov pravnih oseb

Ekonomska fakulteta – znanstvena monografija Šifra: ČKB12ZM112

Založila: Ekonomska fakulteta v Ljubljani,
Enota za založništvo
Natisnil: Copis, Ljubljana, Dunajska 158
Naklada: 100 izvodov, 1. natis
Oblikovanje naslovnice: Robert Ilovar
Recenzenta: prof. Boštjan Jazbec
dr. Boris Majcen
Lektorica: Danijela Čibej, prof.

CIP – Kataložni zapis o publikaciji
Narodna univerzitetna knjižnica, Ljubljana

336.76(497.4)
336.221

ČOK, Mitja

Institucionalni razvoj finančnega okolja v Sloveniji : repo-trg in efektivna obdavčitev dohodkov pravnih oseb / Mitja Čok, Marko Košak, Aleš Berk Skok. - 1. natis. - Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2012

ISBN 978-961-240-220-4

1. Košak, Marko 2. Berk Skok, Aleš

257559296

Vse pravice pridržane. Noben del gradiva se ne sme reproducirati ali kopirati v kakršnikoli obliki: grafično, elektronsko ali mehanično, kar vključuje (ne da bi bilo omejeno na) fotokopiranje, snemanje, skeniranje, tipkanje ali katerekoli druge oblike reproduciranja vsebine brez pisnega dovoljenja avtorja ali druge pravne ali fizične osebe, na katero bi avtor prenesel materialne avtorske pravice.

KAZALO

SPREMNA BESEDA	7
I. DEL: REPO-TRG – DELOVANJE REPO-TRGOV V DRŽAVAH EU IN RAZVOJ V SLOVENIJI	7
1. UVOD	7
2. POSLI ZAČASNEGA ODKUPA Z OBVEZNI M POVRATNIM ODKUPOM	8
2.1 Razlogi za sklenitev repo posla	10
3. VRSTE REPO-POSLOV	12
3.1 Bilateralni repo	13
3.2 Imeti v posesti repo (HIC repo)	13
3.3 Tripartitni repo	14
3.4 Repo z dostavo	16
3.5 Splošni repo-posel	16
3.6 Posebni repo	17
3.7 Zamenljivi repo	17
3.8 Splošni finančni repo	17
3.8.1 Primerjava splošnega finančnega repo-posla z navadnim	18
4. UDELEŽENCI REPO-POSLOV	20
5. INSTITUCIONALNA UREDITEV REPO-POSLOV V IZBRANIH DRŽAVAH EU	23
5.1 Francija	24
5.1.1 Francoska zakladniška agencija AFT	24
5.1.2 Pogodbena in operativna tveganja	27
5.1.3 Prenova zakonodaje in informacijskega sistema	27
5.1.4 Primarni trgovci posredniki (dealerji)	28
5.2 Portugalska	29
5.2.1 Sekundarni trg državnih vrednostnih papirjev	30
5.2.2 Vloga primarnih trgovcev posrednikov (dealerjev)	32

5.3	Irska	33
5.3.1	Državna agencija za upravljanje zakladnice (NTMA)	33
5.3.2	Primarni trg na Irskem	34
5.3.3	Repo-posli na Irskem	37
5.3.4	Sekundarni trg	38
5.3.5	Vloga primarnih trgovcev posrednikov (dealerjev)	38
5.4	Finska	39
5.4.1	Primarni trg Finske	39
5.4.2	Repo-trg	42
5.4.3	Sekundarni trg na Finskem	43
5.4.4	Vloga primarnih trgovcev posrednikov (dealerjev)	44
5.5	Italija	45
5.5.1	Trgovalni sistem MTS	45
5.5.2	Poslovanje na repo-trgu	48
5.5.3	Vloga primarnih trgovcev posrednikov (dealerjev)	49
5.6	Ovire, ki onemogočajo učinkovito trgovanje v evroobmočju	50
5.6.1	Razlike v tehnični podpori in tržni praksi	51
5.6.2	Razlike v davčni ureditvi	52
5.6.3	Razlike v pravni ureditvi	53
5.7	Sistem poravnave	53
5.7.1	Proces obračuna in poravnave z vrednostnimi papirji	54
5.7.2	Obračun	54
5.8	Poravnalna sistema Clearstream in Euroclear	55
5.8.1	Organizacija Clearstream	56
5.8.2	Organizacija Euroclear	60
5.9	Evropske trgovalne platforme ATS za repo-posle	62
5.9.1	Eurex repo	63
5.9.2	EuroMTS	67
5.9.3	BrokerTec	70

6.	TVEGANJA, POVEZANA Z REPO-POSLI	71
6.1	Zunanji dejavniki tveganja	71
6.2	Notranji dejavniki tveganja	72
7.	IZVEDBA REPO-POSILA V SLOVENIJI IN V DRŽAVAH ČLANICAH EU	73
7.1	Uporaba repo-poslov v Sloveniji	76
7.2	Tehnična izvedba repo-poslov v Sloveniji	77
7.3	Repo-posel kot instrument medbančnega trga v Sloveniji	78
8.	OPIS STANJA RAZVITOSTI REPO-TRGA V SLOVENIJI	82
8.1	Možnost razvoja slovenskega REPO-ja	82
9.	SKLEP	88
II.	DEL: OBDAVČITEV – EFEKTIVNA OBDAVČITEV DOHODKOV PRAVNIH OSEB	92
1.	UVOD	92
2.	METODOLOGIJA IZRAČUNA EFEKTIVNE DAVČNE STOPNJE	94
2.1	Davčna vrzel	96
2.2	Efektivna davčna stopnja	97
2.2.1	Vpliv različnih parametrov na efektivno davčno stopnjo	97
2.3	Predpostavke King-Fullertonove metodologije	98
2.4	Postopek računanja	102

3.	REZULTATI	105
3.1	Primerjava efektivnih davčnih stopenj med državami za vlagatelje, oproščene davka od dohodka, pri skupni inflaciji 3,5 % in skupni realni obrestni meri 10 %	105
3.2	Izračun efektivne davčne stopnje v Sloveniji v skladu z novim zakonom o davku od dohodkov pravnih oseb in novim zakonom o dohodnini pri najvišjih mejnih stopnjah dohodnine, obdavčenih obrestih, stopnji inflacije 3,5 % in realni obrestni meri 1 %	107
4.	SKLEP	109
	LITERATURA IN VIRI	110
	PRILOGE	
	Priloga 1: Razlaga kratic	121
	Priloga 2: Primarni trgovci posredniki v Franciji, prikazani mesečno (s fiksnimi stopnjami REPO-poslov) po ročnosti	126
	Priloga 3: Primarni trgovci posredniki v Franciji po vrstah REPO-poslov na koncu meseca	127
	Priloga 4: Razlike v ureditvah primarnih trgovcev posrednikov	128
	Priloga 5: Razvoj REPO-trga	131
	STVARNO KAZALO	132

SPREMNA BESEDA

Avtorji Razvojnega poročila o finančnem sektorju – Slovenija 2000 (CEEPN, 2001) in Poročila o razvoju 2003 (UMAR, 2003) ugotavljajo, da ostaja finančni sistem še naprej eno izmed slabše razvitih področij slovenskega gospodarstva. Predvsem se je pokazalo, da je treba za njegovo prenavo in razvoj zagotoviti ustrezne institucionalne okvire, ki bodo institucijam finančnega trga omogočali mednarodno konkurenčnost ter čim boljšo integriranost v finančni sistem evroobmočja oz. EU. Tako bi lahko zagotovili uspešno dolgoročno opravljanje vseh njegovih temeljnih funkcij ter zadovoljevanje potreb podjetij in prebivalstva. V sklopu ciljnega raziskovalnega projekta »Konkurenčnost finančnega sistema Slovenije«, ki je potekal na Ekonomski fakulteti v Ljubljani v letih 2004–2006, smo se osredotočili zlasti na dva vidika razvoja finančnega sistema, tj. na vprašanje razvoja REPO-trga kot pomembnega segmenta denarnega trga in možnosti vključevanja gospodarskih subjektov na REPO-trge v evroobmočju ter na področje obdavčitve pravnih oseb v RS1. Rezultati tako zasnovanega raziskovalnega projekta so prikazani v tej publikaciji.

Tako kot celoten trg kapitala je bil tudi slovenski denarni trg v preteklosti relativno zaprt, njegova liberalizacija pa je bila spodbujena predvsem s procesi približevanja EU, z vstopom v EU ter tudi s kasnejšim vstopom v evroobmočje. Vzpostavljane infrastrukture za učinkovito vključevanje na evropske REPO-trge je bilo pri tem ključnega pomena za učinkovit razvoj denarnega trga in omogočanje koristi, ki jih denarni trg zagotavlja ne samo finančnim institucijam, temveč gospodarstvu nasploh, predvsem zaradi dostopnosti virov financiranja. Analiza REPO-trgov je omogočila identifikacijo ključnih institucionalnih elementov za učinkovito delovanje tega segmenta denarnega trga. Prenos teh ugotovitev na slovenske razmere pa je pokazal, na katerih točkah razvoja denarnega REPO-trga še obstajajo pomanjkljivosti, ki onemogočajo doseganje polnih koristi oz. učinkov tega segmenta denarnega trga. Analiza REPO-trgov se torej ukvarja z enim od ključnih razvojnih vprašanj, tj. z vprašanjem

¹ Parametri finančnega in davčnega sistema v besedilu so zato iz obdobja 2004–2006.

dostopnosti virov financiranja tako za finančne institucije kot tudi posredno za nefinančna podjetja.

Drug pomemben vidik konkurenčnosti, s katerim se ukvarja pričujoče monografsko delo, pa je vprašanje davčne konkurenčnosti, ki je predstavljeno v drugem delu te publikacije. Obseg in način obdavčitve različnih finančnih instrumentov (torej tudi instrumentov denarnega trga) imata lahko občutne posledice za razvoj konkurenčnosti, zato je v zvezi s tem nujno upoštevati posledice obstoječe obdavčitve podjetij za konkurenčnost slovenskega finančnega sektorja ter poiskati optimalne rešitve tudi za tista področja, ki z obstoječo davčno zakonodajo še niso urejena. Pomemben del raziskave je namenjen izboljšanim pogojem za nefinančna podjetja pri dostopu do kapitala, zlasti na denarnem trgu, in njihovim vplivom na večjo uspešnost in gospodarsko rast. Na vseh področjih so upoštevani izsledki sodobnih raziskav na področju konkurenčnosti na mikro- in makroravni. Davčna reforma, ki je v začetku leta 2007 med drugim zajela tudi dohodnino in davek od dohodkov pravnih oseb, je že pomemben korak k zmanjševanju razlike med obdavčitvijo dela in kapitala, predstavlja pa tudi odgovor na spremenjene socialno-ekonomske razmere v Sloveniji glede na obdobje v začetku devetdesetih, ko je bila sprejeta večina veljavne davčne zakonodaje.

Oba vidika konkurenčnosti, ki sta obravnavana v tem monografskem delu, predstavljata dve ključni razvojni področji, na kateri lahko odločilno poseže tudi država, da bi povečala konkurenčnost gospodarskih subjektov v širšem gospodarskem prostoru, s čimer bi se povečale tudi možnosti za učinkovito doseganje strateških narodnogospodarskih ciljev.

Avtorji

I. DEL: REPO-TRG – DELOVANJE REPO-TRGOV V DRŽAVAH EU IN RAZVOJ V SLOVENIJI

1. UVOD

REPO-trg je eden izmed največjih in najpomembnejših segmentov denarnega trga (ECB Money Market Survey, 2005). Predstavlja učinkovit mehanizem, s katerim se tržnim udeležencem omogoča sklepanje poslov na prilagodljiv način. REPO ali ponovni odkup je posel, s katerim se ena stran zaveže, da bo vrednostne papirje (največkrat obveznice), ki jih je začasno prodala, po določenem času in (običajno) po vnaprej določeni obrestni meri odkupila nazaj (Fabozzi J. Frank in Mann V. Steven, 2005, str. 229). Pri tem se pojavijo pomembne prednosti za obe strani – tako za stranko, ki posoja, kot tudi za stranko, ki si izposoja. Pri izposojanju se ta prednost kaže v kratkoročni obrestni meri, ki je nižja, kot znašajo stroški bančnega financiranja, na strani posojanja pa REPO-trg ponuja privlačno donosnost zavarovanih transakcij, katerih temeljna značilnost postane visoka likvidnost.

Poročilo prikazuje ureditve po izbranih državah EU in kaže na pomen REPO-trga v finančnem sistemu. Predstavljene so Francija, Portugalska, Irska, Finska in Italija, poudarek pa je na slovenski ureditvi. Za teh pet držav smo se odločili zaradi podobnosti s Slovenijo (Irska in Portugalska) in ne nazadnje tudi zaradi dostopnosti informacij. Francija in Italija predstavljata primerjalni kriterij (benchmark), saj sta primer dobro delujočega REPO-trga. Na teh podlagah smo ugotavljali učinke dobro delujočih REPO-trgov za razvoj in delovanje finančnih sistemov ter pomen za državne zakladnice, predvsem kot instrument upravljanja likvidnosti.

2. POSLI ZAČASNEGA ODKUPA Z OBVEZNIŠKIM POVRATNIM ODKUPOM

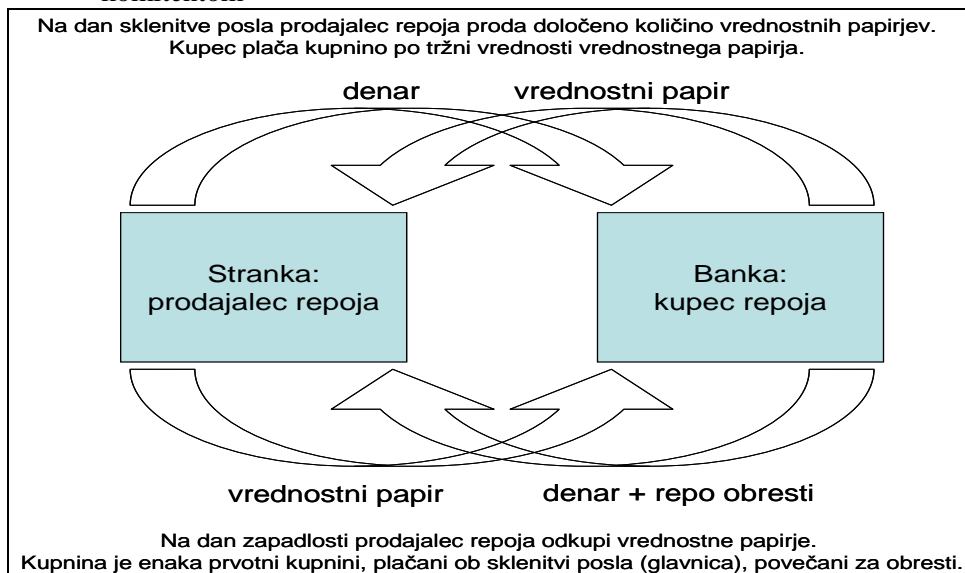
Posle začasnega odkupa (gre za začasni odkup ustreznih vrednostnih papirjev) z obveznim povratnim odkupom imenujemo tudi REPO-posli. REPO oziroma v angl. *repurchase agreement* (pogodba o ponovnem nakupu) je sporazum, v katerem se dve stranki dogovorita o izvedbi dveh nasprotnosmernih poslov v paketu. Pri tej pogodbi proda ena stran drugi vrednostni papir ter se hkrati obveže, da ga bo na točno določen dan v prihodnosti odkupila po vnaprej dogovorjeni ceni. Pri opisu REPO-poslov se uporablja več terminov, in sicer: REPO, obratni REPO (*reverse repo*) in ponovna prodaja (*resale*). Vsi ti termini označujejo enake transakcije, vendar z zornih kotov različnih uporabnikov. Torej lahko rečemo, da če en udeleženec REPO-posla izvaja REPO, potem se ta isti posel za drugega udeleženca kaže kot obratni REPO. Na primer, če si "dealer" oz. trgovec posrednik prek REPO-transakcije izposodi denar, potem izvaja *REPO-posel*; če pa v okviru REPO-transakcije prejme obveznice, potem opravlja obratni REPO (Barclays Capital, 2002, str. 3, Snoj A., 2001, str. 47).

REPO je v večini primerov namenjen kreditiranju, pri čemer dobi kreditodajalec (kupec REPO-ja) v zavarovanje vrednostni papir, ki mora imeti visoko bonitetno oceno. Pri tem moramo vedeti, kako se izvaja prenos pravnih in ekonomskih pravic vrednostnega papirja. Z dnem valute posla *pravna pravica* nad vrednostnim papirjem (lastništvom) preide na kupca REPO-ja (kreditodajalca), ki lahko v času trajanja REPO-ja z vrednostnim papirjem prosto razpolaga. Prav tako lahko vrednostni papir tudi proda, pomembno je le, da ga ima na svojem računu vrednostnih papirjev na dan zapadlosti REPO-posla, ko ga bo moral vrniti prodajalcu REPO-ja. V kupčevo trajno last bi prišel le v primeru, če bi šlo podjetje, ki je prodalo REPO v času njegovega trajanja, v stečaj (Snoj A., 2001, str. 47).

Nekoliko drugače je s prenosom *ekonomskih pravic*. Ekonomske pravice predstavljajo vsi donosi, ki jih prinaša vrednostni papir (dividende pri lastniških vrednostnih papirjih, kuponi pri dolžniških vrednostnih

papirjih), ki pripadajo prvotnemu lastniku vrednostnega papirja ves čas trajanja REPO-ja. Prvotni lastnik prevzema tudi tveganje morebitne spremembe tržne cene vrednostnega papirja (Snoj A., 2001, str. 47).

Slika 1: Grafični prikaz transakcij REPO-posla med banko in bančnim komitentom



Vir: www.nlb.si in lastni prikaz.

Poleg finančnih vlagateljev uporabljajo REPO-posle tudi mnoge centralne banke pri uresničevanju svoje denarne politike. Uporabljajo jih za natančno uravnavanje likvidnosti na denarnem trgu, poleg tega se uporabljajo kot instrument upravljanja likvidnosti državne zakladnice ter instrument upravljanja državnega dolga. Če je na primer likvidnost zakladnice previsoka, se izvede nakup REPO-instrumenta, v nasprotnem primeru pa lahko zakladnica vstopa v REPO-posel kot prodajalec ter tako pridobi dodatno potrebno likvidnost. V primeru uporabe REPO-instrumenta pri centralni banki je poleg vpliva na likvidnost pomemben tudi vpliv na obrestne mere. S spreminjanjem obrestne mere, po kateri centralna banka ponuja REPO-instrumente, lahko neposredno vpliva na kratkoročne obrestne mere na denarnem trgu.

V Sloveniji se je za REPO-posel uveljavila tudi oznaka *začasni odkup (reodkup)* vrednostnih papirjev ali deviz, pri čemer so se tovrstni začasni odkupi (reodkupi) pojavljali predvsem kot instrument centralne banke, tj. Banke Slovenije, ki je na ta način intervenirala na deviznem in/ali denarnem trgu.

Kot način trgovanja med poslovnimi bankami in drugimi udeleženci denarnega trga se REPO-posli (vsaj v večji meri) niso razvili. Glavni razlog za slabšo razvitost REPO-trga lahko iščemo v tem, da trgovanje na denarnem trgu poteka bolj na podlagi zaupanja kot pa ustreznega jamstva. Drugi razlog pa se kaže v pomanjkanju zadostnega portfelja vrednostih papirjev najboljše bonitete, ki bi se lahko uporabili kot podlaga za izvedbo REPO-poslov (Snoj A., 2001, str. 48).

2.1 Razlogi za sklenitev REPO-posla

Za prodajalca vrednostnih papirjev pomeni REPO-posel takojšnjo prodajo ter hkratni terminski nakup – ponovni nakup (*repurchase agreement*). Za kupca pomeni ravno obratno, saj gre pri njem za terminsko prodajo in takojšen nakup vrednostnih papirjev. Temu načinu pravimo *obratni oziroma reverse REPO*.

Torej ko govorimo o *REPO*-oziroma *obratnem REPO-poslu*, imamo v mislih enako transakcijo, le da pri enem gledamo z vidika prodajalca, pri drugem pa z vidika kupca vrednostnih papirjev. Kot prodajalca označujemo tistega, ki si prek REPO-posla *izposoja* denar, kot kupca pa tistega, ki prek REPO-posla *posoja* denar.

Za sklenitev REPO-posla poznamo več razlogov:

Prvi razlog je *potreba po financiranju*. V tem primeru prodajalec proda vrednostne papirje z namenom, da bi zbral določena denarna sredstva. Kupec bo sprejel katere koli vrednostne papirje pod pogojem, da so primerne kakovosti. Pobudnik posla je prodajalec, vrsta REPO-posla pa se imenuje *splošni REPO, general collateral ali GC* (Snoj A., 2001, str. 48, Fabozzi J. Frank, 1997, str. 14).

Drugi razlog je *potreba po točno določeni vrsti vrednostnih papirjev*. V tem primeru je pobudnik posla kupec vrednostnih papirjev. Ta oblika se imenuje *posebni REPO, special repo*. Razlog, da pride do posebnega REPO-posla, je v ponudbi in povpraševanju teh vrednostnih papirjev na trgu. Zato so ti vrednostni papirji običajno dražji, vendar si njihov prodajalec lahko izbere nižjo obrestno mero za pridobivanje denarnih sredstev prek REPO-posla (Snoj A., 2001, str. 48, Fabozzi J. Frank, 1997, str. 14).

Posebnost *splošnega REPO-posla* je v tem, da se stranki lahko dogovorita za zamenjavo prodanih vrednostnih papirjev z ekvivalentnimi. Seveda se morata dogovoriti za časa trajanja določenega posla. Pri *posebnem REPO-poslu* pa tovrstna zamenjava ni mogoča, saj kupec zahteva točno določene vrednostne papirje.

Poleg teh dveh razlogov pa poznamo še naslednje (Snoj A., 2001, str. 48):

- kreditiranje z zavarovanjem,
- zavarovanje pred obrestnim tveganjem,
- uravnavanje strukture naložb,
- večanje izpostavljenosti kot strategija za izkoriščanje tržnih pričakovanj.

Pri tem pa ne smemo pozabiti na prednosti, ki jih prinašajo REPO-posli. Obstaja več načinov, s katerimi lahko REPO poveča donosnost in omogoči večjo tržno učinkovitost. Torej lahko rečemo, da REPO-posli prinašajo tako za kupce kot tudi za trgovce posrednike (dealerje) več prednosti, in sicer (Barclays Capital, 2002, str. 3):

Prednosti za kupca:

- REPO-posli so povsem fleksibilni glede rokov,
- imajo donosnost, ki je konkurenčna drugim donosnostim na denarnem trgu,
- investiranje denarja na kratek rok.

Prednosti za prodajalca – trgovca posrednika:

- REPO-posli se uporabljajo za financiranje dolgoročnih pozicij,
- zmanjšujejo osnovne stroške,
- povečajo učinkovitost trgovanja.

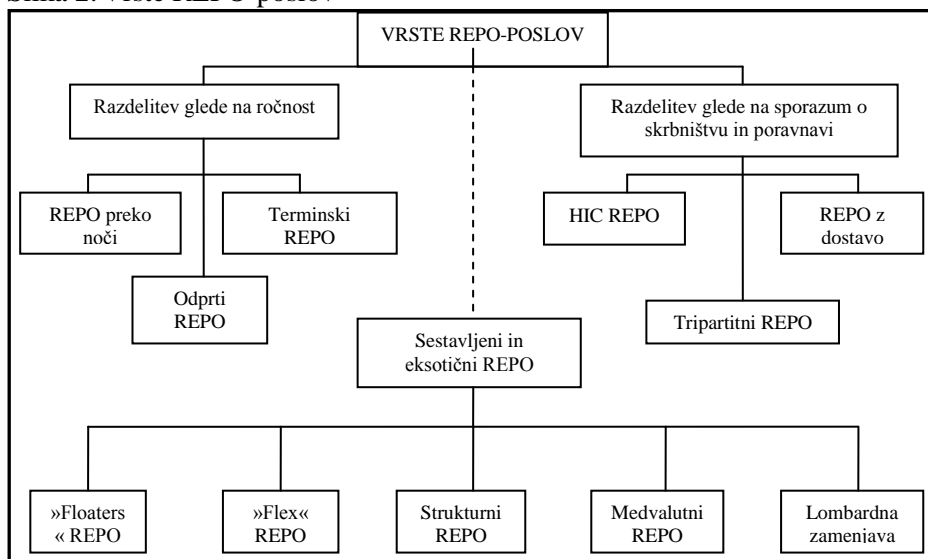
3. VRSTE REPO-POSLOV

V praksi poznamo več vrst REPO-poslov. Sestavni del sporazuma o začasni prodaji in nakupu sta prav tako tudi sporazuma o skrbništvu in poravnavi. Poleg tega je pomembno omeniti, da se spreminja tudi kreditna izpostavljenost posojilodajalca. Izbrana metoda poravnave lahko vodi do kreditne izpostavljenosti znotraj dneva. Tako so vrednostni papirji lahko preneseni po dveh metodah, in sicer (Bajraktarević, 1999, str. 10):

- po metodi »dostava proti plačilu« – DVP (delivery versus payment),
- po metodi »ni dostave proti plačilu« – non-DVP (non-delivery versus payment).

Dostava proti plačilu ali DVP pomeni istočasen in nepreklicen prenos gotovine v eno smer, v drugo smer pa se prenesejo vrednostni papirji. Zaradi sočasnosti prenosov ni nobena od strank izpostavljena tveganju izgube vrednosti. Ko je prenos zaključen, pa je tveganje odvisno od ureditve skrbništva nad vrednostnimi papirji (Snoj A., 2001, str. 50).

Slika 2: Vrste REPO-poslov



Vir: Fabozzi J. Frank: Securities Lending Repurchase Agreements. New Hope: FJF, 1997.

Pri sistematizaciji REPO-poslov se je smiselno omejiti na *delitev glede na sporazum o skrbništvu in poravnavi*, saj so tovrstni REPO-posli z vidika preučevanja in primerjave po državah med najpomembnejšimi, pri čemer praksa kaže, da se med pogosto uporabljenimi REPO-posli pojavlja tudi t.i. *bilateralni REPO*.

3.1 Bilateralni REPO

Ta posel nastane samo med dvema strankama, torej med prodajalcem vrednostnih papirjev, ki želi pridobiti denarna sredstva, in kupcem, ki ta denarna sredstva ima in jih želi varno naložiti (splošni REPO) ali pa želi pridobiti specifične vrednostne papirje (posebni REPO) (Snoj A., 2001, str. 50 in Bajraktarević, 1999, str. 10).

3.2 Imeti v posesti REPO (HIC REPO)

Imenovan tudi »*Hold-in-custody REPO–HIC*« ali »*letter REPO*«. Pri tej vrsti REPO-posla prodajalec zadrži vrednostne papirje, ki jih ponudi kot zavarovanje, v dobro kupca in na posebnem računu. Za kupca je to večje tveganje, zato zahteva tudi večji donos v obliki REPO-obrestne mere. Pri tem ima prodajalec nižje administrativne stroške in lažje zamenja vrednostne papirje. Ta vrsta REPO-poslov se uporablja takrat, ko je tak posel sklenjen za kratek čas, oziroma takrat, ko namerava prodajalec vrednostne papirje večkrat zamenjati. Kljub svojim slabostim ima »*HIC REPO*« tudi določene prednosti. Izvaja se v primeru, ko je predmet zastave težko (fizično) dostavljiv ali pa gre za majhno količino. V zameno bo »dealer« pripravljen ponuditi višjo REPO-stopnjo, saj ne bo imel stroškov dostave (Fabozzi J. Frank in Mann V. Steven, 2005, str. 229).

Takšno obliko REPO-posla je v Sloveniji uporabljala Banka Slovenije za izvajanje REPO- oziroma obratnih REPO-poslov s poslovnimi bankami, saj se vrednostni papirji niso prenašali, temveč so se samo zastavili na račun vrednostnih papirjev za zavarovanje.

Investitorji, ki vstopajo v posle HIC REPO, morajo upoštevati zlasti naslednje (Fabozzi J. Frank in Mann V. Steven, 2005, str. 229):

1. *“Sodelovati morajo samo s tistimi trgovci posredniki, ki imajo dobro kreditno sposobnost, saj je HIC REPO po svoji naravi nezavarovana transakcija.”*
2. *Investitorjem zaradi višjega kreditnega tveganja pripada višja obrestna mera.*

3.3 Tripartitni REPO

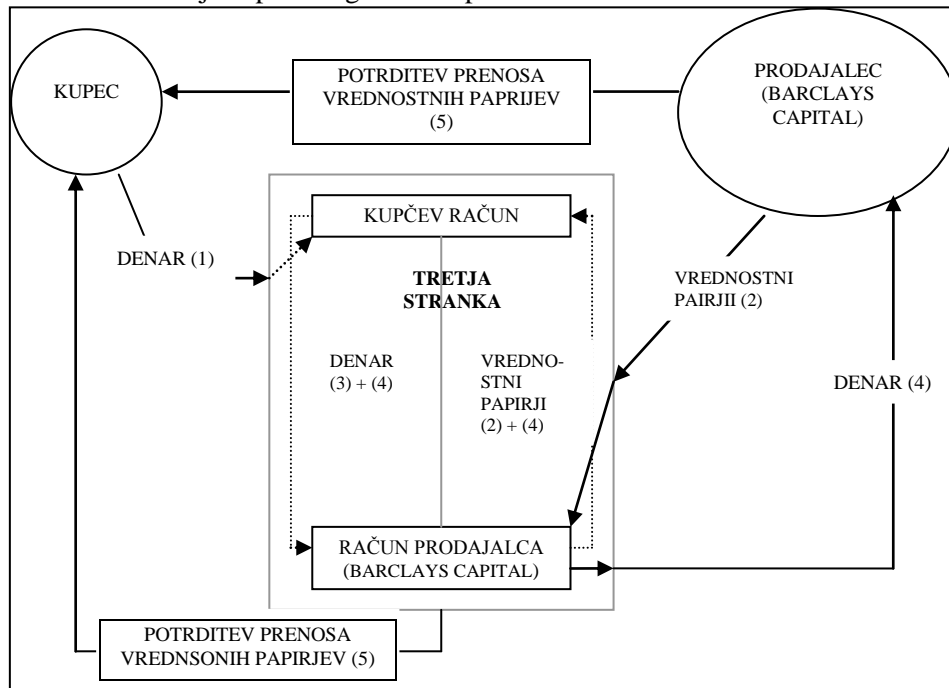
Ta vrsta posla se izvaja s tremi strankami in je danes na razvitih trgih najpogostejša oblika izvedbe REPO-poslov. Poleg kupca in prodajalca je prisotna še tretja stranka (posrednik). Po navadi je to prodajalčeva banka ali klirinška hiša, ki odpre poseben račun za vrednostne papirje, ki so uporabljeni pri REPO-poslu, stroške tega pa nosi »dealer« (Barclays Capital, 2002, str. 16, Snoj A., 2001, str. 50). Poleg osnovne pogodbe, ki sta jo prodajalec in kupec sklenila med seboj, skleneta pogodbo še s posrednikom. Tako so vrednostni papirji shranjeni pri posredniku na posebnem računu v imenu kupca. Posrednik poskrbi za poravnavo obeh delov REPO-posla, poleg tega pa dnevno ugotavlja in strankama potrjuje vrednost zavarovanja, zagotavlja, da zavarovanje ustreza zahtevam kupca glede vseh pogojev (valuta, likvidnost, rating, marže), in nadzira morebitne zamenjave vrednostnih papirjev (Barclays Capital, 2002, str. 16).

Struktura izvedbe tripartitnega REPO-ja (kot je prikazana v sliki 3) vsebuje naslednje ključne elemente (Barclays Capital, 2002, str. 16):

1. Dealer kot prodajalec REPO-ja in kupec sta pobudnika posla.
2. Kupec nakaže denar na račun agenta tretje stranke (banka ali klirinška hiša).
3. Prodajalec (npr. Barclays Capital) naroči agentu tretje stranke, da prenese obveznice z njihovega računa na svoj račun.
4. Kupec naroči agentu tretje stranke, da prenese sredstva z njegovega računa na račun prodajalca (npr. Barclays Capital).
5. Ko agent tretje stranke preveri in oceni obveznice, istočasno prenese obveznice na kupčev račun in sprostí sredstva na račun prodajalca (npr. Barclays Capital).

6. Agent in prodajalec (npr. Barclays Capital) pošljeta potrdilo kupcu.

Slika 3: Delovanje tripartitnega REPO-posla



Vir: Barclays Capital, 2002.

Tripartitni REPO ima za kupca vrednostnih papirjev več prednosti (Barclays Capital, 2002, str. 18):

- posel je administrativno preprost;
- nižji pravni in administrativni stroški;
- stroške posrednika krije prodajalec vrednostnih papirjev;
- posel ima možnost dnevne ugotavljanja in prilagajanja vrednosti zavarovanja;
- prodajalec vrednostnih papirjev je pripravljen plačati nekoliko višjo obrestno mero, saj ima možnost lažje zamenjave zavarovanja;
- večja fleksibilnost, saj si kupec lahko izbere točno določeno vrsto posla, ki je primeren zanj;

- večja varnost, saj tretja stranka preverja vse transakcije, ki se odvijajo med strankami (prav tako preverja nakazila, če so bila v celoti nakazana);
- večja učinkovitost, saj postanejo operacijski tokovi bolj izravnani in krajši, kar zadeva sistema poravnave in denarnih tokov;
- večja stroškovna učinkovitost, saj tripartitni REPO eliminira tiste transakcijske stroške, ki se nanašajo na dobave in prejeme.

Poznamo pa tudi prednost, ki je hkrati slabost. S tem ko prodajalec lažje zamenja vrednostne papirje, zmanjša možnost, da bi kupec kot zavarovanje dobil posebne vrednostne papirje (po katerih se na trgu povprašuje), ker jih bo prodajalec v tem primeru gotovo zamenjal.

3.4 REPO z dostavo

Pomeni, da prodajalec dostavi vrednostne papirje kupcu ali njegovemu skrbniku. Največkrat se ta prenos izvrši po metodi *dostave proti plačilu* (DVP). To je najvarnejša vrsta REPO-posla, ki pa prinaša najvišje stroške. Tu se prav tako opravljajo izravnave na tržno vrednost in postavljajo kritja (Bajraktarević, 1999 str. 11).

3.5 Splošni REPO-posel

Splošni REPO-posel, imenovan tudi *general collateral (GC)*. Splošni REPO lahko razumemo predvsem kot posel financiranja oz. refinanciranja. Pri tem tisti udeleženec posla, ki posoja denar, ne pričakuje nasprotne poravnave s točno določenim vrednostnim papirjem, ampak s papirji, ki ustrezajo določenim kriterijem, kot so vrsta izdajatelja, boniteta ipd. (BearingPoint, 2006). Del povratnega REPO-posla se tu vedno izvrši kot dostava proti plačilu (DVP), medtem ko je REPO lahko REPO z dostavo, »HIC REPO« ali tripartitni REPO (Fabozzi J. Frank, 1997, str. 14).

Večina GC-poslov je kratkoročnih, saj zapadejo v obdobju do treh mesecev. Ne glede na to, da so tu razponi majhni (od 10 do 20 bazičnih točk), so zaslužki veliki, saj se posli sklepajo v velikih zneskih (Fabozzi J. Frank, 1997, str. 14). Pri tem pa ne smemo pozabiti, da posojilodajalca zanimajo predvsem obresti, ki jih bo zaslužil s posojanjem denarja. Poleg

tega ima v lasti vrednostne papirje kot garancijo za neizpolnjevanje obveznosti, ki pa jih lahko hitro proda in ima pri tem zelo majhne transakcijske stroške. Ta sredstva lahko proda v primeru, če se izposojevalec ne drži svojih obveznosti (Fleming in Garbade, 2003, str. 2).

3.6 Posebni REPO

Posebni REPO (*special trading*) je REPO, pri katerem gre za posojanje in izposojanje točno določenega vrednostnega papirja. Značilen je za trg državnih vrednostnih papirjev, ki se odvija med »dealerji«, ki si zapirajo kratke pozicije. Ti posli zapadejo na še krajši rok kot pa GC. Donosi pri GC so v tesni povezavi z obrestnimi merami na denarnem trgu, medtem ko se pri posebnih REPO-poslih donosi oblikujejo kot posledica povpraševanja in ponudbe. Ti posli so podvrženi večji spremenljivosti, zato so »dealerji« bolj izpostavljeni, kar privede do višjih stopenj donosa (razpon je med 25 in 30 bazičnimi točkami) (Fabozzi J. Frank, 1997, str. 14).

3.7 Zamenljivi REPO

Zamenljivi REPO ali *convertible repo* je REPO, pri katerem ima trgovec posrednik opcijo za zamenjavo REPO-ja s fiksno REPO-stopnjo (tj. REPO-obrestno mero) za REPO s spremenljivo REPO-stopnjo (tj. REPO-obrestno mero). Pri prodaji takšnega REPO-ja je praviloma dosežena višja REPO-stopnja kot pri nezamenljivih REPO-jih, ki so sicer na voljo na trgu. (Fabozzi J. Frank in Mann V. Steven, 2005, str. 239).

3.8 Splošni finančni REPO

Splošni finančni REPO ali *general collateral financing repo* (GCF) je nastal z namenom, da bi z njim zmanjšali transakcijske stroške ter povečali likvidnost na REPO-trgu. Primer REPO-ja GCF lahko najdemo pri ameriški *Government Securities Clearing Corporation*, ki je razvila GCF za zakladniške vrednostne papirje. Bistvo tako organiziranega trgovanja je v tem, da trgovci posredniki aktivno trgujejo z REPO-ji, vendar poravnave poslov ne izvajajo sproti za vsako transakcijo posebej. Namesto sprotih poravnave je bil razvit sistem neto poravnave, ki se

izvedejo ob zaključku trgovanja na koncu trgovalnega dne. Gledano v celoti je tako trgovanje cenejše, saj se bistveno zmanjšajo stroški poravnave, zaradi poenostavitve trgovanja pa se poveča tudi likvidnost. Seveda pa je za izvedbo takšnega trgovanja nujno organiziranje klirinške hiše, ki skrbi za poravnave poslov (Fabozzi in Mann, 2005, str. 239; Fleming in Garbade, 2003, str. 4).

Primer poslovanja z REPO-ji GCF:

Trgovanje z REPO-posli GCF se začne vsak dan ob 7.30, ko trgovci posredniki začnejo z zbiranjem denarnih ponudb med tistimi posredniki, ki so člani FICC (*Fixed Income Clearing Corporation*). Med člani FICC se provizije ne obračunavajo. Trgovanje z REPO-posli GCF se konča ob 15.30, ko se trg obveznic zapre. Samo trgovanje lahko poteka na dva načina. Če imamo v igri manjše količine zneskov, potem REPO-posli GCF potekajo med člani FICC. Če pa gre za posle večjih vrednosti, torej z večjimi trgovci posredniki, potem ponudbe pošiljajo prek elektronskih trgovalnih sistemov, poravnavo pa opravijo ali prek FICC ali prek IDB (trg notranjih trgovcev posrednikov) (Fleming in Garbade, 2003, str. 4).

Sistem poravnave REPO-poslov GCF je oblikovan tako, da minimizira stroške prenosa obveznic, s tem da dopušča netiranje v procesu poravnave. Ob 15.45 FICC oceni vse obveznosti vsakega trgovca posrednika, ki si je izposojal ali ki je posojal denar. To oceno naredi za en delovni dan, lahko pa tudi za več dni, nakar se izvede poravnava na neto osnovi (Michael J. Fleming in Kenneth D. Garbade, 2003, str. 4).

3.8.1 Primerjava splošnega finančnega REPO-posla z navadnim

Za vse večjo uporabo splošnega finančnega REPO-posla (GCF) se odločajo predvsem zaradi različnih prednosti, ki jih ima pred navadnim REPO-poslom (Fleming in Garbade, 2003, str. 6).

1. REPO-transakcije GCF so poravnane na neto in ne na bruto osnovi, zaradi česar so tako denarni tokovi kot tudi nasprotni tokovi poravnave z vrednostnimi papirji bistveno manjši, s tem pa se znižajo tudi stroški poravnave.

2. REPO-posli GCF so obratni vsako jutro in obnovljeni vsak večer. Izposojevalec denarja lahko uporabi obveznice za poravnavo nepovezanih transakcij prek dneva. Prav tako lahko preprosto zamenja obveznice brez dodatnih provizij za nadomestila.
3. REPO-posli GCF se poravnajo prek klirinških hiš, zato se lahko poravnajo tudi kasneje v delovnem dnevu, kar omogoča izposojevalcu denarja, da odloži odločitev o tem, katere obveznice bo uporabil v času poravnave.

REPO-posli GCF so bili leta 2003 inovacija na področju REPO- in povratnih REPO-poslov. Iz zgoraj navedenega lahko vidimo, da so prinesli trgovcem posrednikom kar nekaj prednosti (v primerjavi z navadnimi REPO-posli) predvsem v smislu zmanjšanja transakcijskih stroškov, povečanja likvidnosti in izboljšane učinkovitosti uporabe obveznic. Prav te prednosti pa so REPO-poslom GCF zagotovile hitro rast.

4. UDELEŽENCI REPO-POSLOV

Na REPO-trgih delujejo štiri glavne skupine udeležencev: investitorji (*investors*), trgovci posredniki (*dealers*), udeleženci s finančnim vzvodom (*leveraged customers*) in centralne banke (*central banks*), ki REPO uporabljajo kot instrument denarne politike (BearingPoint, 2006):

- Investitorji (*investors*) so skupina udeležencev, ki na REPO-trgu sodelujejo predvsem zaradi možnosti realizacije dobička. Naložba v REPO namreč investitorju omogoča, da doseže donos, ki ji višji od netveganega donosa na državne vrednostne papirje, pri tem pa investitor še vedno ohrani visoko stopnjo likvidnosti ter varnosti naložbe.
- Dealerji oz. trgovci posredniki (*dealers*) se tradicionalno pojavljajo na REPO-trgu predvsem kot neto posojilojemalci, bolj izjemoma pa kot posojilodajalci. V vlogi slednjih nastopajo v primerih kratke prodaje vrednostnih papirjev (*shorting of securities*), ki so jih prej pridobili prek REPO-posla.
- Udeleženci s finančnim vzvodom (*leveraged customers*) so vsi udeleženci v REPO-poslih, ki uporabljajo REPO za financiranje svojih pozicij. Za te udeležence se možnost zadolžitve na REPO-trgu pojavlja kot alternativa neposrednemu zadolževanju pri bankah.
- Centralne banke (*central banks*) tipično uporabljajo REPO-posle za izvajanje operacij na odprtem trgu (*open market operations*), pri čemer je učinek REPO-intervencij lahko dvojen: količinski, ko se spreminja količina primarnega denarja, in/ali cenovni, ko se z REPO-obrestno mero signalizira udeležencem na trgu, kakšna je ciljna obrestna mera centralne banke.

Že segmentacija glavnih skupin udeležencev na REPO-trgih kaže nekatere najpogostejše vzroke za odločitve posameznih subjektov o vstopu na te trge (Fabozzi, 1997, str. 14):

- Financiranje »dealerjev« pri njihovem običajnem trgovanju.
- Subjekti s presežki gotovine lahko to na tem trgu naložijo v varne, fleksibilne in donosne posle.

- Posojanje vrednostnih papirjev, ki jih nasprotne stranke potrebujejo za zvišanje portfeljskih donosov. Izposojanje vrednostnih papirjev za pokrivanje kratkih pozicij.
- Doseganje dobičkov z »Matched Books Trading«.

Glede na samo strukturo REPO-posla, ko se eden od udeležencev pojavlja v vlogi posojilodajalca, drugi pa vlogi posojilojemalca, lahko ugotavljamo tudi natančnejšo segmentacijo udeležencev, ki izhajajo iz te bipolarne delitve. Posojilojemalce lahko tako razdelimo v tri skupine:

- »dealerji« za financiranje zalog,
- špekulanti in trgovci z visokim finančnim vzvodom za financiranje tekočih pozicij in
- imetniki portfeljev, ki posojajo vrednostne papirje, po katerih je povečano povpraševanje.

Na drugi strani posojilodajalce lahko razvrstimo v dve širši skupini:

- imetniki presežnih denarnih sredstev, kot so vzajemni skladi denarnega trga, in
- posojilodajalci vrednostnih papirjev, ki reinvestirajo gotovino, pridobljeno s posojanjem vrednostnih papirjev.

Posebna skupina udeležencev na REPO-trgih so t.i. primarni trgovci posredniki. Njihova vloga sicer ni vedno neposredno vezana na delovanje REPO-trga, pač pa širše na delovanje primarnih in sekundarnih trgov državnih vrednostnih papirjev. Po osnovni definiciji so primarni trgovci posredniki (primary dealers) pooblaščen udeleženci na primarnem trgu državnih vrednostnih papirjev, v večini primerov pa je njihova dejavnost razširjena tudi na sekundarni trg državnih vrednostnih papirjev, ker se pojavljajo kot vzdrževalci trga (market makers). Običajno se v njihovi vlogi pojavljajo banke in borzno-posredniške hiše.

V ZDA mehanizem primarnih trgovcev posrednikov poznajo že od leta 1960, ko je 18 takih trgovcev dobilo ekskluzivne pravice za sodelovanje pri transakcijah z državnimi vrednostnimi papirji s Federal Reserve Bank of New York. V Evropi so se pojavili kasneje, več pozornosti pa se njihovem delovanju posveča v zadnjih letih v državah EU, kjer se zlasti po uvedbi evra poskuša doseči harmonizacija delovanja primarnih trgovcev posrednikov v različnih državah članicah. Popolna

harmonizacija delovanja posrednikov bi namreč še okrepila njihovo siceršnjo vlogo, tj. zagotavljanje pogojev za delovanje primarnega trga ter izboljšanje likvidnosti na sekundarnem trgu državnih vrednostnih papirjev. Samo v nekaterih državah (npr. Finska, Francija, Irska, Portugalska, Švedska, Velika Britanija) pa imajo primarni trgovci posredniki tudi poseben položaj na REPO-trgu z državnimi vrednostnimi papirji (EC, Economic and Financial Committee, 2001), kar tudi prispeva k večji likvidnosti REPO-trga.

Vloga primarnih trgovcev posrednikov na posameznih nacionalnih REPO-trgih je opisana v nadaljevanju, kjer so kratko predstavljeni nacionalni trgi izbranih držav EU, primerjava delovanja primarnih trgovcev posrednikov pa je dodatno prikazana tudi v prilogi.

5. INSTITUCIONALNA UREDITEV REPO-POSLOV V IZBRANIH DRŽAVAH EU

Sodobno REPO-trgovanje se je v Evropi pričelo opazneje razvijati šele v poznih 80. letih prejšnjega stoletja, spodbudo za ta razvoj pa so prvotno predstavljala predvsem prizadevanja ameriških investicijskih bank za intenzivnejše vključevanje v trgovanje z evropskimi državnimi obveznicami. Intenzivnost razvoja REPO-trgovanja v evropskih državah pa se je še povečala po letu 1995, kar se pripisuje predvsem razvoju enotnega trga in tudi uvajanju evra ob koncu 90. let. Comotto R. (2005) razloge za pospešen razvoj evropskega REPO-trga še natančneje elaborira in izpostavi zlasti naslednje (Comotto, 2005, str. 242):

- Preoblikovanje mednarodnega REPO-trga v Londonu (predvsem zaradi odpiranja REPO-trga z britanskimi državnimi obveznicami).
- Reformiranje REPO-trgov v državah kontinentalne Evrope, še zlasti v Franciji.
- Uvedba standardne dokumentacije za čezmejno REPO-trgovanje, in sicer v obliki dokumenta GMRA (tj. Global Master Repurchase Agreement), ki sta ga leta 1995 uvedli združenji PSA (tj. Public Securities Association) in ISMA (tj. International Securities Market Association).
- Zaostrovanje kapitalskih zahtev v bančnem sektorju, ki so spodbudile banke k prestrukturiranju naložbenih portfeljev v smislu zmanjševanja deleža nezavarovanih in povečevanja deleža zavarovanih terjatev.
- Rast in restrukturiranje finančnih trgov, ki sta bila spodbujena z uvajanjem evra.

V nadaljevanju so predstavljeni primeri posameznih izbranih držav članic EU in njihova ureditev REPO-poslovanja. Najprej je predstavljen primer Francije, kjer je bil razvoj sodobnega REPO-poslovanja še posebno opazen in izrazit.

5.1 Francija

Francoske banke so zelo pomembne, saj sodijo štiri največje med petdeset največjih bank na svetu. Čeprav je bančni sektor zelo razvit, imajo določene banke v lastniškem deležu vključeno tudi državo. *Credit Agricole* je tako še vedno v državni lasti, s čimer lahko Francijo uvrščamo ob bok Avstriji in Nemčiji. Tako so največji lastniki finančne institucije s 35 %, sledi jim država z 22 %, posamezniki imajo 8 %, tujci pa le slabih 5 %. Najmanjši delež pa predstavljajo nefinančne institucije, ki imajo manj kot 1 % lastništva. Pri 30-odstotnem deležu lastništva bank pa zaradi kotacije na borzi natančni lastniki niso znani (Kobe, 2002, str. 38).

Pomembno vlogo pri razvoju REPO-trgovanja v Franciji je imela/ima zakladniška agencija AFT (Agence France Trésor), ki jo je kot nacionalno agencijo ustanovilo francosko ministrstvo za finance, gospodarstvo in industrijo. Namen agencije je posredovati pri nadziranju stroškov državnega zadolževanja in upravljanju likvidnosti. Pri izvajanju aktivnosti agencije sodeluje tudi francoska centralna banka, Banque de France, pri kateri ima državna zakladnica tudi odprt svoj račun. Med nalogami, ki jih AFT opravlja za zakladnico, so poleg naložb depozitov in zadolževanja izrecno navedeni REPO-posli (REPO) in posli obratnega REPO-ja (reverse repo) z državnimi vrednostnimi papirji (<http://www.aft.gouv.fr>).

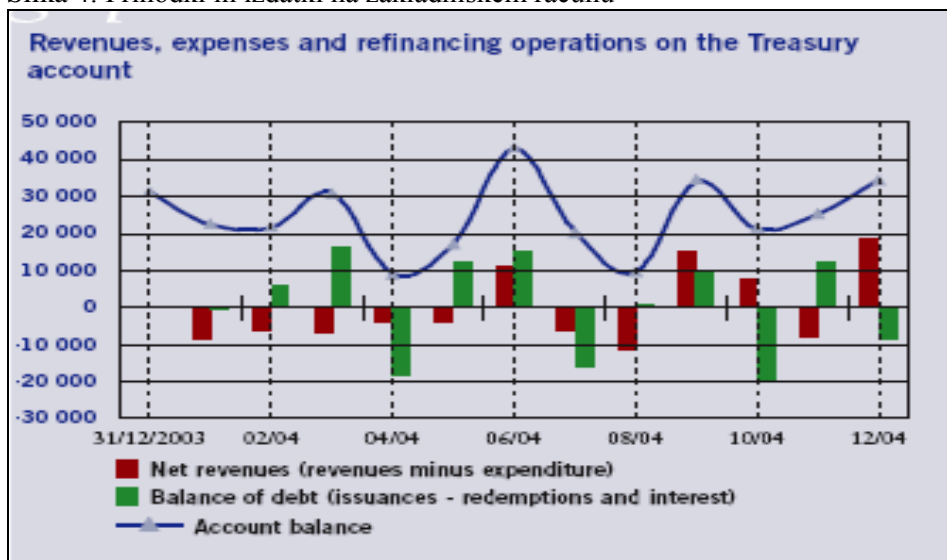
5.1.1 Francoska zakladniška agencija AFT

AFT (Agence France Trésor) izvaja svoje funkcije tudi v sodelovanju in s pomočjo primarnih trgovcev posrednikov, katerih glavne funkcije so vzdrževanje trga, zagotavljanje likvidnosti ter promocija državnih vrednostnih papirjev. Pri njihovem izboru AFT uporablja različne kriterije, in sicer (Annual Report Bank of France, 2004–2005, str. 35):

- kako delujejo na primarnem zakladniškem trgu,
- kako delujejo na sekundarnem trgu,
- po kakovosti storitev, ki jih ponujajo agenciji.

Tako med devetimi največjimi primarnimi trgovci posredniki najdemo naslednje: BNP Paribas, Deutsche Bank, HSBC-CCF, Barclays Capital, Société Générale, Citigroup, IXIS CIB, ABN Amro, Calyon.

Slika 4: Prihodki in izdatki na zakladniškem računu



Vir: Annual Report Bank of France, 2004–2005.

Prizadevanja AFT so usmerjena v zbiranje sredstev pod najugodnejšimi tržnimi pogoji. To pomeni, da si prizadeva za investiranje kratkoročnih denarnih presežkov ter za njihovo posojanje na notranjem bančnem trgu le takrat, ko je to nujno potrebno. V letu 2004 je raven prihodkov tako presegla izdatke le v štirih mesecih v letu. Na sliki 3 lahko vidimo, kako se AFT srečuje z razlikami v posojanju na srednjeročni in dolgoročni osnovi skozi posamezno leto. Tako pridobi potrebna likvidna sredstva, ki jih potrebuje tudi za izplačilo že zapadlih vrednostnih papirjev (Annual Report Bank of France, 2004–2005, str. 35).

Prihodki od naložb na denarnem trgu so na primer v letu 2005 znašali skupaj 487 milijonov evrov. Ti prihodki so odšteti od bruto stroškov državnega dolga. Iz tabele 5 lahko torej vidimo, da so največji del prihodkov v letu 2005 dobili od povratnih REPO-poslov (84 %) (Annual Report Bank of France, 2004–2005, str. 36).

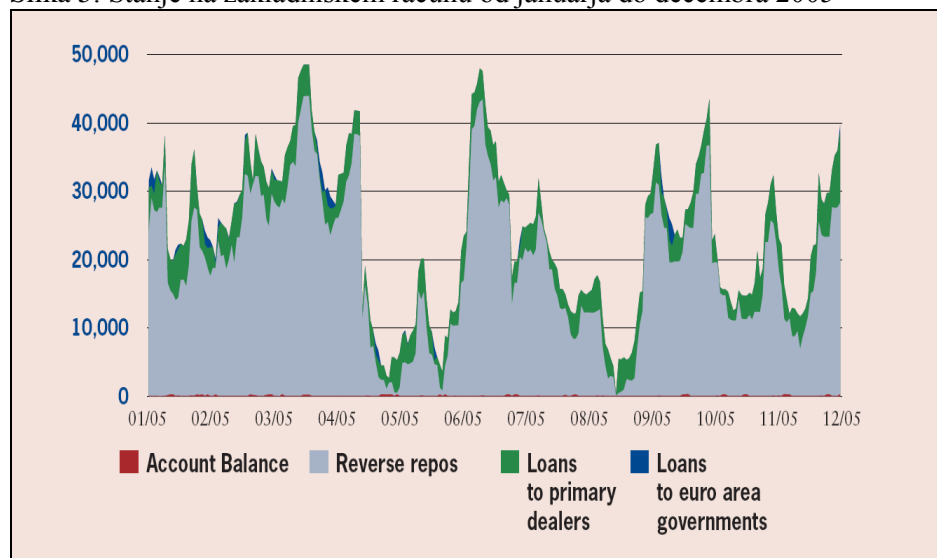
Tabela 1: Prikaz prihodkov v milijonih evrov

	2005 (v mio €)	Struktura v %
Prihodki od posojil za primarne trgovce posrednike	81,5	17
Prihodki od povratnih REPO-poslov s primarnimi trgovci posredniki	400,9	82
Prihodki od posojil za evropske zakladnice	4,4	1

Vir: Annual Report Bank of France, 2005–2006.

Velik pomen povratnih REPO-poslov (reverse repo) pa ni viden samo v strukturi prihodkov državne zakladnice, saj ti posli izrazito prevladujejo tudi po številu opravljenih transakcij. V letu 2005 je tako AFT izvedla okrog 8.500 transakcij na denarnem trgu, od tega jih je 83 % odpadlo na povratne REPO-posle, 17 % pa na druge finančne instrumente, kot so nezavarovana posojila primarnim trgovcem posrednikom ter nezavarovana posojila drugim zakladnicam v evroobmočju. Grafično je učinek povratnih REPO-poslov za zakladnico prikazan tudi v sliki 5, kjer so vrednosti transakcij po mesecih v letu 2005 prikazane v milijonih evrov.

Slika 5: Stanje na zakladniškem računu od januarja do decembra 2005



Vir: Annual Report Bank of France, 2005–2006

5.1.2 Pogodbena in operativna tveganja

Vloga primarnih trgovcev posrednikov je tudi v tem, da se z njihovo prisotnostjo na trgu zmanjšuje pogodbeno tveganje za zakladnico oz. AFT pri upravljanju likvidnosti. Zaradi relativno velike izpostavljenosti AFT različnim oblikam tveganj (med njimi tudi operativnim tveganjem) je agencija s centralno banko podpisala pogodbo, da v primeru napake v sistemu lahko uporablja bančne aplikacije centralne banke, s čimer se zagotavlja nemoteno delovanje agencije pri upravljanju likvidnosti in državnega dolga. Poleg operativnih in pogodbenih tveganj AFT posebno pozornost namenja tudi obvladovanju tržnih tveganj in tveganj, povezanih s pogodbeniki (Annual Report Bank of France, 2004–2005, str. 44).

5.1.3 Prenova zakonodaje in informacijskega sistema

Francija je kot ena izmed vodilnih držav pri razvoju REPO-trga morala narediti celovito prenovo tako informacijskega sistema kot tudi zakonodaje in predpisov. Tako so razvili različne indikatorje, s katerimi se ugotavlja naslednje (Annual Report Bank of France, 2004–2005, str. 45):

- Količina in kvaliteta različnih incidentov, ki se pojavijo med samim poslovanjem z REPO-posli.
- Ustreznost obstoječega sistema. Ker se na leto izvede več kot 10.500 transakcij, je še zlasti pomembno, da se preverja doslednost njihove izvedbe. Pri tem se posebna pozornost namenja ugotavljanju tega, koliko stranke spoštujejo oziroma ne spoštujejo obveznosti.
- Kvaliteta opravljenih storitev. Največ incidentov (75 %) je bilo povezanih z nedostavljanjem obveznic pri REPO-poslovanju.

AFT se je prav tako lotila prenove celotnega informacijskega sistema. Novi informacijski sistem se imenuje SIFT Marché (Système d'Information France Trésor) in je osnovan na finančnem programskem paketu, imenovanem Tradix. Glavni namen posodobitve celotnega informacijskega sistema je bil v tem, da bo lahko novi sistem zagotovil optimalno varnost pri poslovanju (<http://www.aft.gouv.fr/>).

Razlog za hiter preboj na področju REPO-poslov lahko iščemo tudi v razvoju sistema ATS (angl. Automatic Trading System). To je elektronski sistem, ki omogoča sproten prikazan gibanja cen ter takojšnje izvrševanje poslov. Osnova za razvoj ATS so bili primerljivi sistemi na evropskem REPO-trgu, kot so Broker Tec, Eurex Repo in MTS. Eurex Repo ima francosko-švicarsko platformo, ki jo poleg Švice in Francije uporablja tudi Nemčija. Platforma se uporablja za avtomatske poravnave pri REPO-poslih in za operacije na denarnem trgu. MTS pa je elektronski sistem, ki je bil prvotno razvit za trgovanje z italijanskimi državnimi obveznicami (Fabozzi J. F. in Mann V. S., 2005, str. 246).

5.1.4 Primarni trgovci posredniki

Glavni cilj delovanja sistema primarnih trgovcev posrednikov (primary dealers, PDs) je učinkovito upravljanje državnega dolga ter zagotavljanje likvidnost na sekundarnem trgu državnih vrednostnih papirjev. Ta sistem se uporablja tako pri državnih obveznicah kot tudi pri zakladnih menicah.

Obveznosti primarnih trgovcev posrednikov. V okviru svojega delovanja na primarnem trgu morajo pooblaščen primarni trgovci posredniki izpolnjevati naslednje obveznosti:

- sodelujejo na vsaki dražbi državnih vrednostnih papirjev, kjer so zavezani k oddaji ponudbe;
- v obdobju 12 mesecev morajo v povprečju kupiti vsaj 2 % vseh izdanih in prodanih državnih vrednostnih papirjev.

V okviru svojega delovanja na sekundarnem trgu pa imajo naslednje obveznosti:

- zagotavljanje likvidnosti na sekundarnem trgu državnih vrednostnih papirjev in
- zagotavljanje likvidnosti na trgu REPO-poslov.

Pri tem pa so aktivnosti na sekundarnem trgu natančneje določene še z naslednjimi določbami:

- vsak primarni trgovec posrednik mora imeti vsaj 2-odstotni tržni delež na sekundarnem trgu državnih vrednostnih papirjev in na trgu z REPO-posli,

- navajati (kotirati) mora nakupne in prodajne cene svojim strankam in tudi drugim primarnim trgovcem posrednikom,
- redno mora poročati oblastem o aktivnostih na sekundarnem trgu.

Vse navedene obveznosti naj bi zagotavljale predvsem nemoten razvoj trga in promocijo državnih vrednostnih papirjev.

Nadzor nad primarnimi trgovci posredniki v Franciji izvaja agencija AFT, ki ji morajo omenjeni posredniki dnevno sporočati informacije o dogodkih na trgu ter o količini transakcij, ki jih je posamezen primarni trgovec posrednik opravil, ter mesečno o vseh njegovih operacijah na sekundarnem trgu. Poleg tega morajo agenciji AFT podajati mnenje o vsebini primarnih transakcij (pred objavo letnega finančnega programa ter po dražbah državnih vrednostnih papirjev). AFT tudi vsake pol leta organizira skupno srečanje z vsemi PTP in nekaterimi izbranimi končnimi investitorji, da bi ocenjevali tržne spremembe. Primarni trgovci posredniki morajo agenciji AFT posredovati tudi vse analize, ki bi ji lahko koristile pri razumevanju trga (npr. o monetarni politiki, makroekonomiji, javnih financah v evroobmočju itd.)

5.2 Portugalska

Uvedba evra je imela konkretne posledice tudi za upravljanje portugalskega državnega dolga. Država je z vstopom v evroobmočje dobila dostop tudi do veliko večjega »domačega« finančnega trga, čeprav je s tem izgubila privilegiran položaj, ki ga je imela na domačem trgu pred uvedbo evra. Portugalska je postala relativno majhen zadolževalec na razmeroma velikem trgu evroobmočja. Ravno uvedba evra je bila tudi glavni razlog za izvedbo nekaterih reform na področju upravljanja javnega dolga konec 90. let. V okviru teh reform je bila leta 1996 ustanovljena avtonomna agencija za upravljanje javnega dolga (IGCP), v letu 1998 je bil v parlamentu sprejet nov zakon o javnem dolgu in leta 1999 je vlada odobrila formalne smernice za upravljanje javnega dolga.

Tako naj bi dosegli:

- minimiziranje neposrednih in posrednih stroškov javnega dolga na dolgi rok,

- uravnoteženo razporeditev stroškov javnega dolga skozi več proračunskih let,
- preprečitev pretirane koncentracije odplačil javnega dolga,
- izognitev pretiranim tveganjem, povezanih z upravljanjem javnega dolga,
- učinkovito in uravnoteženo delovanje finančnih trgov.

Primarni trg državnih obveznic (OT)

Na trgu državnih obveznic (Obrigacoes do Tesouro, OT) imajo ključno vlogo banke. Te predstavljajo distribucijski kanal in se pojavljajo kot ponudniki referenčnih cen ter likvidnosti na sekundarnem trgu. V letu 2005 je v vlogi primarnih trgovcev posrednikov sodelovalo 15 bank (leta 2004 samo 13). Za vzpostavitev ustrezne preglednosti trga je bilo treba določiti pogoje za udeležbo na tem trgu tako za investitorje, ki niso rezidenti, kot tudi za finančne posrednike, ki so rezidenti. Zaradi pogojev likvidnosti trga evrskih obveznic so nove serije pripravljene v izdaji vsaj pet milijard evrov (IGCP Annual Report, 2005, str. 46), kar je verjetno tudi razlog za to, da se na primarnem trgu praviloma prodajajo prek bančnega sindikata. Kar 75 % do 80 % potrebnega zadolževanja se izvede z izdajo obveznic, medtem ko kratkoročni instrumenti in netrgovani dolg predstavljajo le okrog 20 % dodatnega zadolževanja.

Primarni trg zakladnih menic (BT)

Dostop do trga zakladnih menic je omejen na specialiste za zakladne menice (EBT). Institut specialistov za trgovanje z zakladnimi menicami je bil vzpostavljen leta 2003, vključuje pa tako domače kot tudi tuje finančne posrednike. Zadolženi so za promoviranje likvidnosti zakladnih menic ter za vzdrževanje trga na sekundarnem trgu (IGCP Annual Report, 2005, str. 48). Zanimivo je, da nerezidenti zajemajo kar 71 % primarnega trga zakladnih menic, medtem ko ga na rezidente odpade zgolj 29 %.

5.2.1 Sekundarni trg državnih vrednostnih papirjev

V sklopu reform, povezanih z upravljanjem javnega dolga, je bil v letu 1999 oblikovan tudi reguliran trg javnega dolga (MEDIP, akronim za posebni trg javnega dolga). Da bi zagotovili čim večjo učinkovitost in

konkurenčnost trga, so od vsega začetka uporabljali elektronsko trgovalno platformo MTS, ki je znana tudi pod nazivom »MTS-Portugal«. Sekundarni trg za državne vrednostne papirje oblikujejo trije različni segmenti:

- borzni trg, ki je namenjen manjšim transakcijam (retail segment);
- OTC-trg, ki naj bi zagotavljal največjo možno fleksibilnost tako pri trgovanju kot pri registriranju transakcij;
- MEDIP, katerega namen je centraliziranje poslov večjih vrednosti (wholesale trading), kjer so primarni trgovci posredniki tudi najpomembnejši udeleženci trga.

MEDIP je reguliran trg, na katerem tako za uvrstitev v kotacijo kot za samo upravljanje trga veljajo nediskriminatorna pravila, trg pa nadzira agencija za trg vrednostnih papirjev (CMVM). Elektronska trgovalna platforma (MTS-Telematico) omogoča anonimno elektronsko trgovanje, poravnave pa se izvajajo prek sistema Euroclear/Clearstream.

Skupen promet pri trgovanju z obveznicami (OT) in zakladnimi menicami (BT) je v letu 2005 dosegel 146,7 milijarde evrov, kar je bilo za 8 % več kot v letu 2004. Povprečni dnevni promet je tako v letu 2005 znašal 571 milijonov evrov, za razliko od leta 2004, ko je bil povprečni dnevni promet 524 milijonov evrov. Celotna vrednost izdanega dolga v obliki obveznic je konec leta 2005 znašala 67 milijard evrov, v obliki zakladnih menic pa 12,4 milijarde evrov. V letu 2005 je na segmentu OT delovalo 16 vzdrževalcev trga (market makers) in dodatnih 8 trgovcev posrednikov (market dealers), medtem ko je na segmentu BT delovalo 13 vzdrževalcev trga in 3 trgovci posredniki. Prisotnost tujih investitorjev je na obeh tržnih segmentih zelo izrazita, saj je bilo v letu 2005 kar 85 % transakcij na segmentu OT in 79 % na segmentu BT izvedenih s strani tujih investitorjev.

Trgovanje na promptnem trgu (spot market) dopolnjuje tudi visokolikviden REPO-trg, katerega del je tudi možnost zadolževanja v skrajni sili, ki jo zagotavlja IGCP vsem vzdrževalcem trga na MEDIP-trgu. V letu 2005 je tako obseg REPO-jev OT, s katerimi se je trgovalo prek BrokerTec in elektronske trgovalne platforme EuroMTS, dosegel dnevni povprečni promet v višini 1.536,8 milijona evrov, kar je bilo 180 % več kot v letu 2004. Povprečni dnevni promet REPO-poslov OT je tako

v letu 2005 skoraj za trikrat presegal povprečni dnevni promet na rednem MEDIP-trgu, medtem ko je bilo to preseganje v letu 2004 samo dvakratno.

5.2.2 Vloga primarnih trgovcev posrednikov (dealerjev)

Portugalska uporablja sistem primarnih trgovcev posrednikov kot distribucijski kanal za izdajo dolžniških vrednostnih papirjev ter za zagotavljanje likvidnosti na sekundarnem trgu. Ta sistem se uporablja le za trgovanje z državnimi obveznicami, vzpostavljen je bil že leta 1993, pravi pomen pa je pridobil šele tik pred uvedbo evra, tj. leta 1998. Tega leta se je status primarnih trgovcev posrednikov prvič podelil tudi tujim bankam. Ta status se podeljuje za eno koledarsko leto in se letno tudi obnavlja, pri tem pa morajo banke, ki želijo opravljati funkcijo primarnega trgovca posrednika, izpolnjevati različne zahteve.

Obveznosti primarnih trgovcev posrednikov. Primarni trgovec posrednik mora aktivno sodelovati na primarnem trgu. V obdobju 2 let mora kupiti vsaj 2 % vseh prek dražbe prodanih državnih obveznic. Zahteva se tudi aktivno sodelovanje na sekundarnem trgu. V obdobju 2 let mora doseči vsaj 2 % prometa na sekundarnem trgu državnih obveznic. Vsak primarni trgovec posrednik ima tudi dolžnost, da zagotavlja informacije v zvezi s trgovanjem in dogajanjem na trgu, delovati pa mora tudi kot posvetovalni organ agencije za upravljanje z javnim dolgom (IGCP).

Status primarnega trgovca posrednika prinaša seveda tudi ugodnosti, ki se kažejo v ekskluzivni pravici sodelovanja na dražbah na primarnem trgu, ekskluzivni pravici sodelovanja na dražbah za reodkup izdanega dolga (buyback), možnosti sodelovanja pri sindiciranih prodajah javnega dolga ter v možnosti dostopa posojila v skrajni sili (window facility of last resort), ki se zagotavlja od leta 2000 dalje, temelji pa na REPO-ju vrednostnih papirjev. Namen teh REPO-posojil v skrajni sili je predvsem podpora primarnim trgovcem posrednikom, ki nastopajo kot vzdrževalci trga na sekundarnem trgu državnih obveznic.

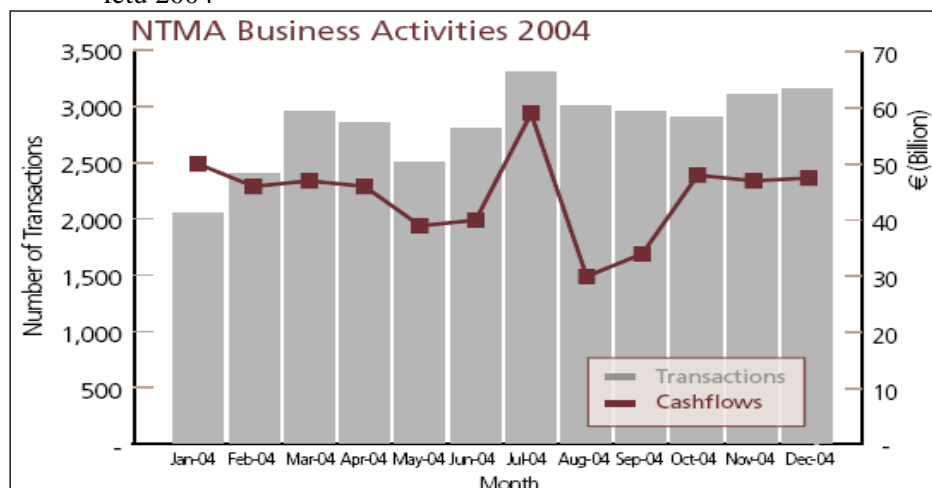
5.3 Irska

5.3.1 Državna agencija za upravljanje zakladnice (NTMA)

Državna agencija za upravljanje zakladnice (NTMA, National Treasury Management Agency) je bila ustanovljena leta 1990 z namenom upravljanja likvidnosti zakladnice in upravljanja z državnim dolgom. Deluje pod okriljem ministrstva za finance, ki ji je naložilo več funkcij (npr. ocenjevanje obveznic, načrtovanje in razvoj, priprave finančne zakonodaje s področja, ki ga pokriva, ...). Predstojnika agencije imenuje minister za finance, kateremu je tudi neposredno odgovoren. Pomemben organ upravljanja agencije NTMA je še komite za sprejemanje odločitev in ocenjevanje izvajanja funkcij (Annual Report Bank of Ireland, 2004–2005, str. 3 in 7).

Z razvojem primarnega in sekundarnega trga se je pomen agencije vedno bolj povečeval, rasel pa je tudi obseg transakcij, ki jih je agencija opravila. Tako je leta 2004 opravila 34.000 transakcij s povprečnim mesečnim prometom v vrednosti 44 milijard evrov. Dinamika števila in vrednostnega obsega transakcij je prikazana v sliki 23.

Slika 6: Prikaz števila transakcij in denarnih tokov, ki jih je opravila NTMA v letu 2004



Vir: Annual Report Bank of Ireland, 2004–2005.

Agencija NTMA je bila oblikovana tudi kot državna agencija za terjatve (SCA, State Claims Agency). Njena naloga je upravljanje z obveznostmi države (gre za nefinančne obveznosti, ki pa lahko imajo finančne posledice) in zagotavljanje minimiziranja teh obveznosti ter upravljanje tveganj, ki se ob tem pojavljajo.

5.3.2 Primarni trg na Irskem

Obvezniški trg na Irskem ima 8 primarnih trgovcev posrednikov, ki jih priznava NTMA. Ta določa tudi minimalno in maksimalno ceno pri obveznicah. Na trgu poleg the posrednikov delujejo tudi borzni posredniki, ki sprejemajo naročila od strank. Tako primarni trgovci posredniki naredijo kar 95 % celotnega prometa, lahko pa jih razdelimo v dve skupini. V prvi so mednarodni in v drugi domači primarni trgovci posredniki.

Mednarodni primarni trgovci posredniki so naslednji: ABN AMRO (London & Amsterdam), Barclays Capital (London), Citigroup Global Markets Limited (London), Calyon Corporate and Investment Bank (Paris & London), Deutsche Bank (Frankfurt in London), HSBC-CCF (Paris & London), The Royal Bank of Scotland (London), v skupino domačih pa se

je uvrstila le The Royal Bank of Scotland (London) (Annual Report Bank of Ireland, 2004–2005, str. 18).

Vsi primarni trgovci posredniki so člani irske borze, na kateri kotirajo irske državne obveznice. Prav tako so člani EuroMTS in MTS Ireland. Tako imajo ekskluzivno pravico do vstopa na avkcijo obveznic NTMA in lahko uporabljajo REPO ter povratni REPO kot instrument pri poslovanju. Možnost REPO-ja ter povratnega REPO-ja z državnimi obveznicami zagotavlja NTMA. Nikakor pa ne smemo pozabiti na eno izmed glavnih funkcij te agencije, ki je zavezanost k povratnemu odkupu državnih obveznic od njenih primarnih trgovcev posrednikov.

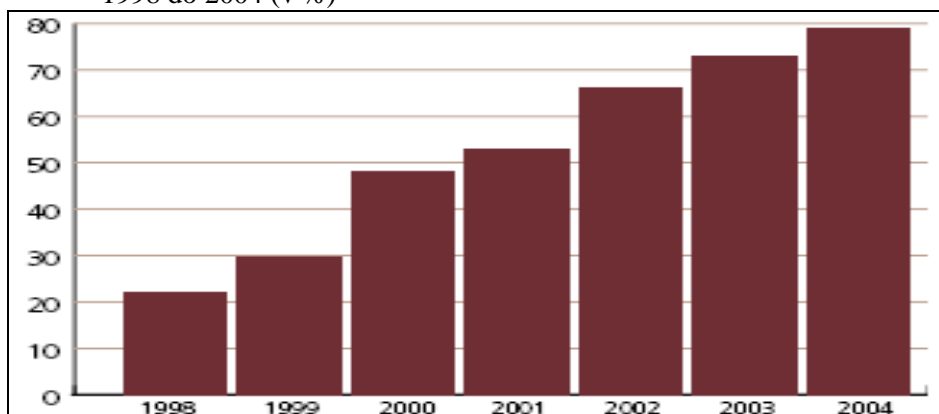
Elektronsko poslovanje: EuroMTS in MTS Ireland

Na EuroMTS je 14 soudeležencev, ki skupaj ustvarjajo trg z državnimi obveznicami. V glavnem je to 8 primarnih trgovcev posrednikov, ki so že bili omenjeni, poleg teh pa je aktivnih še 5 institucij. To so Bayerisch HVB, Capital Rome, Dresden Bank (Frankfurt), Fortis Bank (Brussels) ter Union Bank of Switzerland (London).

Kotacija državnih obveznic na MTS je Irski prinesla več koristi. Tako so se jim močno povečali in izboljšali promet, transparentnost cen in likvidnost. Prav tako so omejili zahteve za ponudbo obveznic, s čimer so postale privlačnejše za investitorje zaradi nižjih stroškov trgovanja (Annual Report Bank of Ireland, 2004–2005, str. 18).

Mednarodno investiranje v državne obveznice se je močno povečalo po uvedbi evra; npr. odstotek investicij nerezidentov na Irskem. V letu 1998 so investirali 22 %, v letu 2004 pa se je ta odstotek povečal na 79 %. To je več kot 50-odstotno povečanje, kar lahko vidimo tudi na sliki 24.

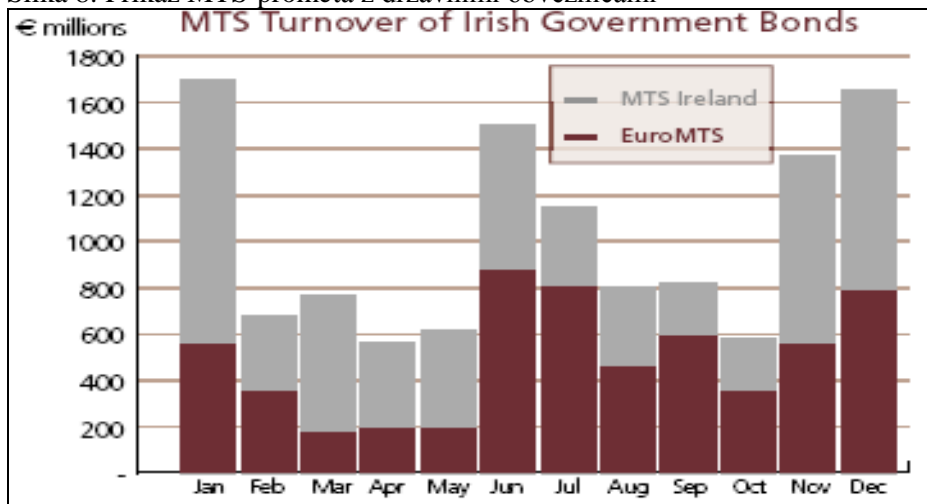
Slika 7: Naložbe nerezidentov v irske državne vrednostne papirje v obdobju od 1998 do 2004 (v %)



Vir: Annual Report Bank of Ireland, 2004–2005.

Promet z državnimi obveznicami na irski borzi v letu 2004 je znašal 72,3 milijarde evrov in je bil enak povprečnemu prometu med letoma 2001 in 2003. Močno povečanje prometa pa so zabeležili z začetkom poslovanja na EuroMTS in MTS Ireland. Tako je združen promet na EuroMTS in MTS Ireland v letu 2004 znašal 12,3 milijarde evrov (Annual Report Bank of Ireland, 2004–2005, str. 21).

Slika 8: Prikaz MTS-prometa z državnimi obveznicami



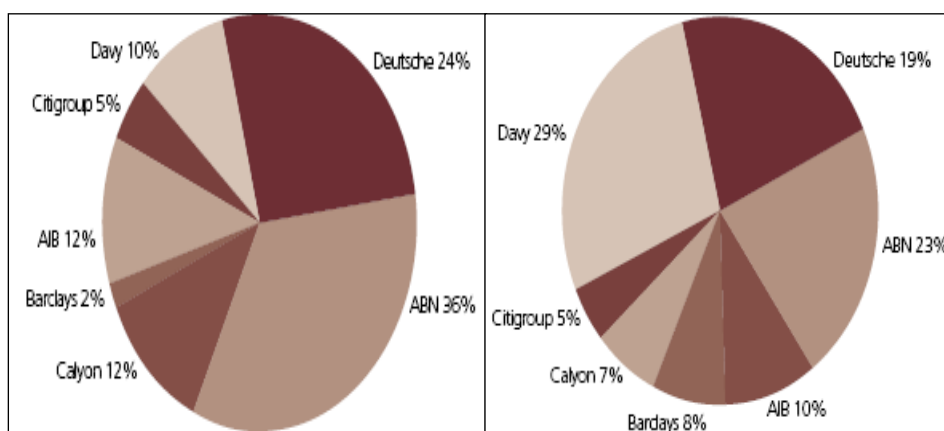
Vir: Annual Report Bank of Ireland, 2004–2005.

5.3.3 REPO-posli na Irskem

Primarnim trgovcem posrednikom zagotavlja agencija NTMA dostop do REPO- in povratnih REPO-poslov. Takšno poslovanje jim omogoča izposojanje obveznic ali denarja za kratkoročno kritje. V zadnjem času je to zelo priljubljen način poslovanja, saj ponuja veliko varnosti in zadovoljivo likvidnost (Annual Report Bank of Ireland, 2004–2005, str. 22).

REPO-ji predstavljajo pomembno komponento likvidnosti, o čemer priča tudi 3- do 4-krat večji promet kot na denarnem trgu.

Slika 9: Prikaz odstotka tržnih deležev ter deleža vseh avkcij primarnih trgovcev posrednikov v letu 2004rt Bank of Ireland, 2004–2005.



Vir: Annual Report Bank of Ireland, 2004-2005.

Obračun in poravnava državnih obveznic v Euroclearu. Obračun in funkcijo poravnave za irske državne obveznice opravlja Euroclear Bank (Brussels), irska centralna banka pa skrbi za register lastnikov obveznic. Poravnava obvezniških poslov se opravlja na osnovi T + 3 (poravnava v treh delovnih dneh od sklenitve posla) (Annual Report Bank of Ireland, 2004–2005, str. 22).

5.3.4 Sekundarni trg

Agencija NTMA prav tako skrbi za sekundarni trg, na njem trguje z obveznicami drugih tržnih udeležencev. Vloga sekundarnega trga je zagotavljanje likvidnosti, za NTMA pa je pomemben vir informacij. Promet z državnimi obveznicami na sekundarnem trgu je v letu 2004 predstavljal 5 % skupnega prometa na irski borz.

5.3.5 Vloga primarnih trgovcev posrednikov (dealerjev)

Irska uporablja sistem primarnih trgovcev posrednikov za prodajo državnih vrednostnih papirjev na primarnem trgu ter za zagotavljanje likvidnosti na sekundarnem trgu, uporablja pa se le za trgovanje z državnimi obveznicami!

Obveznosti primarnih trgovcev posrednikov. Vsaka ponudba na primarnem trgu za nakup na dražbah je nepreklicna in dokončna. Na sekundarnem trgu mora primarni trgovec posrednik ves čas navajati svoje nakupne in prodajne cene za državne obveznice. Razlika med prodajno in nakupno ceno je lahko največ:

- za obveznice z zapadlostjo, daljšo od 18 mesecev in krajšo od 6 let – 15 centov;
- za obveznice z zapadlostjo, daljšo od 6 let in krajšo od 11 let – 25 centov;
- za obveznice z zapadlostjo, daljšo od 11 let – 35 centov (evro).

Primarni trgovec posrednik mora tudi dnevno poročati o dogodkih na sekundarnem trgu. Med njegove dolžnosti sodijo tudi skrb za razvoj trga, opravljanje tržnih raziskav ter promoviranje državnih obveznic.

Privilegiji/pravice primarnih trgovcev posrednikov. Primarni trgovci posredniki imajo nekatere ekskluzivne pravice na primarnem trgu državnih obveznic:

- dati ponudbo na konkurenčnih dražbah državnih obveznic,
- dati ponudbo na nekonkurenčnih dražbah, ki sledijo konkurenčni dražbi državnih obveznic,
- sodelovati pri reodkupih obveznic (the bonds exchange/reverse offers).

Vsak primarni trgovec posrednik mora nadzornemu organu posredovati dnevna in mesečna poročila o svoji dejavnosti na trgu.

5.4 Finska

V skladu z ustavo se finska vlada lahko zadolži ob izrecnem dovoljenju parlamenta, pri čemer se določi tudi zgornja meja takšne zadolžitve. V praksi ima vlada pooblastilo parlamenta, ki omogoča zadolževanje do vrednosti 73 milijard evrov, vrednost kratkoročnega zadolžitve (ročnost do 12 mesecev) pa ne sme presegati 10 milijard evrov. Konec leta 2004 je parlament izdal vladi dodatna pooblastila za kratkoročno zadolževanje z namenom uravnavanja likvidnosti državne zakladnice in upravljanja vladnega dolga. V skladu s temi pooblastili ministrstvo za finance letno oblikuje smernice za upravljanje z državnim dolgom, ki jih mora upoštevati zakladnica, ter tudi preverja implementacijo teh smernic.

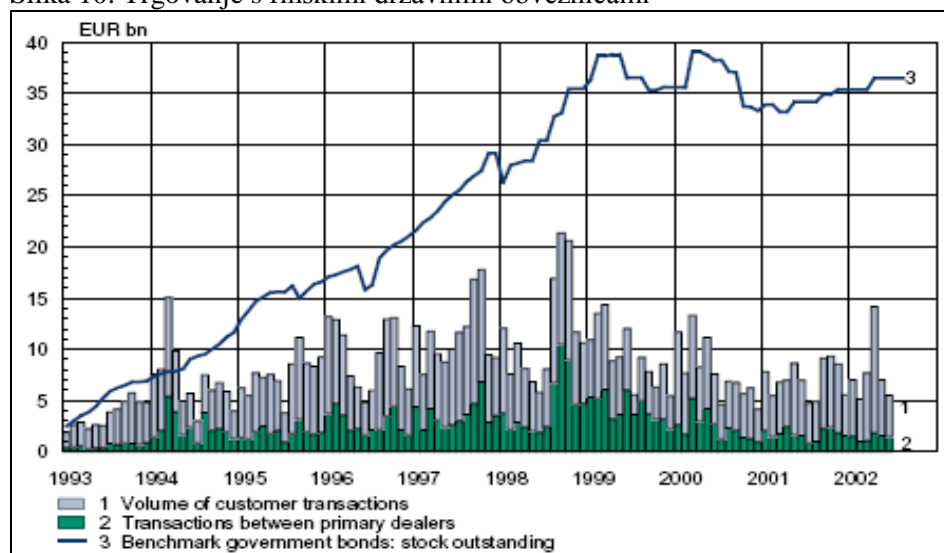
5.4.1 Primarni trg Finske

Sistem primarnih trgovcev posrednikov je bil razvit leta 1992 z namenom, da bi se sekundarni trg lahko ohranjal in razvijal. Primarni trgovci posredniki so zadolženi za ohranjanje sekundarnega trga z državnimi obveznicami. Prav tako so zadolženi, da sodelujejo pri avkcijah obveznic na primarnem trgu, ki jih organizira državna zakladnica (Annual Report Bank of Finland, 2004–2005, str. 58).

Skupina, ki jo sestavljajo primarni trgovci posredniki, se je v zadnjih letih močno spremenila. Tako so sprva v njej sodelovali pretežno finski trgovci posredniki, kasneje (z ustanavljanjem franšiz tujih podjetij na Finskem) se je ta struktura močno spremenila. Danes je na Finskem registriranih 10 primarnih trgovcev posrednikov. Ti so: Alfred Berg Finland (ABN Amro), Barclays Capital, BNP Paribas, Deutsche Bank, Merrill Lynch International, Nordea, OKO Bank, Schroder Salomon Smith Barney, Skandinaviska Enskilda Banken, Svenska Handelsbanken (Annual Report Bank of Finland, 2004–2005, str. 58).

Trgovanje z državnimi obveznicami se je med 1992 in 1998 stopnjevalo. V začetku leta 1999 so se količine začele počasi zmanjševati, kar zadeva transakcije z investitorji in transakcije med primarnimi trgovci posredniki, pri transakcijah z investitorji pa se je zopet začelo z vse večjim količinskim trgovanjem. To je razvidno tudi iz slike 28.

Slika 10: Trgovanje s finskimi državnimi obveznicami



Vir: Finnish financial markets, 2003.

Razvoj skupnega obvezniškega trga

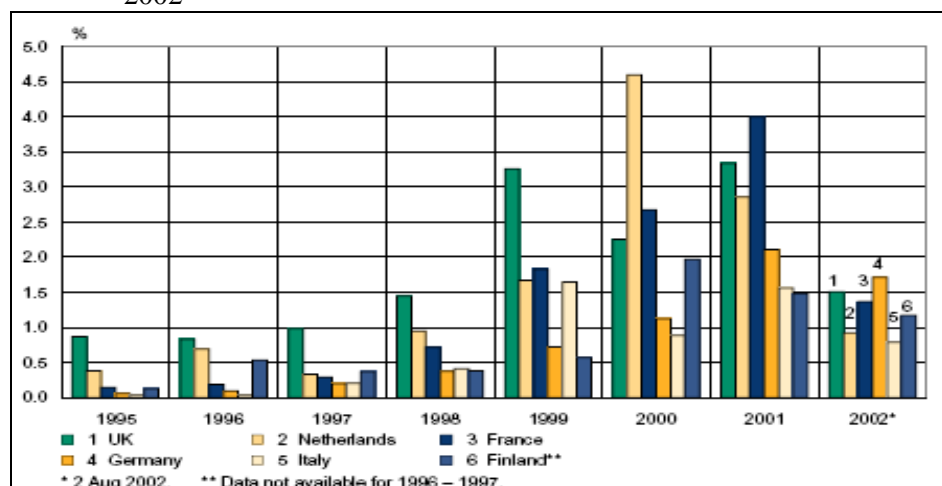
Združen obvezniški trg je postal zelo pomemben finančni instrument na mednarodnih trgih. Poleg tradicionalnih bančnih posojil je ta instrument postal pomembno orodje za podjetja. Pomen skupnega obvezniškega trga je začel vse bolj naraščati na ameriških trgih in ponekod v Evropi. Prav tako pa se je njegov razvoj začel vse bolj stopnjevati tudi na Finskem, vendar v primerjavi z drugimi državami še ne v takšnem obsegu, za kar obstaja več razlogov. Eden izmed razlogov je v tem, da je zelo malo dovolj velikih finskih podjetij, kar je omejitveni dejavnik za zagotavljanje likvidnosti njihovih obveznic. Drugi razlog pa je posledica dramatičnega dviga cen delnic v devetdesetih letih (Annual Report Bank of Finland, 2004–2005, str. 54).

Z vpeljavo evra se je razširilo področje finančnih virov za podjetja, vendar pa je enotna valuta začela povečevati vrzel med malimi in velikimi podjetji, kar zadeva dostop do finančnih virov. Tako lahko velika podjetja vstopajo na velike mednarodne trge, medtem ko so domača mala podjetja odvisna predvsem od domačega trga.

Leta 2000 so finska podjetja doživela vrhunec pri izdajanju obveznic. Glavni razlog je bil v veliki rasti finančnega sektorja. Nekatere državne obveznice so izdane srednjeročno, s čimer se je podaljšala ročnost državnega zadolževanja, znižali pa so se tudi stroški teh izdaj (Annual Report Bank of Finland, 2004–2005, str. 62).

Na sliki 29 lahko primerjamo delež izdanih obveznic v BDP. Tako so Anglija, Francija in Nizozemska vodilne evropske države pri izdajanju obveznic. Glavni razlog za to je močna rast iz prejšnjih let. Finska je sprva zaostajala za temi državami, vendar se jim je z leti močno približala.

Slika 11: Primerjava stopenj izdajanja obveznic v BDP-ju v obdobju od 1998 do 2002



Vir: Finnish financial markets, 2003.

Trg zakladnih menic

Izdajanje in unovčevanje zakladnih menic ureja državna zakladnica. Z vpeljavo evra se je povečala tržna količina, prav tako pa tudi število udeležencev na trgu in finančnih investitorjev. V prvih letih od uvedbe evra so domače banke izgubile večino prevlade na trgu. Tako so tuje banke prevzele več kot 75 % trga in ta delež še vedno raste. Pojavila se je še ena sprememba. Pred prihodom evra je državna zakladnica imela eno ali dve avkciji na mesec, v katerih so zakladne menice ponujali v dveh ali treh različnih dospelostih, odkupni datumi pa so bili omejeni na en dan v mesecu. Po uvedbi nove metode je celoten proces postal bolj fleksibilen. S tem je mišljeno predvsem to, da se omogoči dobava na isti dan, tudi če so datumi odkupa za različne dospelosti. Na začetku leta 2001 je državno zakladništvo uvedlo še nekaj sprememb, ki so se nanašale na metodo izdajanja. S to metodo so povečali tržno likvidnost za zakladne menice. Tako je danes samo en odkupni dan na teden, pred spremembo pa je bilo lahko več teh dni. Tako se je z uvedbo evra povečalo povpraševanje po zakladnih menicah, hkrati s tem pa se jim je povečala tudi donosnost (Annual Report Bank of Finland, 2004–2005, str. 44).

5.4.2 REPO-trg

Po uvedbi evra je na finski denarni sistem vplivalo več dejavnikov, eden izmed teh je tudi povečanje aktivnosti na REPO-trgu. Vendar je to še vedno v zgodnji fazi, saj je količina REPO-transakcij med finskimi bankami zelo majhna.

REPO-posel je največkrat sklenjen med primarnim trgovcem posrednikom in državno zakladnico, pri tem si lahko primarni trgovec izposodi določeno obveznico po posebnih posojilnih pogojih od državne zakladnice. Namen tako izpeljanega REPO-posla je v preprečevanju nepotrebnih cenovnih fluktuacij in pospeševanje tržne likvidnosti (Annual Report Bank of Finland, 2004–2005, str. 41, 67).

Finska uporablja REPO-posle tudi pri trgovanju z državnimi posojili na sekundarnem trgu, poleg tega pa potekajo tudi med borznimi posredniki in investitorji. Tako si borzni posrednik izposodi državne obveznice od investitorja, ta pa mora še poravnati razliko med nakupno in prodajno

ceno. Kljub več načinom trgovanja z REPO-posli pa se ti niso razvili po pričakovanjih. Tako se z njimi posluje še vedno v majhnih količinah, medtem ko je drugod v Evropi povsem drugačna slika.

Za slab razvoj REPO-trga na Finskem je krivo tudi dejstvo, da se finski trg močno razlikuje od evropskega, saj v primerjavi z drugimi evropskimi bankami finske banke zelo skromno sodelujejo na REPO-trgu.

5.4.3 Sekundarni trg na Finskem

Na sekundarnem trgu se trguje z večino obveznic, vendar je razvoj takšnega trga odvisen od obsega izdaj. Na Finskem so vsi sekundarni trgi OTC-trgi, ker je obveznica posojilo za izdajatelja, njegova cena pa je odvisna od tveganja (Annual Report Bank of Finland, 2004–2005, str. 70).

Dobro delujoč sekundarni trg izboljša ekonomsko alokacijo resursov in tveganja. Čeprav likvidnost sekundarnega trga prinese dolgoročno financiranje virov za podjetja in investitorje, lahko ponuja tudi kratkoročne investicijske možnosti. Učinkovita borza tudi izboljša tok informacij od menedžerjev do delničarjev. Številne študije dokazujejo, da države z razvitejšimi in likvidnejšimi sekundarnimi trgi dolgoročno dosegajo višje stopnje rasti gospodarstva.

Borza kot institucija sekundarnega trga se je na Finskem hitreje razvijala v zadnjih desetih letih. K temu razvoju je veliko prispeval tudi razvoj delniškega trga. Na razvoj borze so vplivali tako mednarodnimi dejavniki, vključno z globalizacijo in internacionalizacijo podjetji, kot tudi staranje prebivalstva ter spremenjen odnos do delniškega investiranja. Nastanek EMU je po eni strani prinesel okrepljene učinke mednarodnih trendov na sekundarne trge, po drugi strani pa so bila odpravljena valutna tveganja, ki so bila v preteklosti nemalokrat tudi ena od ovir pri razvoju sekundarnih trgov (Annual Report Bank of Finland, 2004–2005, str. 72).

5.4.4 Vloga primarnih trgovcev posrednikov (dealerjev)

Sistem primarnih trgovcev posrednikov se uporablja za izdajanje državnih vrednostnih papirjev na primarnem trgu ter za zagotavljanje likvidnosti na sekundarnem trgu. Ta sistem se uporablja le za trgovanje z državnimi obveznicami.

Obveznosti primarnih trgovcev posrednikov. Primarni trgovec posrednik mora sodelovati na dražbah državnih obveznic in je tudi obvezan k oddaji ponudbe na vsaki dražbi. Na sekundarnem trgu so njegove obveznosti naslednje:

- aktivno sodelovanje na sekundarnem trgu državnih obveznic, ki spadajo pod kategorijo »Benchmark Bonds«², ter zagotavljanje likvidnosti na tem trgu;
- navajanje nakupne in prodajne cene za »Benchmark Bonds« (po načinu, ki ga določi poseben organ, imenovan »Primary Dealer Committee«);
- redno poročanje o trgovanju na sekundarnem trgu.

Primarni trgovec posrednik mora promovirati trgovanje z državnimi obveznicami in je tudi zavezan, da zagotavlja potrebne vire (npr. osebje, kapital) za opravljanje svoje funkcije.

Ugodnosti/privilegiji primarnih trgovcev posrednikov. Imajo naslednje ekskluzivne pravice:

- oddaja ponudb na dražbah t. i. »Benchmark Bonds«,
- sodelovanje pri »Government Bond syndications«,
- sodelovanje pri »buyback« in »exchange auctions«,
- dostop do »two-way pricing« na medbančnem trgu.

² Benchmark Bonds – posebej izbrane državne obveznice, ki so pridobile tak status od posebnega organa, imenovanega »Primary Dealer Committee«. Kriteriji pri izboru so predvsem velikost, likvidnost in razpršenost med investitorje.

Poleg tega pa se njihove pravice nanašajo še na:

- sodelovanje pri dražbah drugih državnih obveznic,
- upravičenost do določene provizije na primarnem trgu (velikost te provizije se določa vsakič posebej).

Nadzor nad primarnimi trgovci posredniki izvaja predvsem državna zakladnica, ki zbira tudi informacije o zaključenih transakcijah in cenah ter druge relevantne informacije (iz trgovanja na primarnem in sekundarnem trgu). Primarni trgovci posredniki morajo zakladnici posredovati tudi letni poslovni načrt.

5.5 Italija

Italijanski trg državnih vrednostnih papirjev prav gotovo sodi med najbolj razvite tovrstne trge v Evropi, ravno to dejstvo pa je verjetno botrovalo tudi razvoju MTS-trgovalne platforme konec osemdesetih let, iz katere se je zaradi njene učinkovitosti razvila prva resnično panevropska trgovalna platforma za trgovanje z obveznicami. Glavni nosilci razvoja trga državnih vrednostnih papirjev in trgovalnega sistema MTS so bili poleg državne zakladnice še centralna banka (Banca d'Italia) ter primarni trgovci posredniki, ki so delovali na trgu državnih vrednostnih papirjev (predvsem obveznic).

5.5.1 Trgovalni sistem MTS

MTS (Mercato telematico dei titoli di Stato) predstavlja osnovo delovanja denarnega trga in predvsem trga državnih obveznic. MTS je bil vzpostavljen kot nacionalni (italijanski) trgovalni sistem leta 1988, pri njegovem oblikovanju pa so sodelovali državna zakladnica, centralna banka ter primarni trgovci posredniki na trgu državnih obveznic. MTS je bil leta 1997 privatiziran, prevladujoči lastniki pa so postale banke, vendar nobena od njih ni pridobila več kot 5 % lastniškega deleža. Trgovalni sistem MTS je bil do konca devetdesetih let razširjen v več evropskih državah, tako da se je oblikovala panevropska trgovalna platforma EuroMTS.

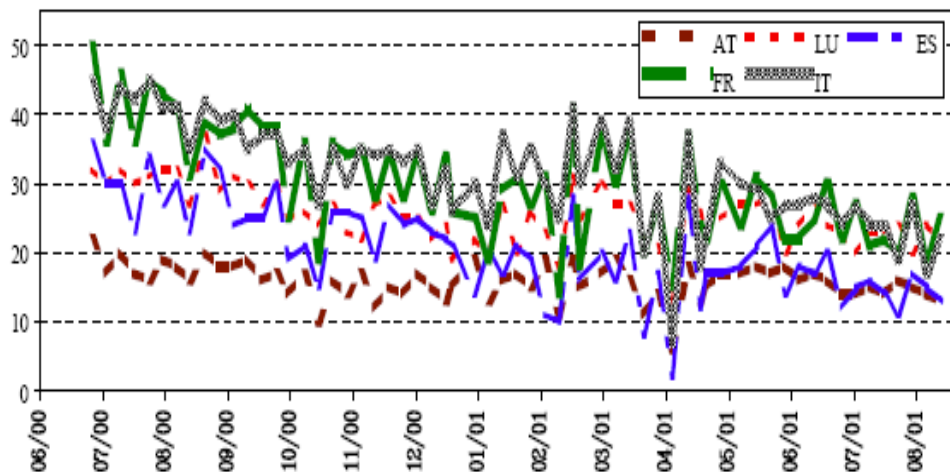
Denarni trg MTS je visokolikviden skozi vsak trgovalni dan, vendar se število udeležencev na njem zmanjšuje. Trend zmanjševanja števila

udeležencev na denarnem trgu MTS je viden tudi v drugih evropskih državah. Tako se je v letu 2004 število teh udeležencev v Italiji zmanjšalo s 141 na 130, število primarnih trgovcev posrednikov pa se je znižalo s 33 na 31. Primarni trgovci posredniki danes pokrivajo tako segment obveznic kot tudi segment kratkoročnih vrednostnih papirjev, večinoma zakladnih menic (BOT, Buoni ordinari del Tesoro) (Annual Report Bank of Italy, 2004–2005, str. 260).

Najboljših pet primarnih trgovcev posrednikov (trije izmed njih so italijanska podjetja) skrbi za 30 % celotnega prometa, v letu 2003 pa so skrbeli za 39 %. Če pa pogledamo malo širše, lahko vidimo, da najboljših deset primarnih trgovcev posrednikov skrbi za 51 % celotnega prometa. V letu 2003 je ta številka znašala 63 %. Razdelitev po tipu obveznic pa prav tako kaže večjo tržno razpršenost. Tako je najboljših pet obveznic naredilo 15 % prometa, v letu 2003 pa so naredile 22 % prometa. Če pa vzamemo najboljših deset obveznic, vidimo, da so naredile 26 % prometa. V letu 2003 je ta delež znašal 35 % celotnega prometa.

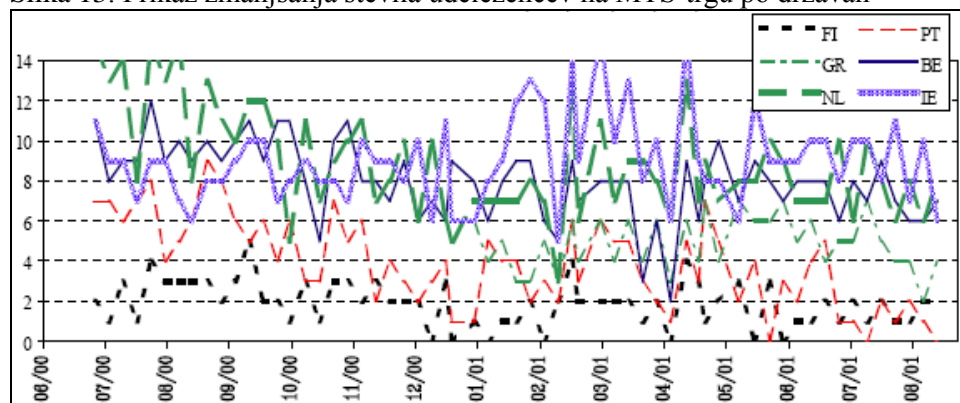
Na spodnjih dveh grafih lahko opazimo trend zmanjševanja števila udeležencev v vseh evropskih državah. Največji upad je viden v Nemčiji, Franciji, Italiji in Avstriji. Če pogledamo, koliko udeležencev je v neki državi, lahko vidimo, da jih je največ v Nemčiji (381 ponudnikov v povprečju na avkcijo), sledijo ji Italija (31), Francija (30), Luksemburg (26), Španija (21), Avstrija (16), Irska (9), Nizozemska (9), Belgija (8), Grčija (20), Portugalska (4) in Finska (2 ponudnika v povprečju na avkcijo) (Temi di discussione, 2005, str. 7–10).

Slika 12: Prikaz zmanjšanja števila udeležencev na MTS-trgu po državah



Vir: Temi di discussione, 2005.

Slika 13: Prikaz zmanjšanja števila udeležencev na MTS-trgu po državah



Vir: Temi di discussione, 2005.

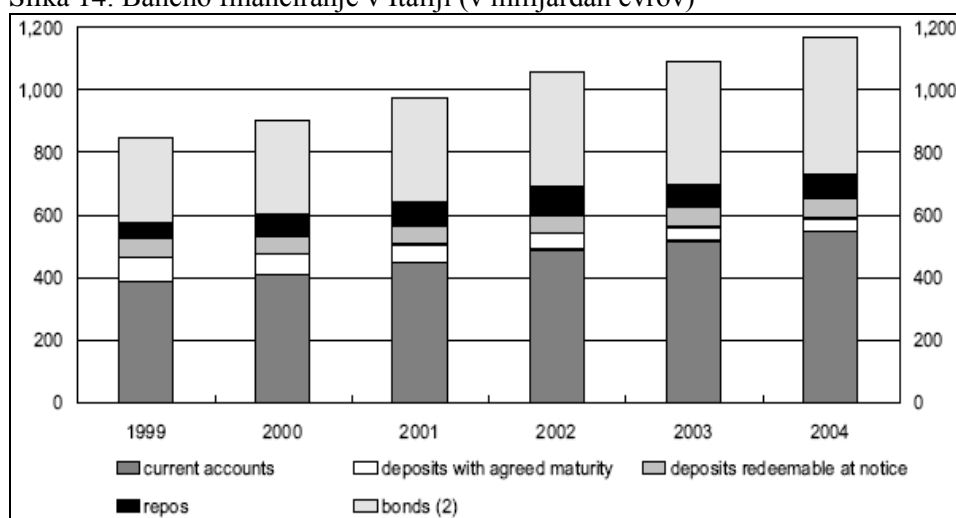
Ena izmed prioritetnih nalog specialistov za državne obveznice je bila povečevanje učinkovitosti sekundarnega trga. Zavzeli so se za povečanje trgovanja z obveznicami tako količinsko kot tudi vrednostno, minister za gospodarstvo in finance pa je določil kriterije za njihovo oceno. Tako jih je začel ocenjevati, kako kvalitetno opravljajo svoje naloge. Rezultati so bili kmalu vidni, saj se je promet na trgu začel postopoma povečevati.

5.5.2 Poslovanje na REPO-trgu

Vsak teden nekaj sto evropskih bank sodeluje na REPO-avkcijah v evrosistemu prek operacij refinanciranja MRO (Main Refinancing Operation). Prek teh operacij se tako transparentno uravnava količina denarja v obtoku, hkrati pa se doseže tudi visoka stopnja disperziranosti teh posegov v bančni sistem. MRO je z nekaj več kot 100 ponudniki in z nakazili, ki presegajo 250 milijard evrov, ena izmed največjih avkcij na svetu. Poleg tega deluje decentralizirano in je primarni instrument za implementacijo denarne politike. Istočasno delovanje evrosistema opravlja tudi povezovalno funkcijo na evropskem denarnem trgu (Temi di discussione, 2005, str. 7–10).

Domače bančno financiranje italijanskih bank se je v zadnjem letu (v primerjavi z drugimi evropskimi državami) povečalo za 7,2 %. V primerjavi z letom 2003 je bil ta dvig posledica večje izdaje obveznic (za 10,8 % večja) in večjega REPO-poslovanja (povečalo se je za 4,7 %, v primerjavi z letom 2003). Prav tako je prišlo do povečanja depozitov za 6,2 % (3/5 od tega pripisujejo na račun končnih uporabnikov) (Annual Report Bank of Italy, 2004–2005, str. 176).

Slika 14: Bančno financiranje v Italiji (v milijardah evrov)



Vir: Annual Report Bank of Italy, 2004.

Povečanje prometa na REPO-trgu MTS je bilo povezano s celotno evropsko rastjo. Glavna razloga za povečanje obsega REPO-poslov sta naslednja (Annual Report Bank of Italy, 2004–2005, str. 176):

- prehod na elektronsko poslovanje, s čimer se je zmanjšalo kreditno tveganje, in
- koncentracija poslovanja na krajše dospelosti.

5.5.3 Vloga primarnih trgovcev posrednikov

Primarni trgovci posredniki na italijanskem trgu državnih vrednostnih papirjev se ločijo na tiste, ki so pridobili status t. i. specialista pri trgovanju z državnimi vrednostnimi papirji ter tiste, ki takšnega posebnega statusa niso pridobili. Primarni trgovec posrednik pridobi status specialista tako, da ob izpolnjevanju pogojev (npr. kapitalska ustreznost, primerna organizacijska struktura za opravljanje funkcij primarnega trgovca posrednika, ...) predloži prijavnico za vpis na poseben seznam specialistov za trgovanje z državnimi obveznicami («List of Government Bond Specialists»). Dovoljenje za registracijo izda državna zakladnica.

Vsi kriteriji, obveznosti in privilegiji, ki so navedeni v nadaljevanju, veljajo za t. i. specialiste, saj le njih lahko uvrščamo v državno reguliran sistem primarnih trgovcev posrednikov. Ta sistem se na italijanskem trgu uporablja tako pri državnih obveznicah kot tudi pri zakladnih menicah.

Obveznosti primarnih trgovcev posrednikov. Primarni trgovec posrednik mora aktivno sodelovati pri dražbah državnih vrednostnih papirjev na primarnem trgu. Količinska kvota, ki jo mora izpolniti, da lahko pridobi oziroma obdrži svoj status, znaša letno vsaj 3 % vseh državnih vrednostnih papirjev, ki so bili prodani prek dražbe. Obveznosti primarnih trgovcev posrednikov na sekundarnem trgu so določene s splošno določbo, da mora tak trgovec učinkovito sodelovati na tem trgu, tj. zagotavljati likvidnost. Primarni trgovec posrednik mora obdržati aktivnost in učinkovitost na višji ravni od tiste, ki velja v povprečju za nespecialiste («non-Specialist Primary Dealers»), prav tako pa mora ves čas navajati kotacije na trgovalnem sistemu.

Ugodnosti/privilegiji primarnih trgovcev posrednikov. Primarni trgovci posredniki imajo v okviru svojega delovanja priznane naslednje privilegije:

- ekskluzivni dostop do ponovnega odpiranja, ki sledi konkurenčnim dražbam dolgoročnih in srednjeročnih obveznic ter 6-mesečnim BOT-som, za 10 % ponujene količine (25 % v primeru prvega obroka pri dolgoročnih in srednjeročnih obveznicah);
- ekskluzivna pravica za prevzem določenih funkcij na posameznih segmentih trgovanja (npr. »lead manager of syndicated issuances in euros«, »dealer for the US dollar benchmark program«, »counterparty for bilateral buy-back transactions«);
- njegov status se upošteva, tudi ko država izbira partnerja za aktivnosti upravljanja dolga (»overall debt management activity«).

Vsak primarni trgovec posrednik ima poleg že naštetih privilegijev tudi ekskluzivno pravico uporabljati ta naziv ter pravico do rednih srečanj z izdajateljem državnih obveznic. Nadzor nad primarnimi trgovci posredniki izvaja državna zakladnica, ki vsaki dve leti tudi preverja, ali izpolnjujejo vse potrebne zahteve, da bi obdržali svoj status.

5.6 Ovire, ki onemogočajo učinkovito trgovanje v evroobmočju

V državah članicah EU je sistem obračuna in poravnave vrednostnih papirjev urejen tako, da najbolje služi potrebam domačega trga, zato je čezmejno trgovanje slabše podprto. Pri tem se pojavljajo ovire, ki omejujejo mednarodno trgovanje. Izpostavimo lahko naslednje:

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

5.6.1 Razlike v tehnični podpori in tržni praksi

Razlike v tehnični podpori in tržni praksi izhajajo iz strukture nacionalnih finančnih trgov. Nacionalne razlike so večje pri poravnavi kot pri obračunu vrednostnih papirjev, njihov vpliv pa je bolj kot na obvezniškem viden na delniškem trgu. Tako poznamo več razlik (The Giovannini Group, 2001):

- **Razlika v informacijski tehnologiji uporabljenih sistemov**

Nacionalni sistemi obračuna in poravnave uporabljajo različno informacijsko tehnologijo, kar onemogoča medsebojno komunikacijo. Rešitev je v sprejetju evropskega protokola glede oblike sporočil med sistemi in njihovimi člani.

- **Zahteve glede uporabe nacionalnih sistemov**

Za trgovanje na določenem trgu se uporablja le en sistem obračuna in poravnave, kar povzroča težave pri čezmejnem trgovanju. Rešitev je v vzpostavitvi ene centralne stranke, ki bi delovala na celotnem evroobmočju.

- **Razlike v pravilih delovanja delniških družb**

Pripraviti je treba enotna pravila, izboljšati ISO-standarde za komunikacijo med centralnimi depoji.

- **Praktične ovire glede članstva v nacionalnih sistemih**

Te ovire se kažejo v praksi, ker onemogočajo članstvo. Težave so pri uporabi različnih tehnologij, pri tržnih pravilih, denarni poravnavi idr.

- **Razlike glede roka poravnave**

Mednarodna konvencija določa poravnavo na dan T + 3, vendar posamezni trgi poravnava transakcije različno. Rešitev je v oblikovanju enotnega roka poravnave za celotno evroobmočje.

- **Razlike glede delovnega časa**

To povzroča težave pri trgovanju z udeleženci iz različnih držav. Rešitev je v poenotenju urnikov.

- **Omejitve glede lokacije vrednostnih papirjev**

Določene države zahtevajo, da se vrednostni papirji, ki kotirajo na borzi, hranijo v nacionalnih depojih.

- **Omejitve glede primarnih vpisnikov in vzdrževalcev trga**

Primarni vpisniki in vzdrževalci trga so značilni za trgovanje z državnimi vrednostnimi papirji. Njihovo delovanje se ponekod pogojuje s poravnavo transakcij prek nacionalnega sistema. Tak

primer je Belgija, ki zahteva, da trgovci posredniki hranijo vrednostne papirje v t. i. košarici za posojanje poravnalnega sistema belgijske centralne banke.

- **Neupoštevanje dokončnosti poravnav znotraj dneva**

Različni urniki poravnalnih sistemov to onemogočajo za vse posle, zato je treba zahtevati dodatno zavarovanje.

5.6.2 Razlike v davčni ureditvi

Vrednostni papirji so obdavčljivi v državi, kjer se hranijo. Pri čezmejnem trgovanju prihaja do različnih težav zaradi nepoznavanja nacionalnih davčnih ureditev in nevarnosti dvojnega obdavčevanja. Če bi obstajala možnost proste odločitve glede hrambe vrednostnih papirjev, bi bile omenjene težave veliko manjše (The Giovannini Group, 2001).

Omejitve pri čezmejnem trgovanju se nanašajo na tri vrste obdavčitev: davek na vrednostne papirje, davek na kapitalski dobiček in davek na trgovanje z vrednostnimi papirji. Te omejitve vplivajo na ekonomičnost čezmejnega trgovanja, vendar pa niso neposredno povezane s sistemom obračuna in poravnave vrednostnih papirjev.

Pri davku na vrednostne papirje se davčna olajšava pri plačilu davka lahko poravna takoj ali pa se uveljavi kasneje. Investitorji si želijo takojšnjo poravnavo, ki jo največkrat izvede davčni agent, to pa je lahko banka ali kakšna druga finančna institucija. V večini držav članic EU mora biti davčni agent domača pravna oseba, kar postavlja v neenakopraven položaj tuje posrednike. Pri tem se pojavlja upravičena zahteva, po kateri bi vsi finančni posredniki evroobmočja delovali kot davčni agenti za vse države članice. Zaradi davka na trgovanje z vrednostnimi papirji se v določenih državah zahteva trgovanje prek nacionalnih poravnalnih sistemov, ki zagotavljajo podatke za tako obdavčitev. To pa ovira čezmejno trgovanje, zato bi morale države takšne zahteve odpraviti (The Giovannini Group, 2001).

5.6.3 Razlike v pravni ureditvi

Čezmejno trgovanje omejujejo predvsem pravna pravila. Ta prepovedujejo ali omejujejo tujo konkurenco, razlike v davčni zakonodaji in razlike v zakonodaji o vrednostnih papirjih. Pri tem moramo vedeti, da se tržna pravila in davčna zakonodaja lahko hitro prilagodijo, medtem ko je zakonodaja o vrednostnih papirjih vezana na specifičnosti posameznih pravnih sistemov in jo je težko spremeniti (The Giovannini Group, 2001).

Pri tem se pojavljajo različne ovire, ki izhajajo iz zakonodaje o vrednostnih papirjih in so značilne predvsem za delnice. Delnice se razlikujejo od dolžniških vrednostnih papirjev in so vezane na nacionalno zakonodajo. Tako delniška družba izdaja delnice v skladu z zakonodajo države, kjer je bila ustanovljena, in ne v skladu z zakonodajo države, kjer se s temi delnicami trguje (The Giovannini Group, 2001).

Udeleženci trga pogrešajo tudi enotno ureditev na področju pravic iz vrednostnih papirjev. Tako pri uporabi vrednostnih papirjev za zavarovanje (zastavo ali prenos) prihaja do težav pri poplačilu iz teh vrednostnih papirjev v primeru nesolventnosti dolžnika, zato udeleženci trga vrednostnih papirjev zagovarjajo direktivo o dokončnosti poravnave. Zaradi boljše učinkovitosti trgovanja je princip pobotanja finančnih transakcij postal splošno sprejemljiv za vse države članice EU. Kljub temu pa med njimi še vedno obstajajo določene razlike, saj nekatere države pobot urejajo s posebno zakonodajo, ki pa je omejena le na določene finančne produkte, udeležence trga ali na določene pogodbe (The Giovannini Group, 2001).

5.7 Sistem poravnave

Sistem poravnave vrednostnih papirjev in denarja iz sklenjenih REPO-poslov bi moral delovati na podlagi mehanizma DVP, kar pa zahteva istočasno poravnavo tako vrednostnih papirjev kot tudi denarja. S tem mislim predvsem na povezavo med KDD ter sistemom bruto poravnave v realnem času (BPRČ) pri medsebojnem komuniciranju glede poravnave vrednostnih papirjev. Iz tega sledi, da je vzpostavitev poravnave vrednostnih papirjev v času $T + 07$ in vzpostavitev mehanizma DVP pri

poravnavi REPO-poslov nujna za zmanjševanje kreditnega, systemskega in likvidnostnega tveganja (Ferjančič, 2003, str. 64).

5.7.1 Proces obračuna in poravnave z vrednostnimi papirji

Ta proces mora zagotoviti hiter in varen prenos lastništva tako vrednostnih papirjev kot tudi denarja. Sam proces je sestavljen iz štirih aktivnosti, in sicer potrditev, obračun, dostava in plačilo vrednostnih papirjev.

Po sklenitvi posla ga morata stranki potrditi in s tem zagotoviti, da sta si glede vrednostnega papirja, s katerim trgujeta, cene, količine in datuma poravnave povsem enotni. Potrditev se lahko izvede neposredno med prodajalcem in kupcem, lahko pa tudi posredno prek borze ali klirinškega agenta. Pri tem je pomembno, da se pri avtomatiziranih poslih (borza) zahteva le enkratni vnos podatkov, ki služi za celoten proces obračuna in poravnave.

5.7.2 Obračun

Pomeni natančen izračun obveznosti, ki jih imata kupec in prodajalec. To storitev največkrat omogoča centralni depo vrednostnih papirjev, sam izračun pa se izvede na osnovi bruto ali neto poravnave. Na določenih finančnih trgih odigra odlično vlogo centralna stranka. Ta je pravna oseba in deluje kot nasprotna stranka kupca ali prodajalca, s čimer je omogočeno, da ostaneta kupec in prodajalec nepoznana drug drugemu. Prav tako ponuja pobot terjatev in obveznosti, kar pomeni, da poravna vse zneske, ki so jih dolžni njeni člani. To zmanjša tveganje neizpolnitve obveznosti nasprotne stranke, kreditno in likvidnostno tveganje ter pozitivno vpliva na samo trgovanje.

Tu gre zgolj za *preknjižbo v registru*, saj je v evroobmočju večina vrednostnih papirjev dematerializiranih. Dostop do registra centralnega depoja vrednostnih papirjev je lahko posreden ali neposreden. Posredni dostop se izvaja prek posrednika, ki je član depoja, o neposrednem dostopu pa govorimo, ko so stranke same članice depoja. Za vzpostavitev povezav med posameznimi depotnimi hišami ima lahko določena depotna

hiša račun pri drugi depotni hiši, kar ji omogoča, da lahko opravlja skrbniške storitve za svoje stranke.

Plačilo se lahko pogojuje z dostavo proti plačilu (DVP). To pomeni, da gre za istočasno preknjižbo vrednostnih papirjev in denarja. Če plačilo ni izvršeno, potem se tudi vrednostni papirji ne preknjižijo in obratno.

Obračun in transakcija prek meja sta kompleksnejša in vključujeta večje število posrednikov, zato prinašata večje kreditno in operativno tveganje. Pri kreditnem tveganju gre za tveganje skrbništva nad vrednostnimi papirji (pravno tveganje) in tveganje, ki je povezano z nihanjem vrednosti tuje valute. Skrbništvo nad vrednostnimi papirji je pomembno predvsem za investitorje, saj se vrednostni papirji hranijo v centralnih depojih, pri katerih imetniki nimajo odprtega računa.

5.8. Poravalna sistema Clearstream in Euroclear

V državah Evropske unije sta bili (po vsaj delnem poenotenju zakonodaje ter po posodobitvah infrastruktur za obračun in poravnavo vrednostnih papirjev) oblikovani dve instituciji, ki imata podobne funkcije kot pri nas KDD. To sta Clearstream International in Euroclear Bank (Ferjančič C., 2003, str. 65).

Ti dve instituciji sta dve največji mednarodni klirinški agenciji, poleg tega pa tudi centralna depoja vrednostnih papirjev. V Evropi sta prvi začeli s programom posojanja obveznic za pospeševanje prejema in dostave obveznic na svetovnem trgu. Namen tega programa je bil zmanjšanje tržne neučinkovitosti ter števila propadlih in neuspešnih poslov. Začeli so s skupino 30 najboljših obveznic, ki so jih posojali in si jih izposojali, kar je v naslednjih letih pripeljalo do povečanja tržne likvidnosti. Rezultat tega je bil, da se je povpraševanje po obveznicah povečalo (Barclays Capital, 2002, str. 2).

5.8.1 Organizacija Clearstream

To je mednarodni centralni depo vrednostnih papirjev. Njegov sedež je v Luksemburgu, ima pa tri podružnice (Ferjančič C., 2003, str. 65):

- Clearstream Banking Luxembourg opravlja storitve centralnega depoja za različne vrednostne papirje.
- Clearstream Banking Frankfurt opravlja obračun in poravnavo za nemški trg vrednostnih papirjev.
- Clearstream Luxembourg ponuja trgovalni sistem Creation, njegov obračun ter poravnavo.

Clearstream Internacional opravlja obračun in poravnavo vrednostnih papirjev pri domačih transakcijah in transakcijah prek meja. Sama poravnava in obračunavanje transakcij z vrednostnimi papirji sta leta 2003 potekala v 38 valutah in na 33 trgih, Clearstream pa se je specializiral za dolžniške vrednostne papirje. Ustanovljen je bila januarja leta 2000 z združitvijo Cedel International in Deutsche Börse Clearing. Celotna povezava se je zaključila julija leta 2002. Od leta 2002 dalje se je Clearstream osredotočil predvsem na izboljšanje učinkovitosti procesov, poleg tega pa je sistematično povečeval tudi svojo funkcionalnost in širil mrežo na različne trge in stranke. Tako danes (leta 2006) Clearstream ponuja največjo svetovno mrežo domačih povezav (www.clearstream.com).

Clearstream je integralni del Deutsche Börse Group in ponuja tako poravnalne kot tudi hrambene storitve. Storitve ponuja več kot 2.500 strankam po vsem svetu in tako trguje z več kot 150.000 domačimi in tujimi obveznicami. Ta organizacija zagotavlja in skrbi, da so denarna sredstva in obveznice točno in učinkovito dostavljeni strankam ter da so stranke vedno obveščene o pravicah in obveznostih, ki izhajajo iz obveznic, ki so pod varstvom Clearstreama. Prav tako vzdržuje močne povezave med strankami, ki se nahajajo na 40 različnih trgih, ter tako zagotavlja varen in točen prenos tako lastništva obveznic kot tudi plačil (www.clearstream.com). Poslovanje Clearstreama temelji na zagotavljanju dveh vrst storitev (www.clearstream.com):

- poravnalne storitve (dostava obveznic v zameno za plačilo) in
- skrbniške storitve (organiziranje, varstvo in vodenje obveznic na depozite).

Po trgovanju morata kupec in prodajalec zamenjati denarna sredstva za obveznice, s tem dejanjem pa obe stranki zaključita s transakcijo. To zadnje dejanje se imenuje poravnava, saj z njo kupec in prodajalec uskladita podrobnosti, izvedeta plačilo in uredita prenos lastništva nad obveznicami. Poravnavi sledi klirinški proces, v katerem se naredi obračun za obe stranki, s čimer prenehajo vse obveznosti iz tega naslova (www.clearstream.com).

Borza vrednostnih papirjev (trgovalni sistem), prek katere se opravljajo posli, avtomatsko pošlje transakcije Clearstreamu, ki sledi trgovanju. Pri trgovanju OTC (over the counter) (npr. z državnimi obveznicami) pa se zagotavljajo različna priključitvena orodja, ki omogočajo strankam, da predložijo navodila za transakcijo in prejmejo poročilo od Clearstreama. Potem ko je navodilo poslano, Clearstream poskrbi, da je transakcija poravnana v dogovorjenem času. Transakcijo izvede tako, da istočasno naredi prenos denarnih sredstev in obveznic z ene stranke na drugo. Takšen tip poravnave (DVP, delivery versus payment) tudi minimizira tveganje za kupca (www.clearstream.com).

Skrbniške storitve vključujejo organiziranje, varovanje in vodenje obveznic na depozitih. Tovrstne storitve lahko razvrstimo v naslednje skupine (www.clearstream.com):

- zbiranje in obdelava dohodkov, potem ko so kuponi ali dividende za obveznice plačane;
- odkup, ko obveznica doseže dan zapadlosti;
- javljanje dogodkov pri zagotavljanju maksimalne investicijske učinkovitosti ali pri privolitvi glede korporativnih, pravnih in regularnih zahtev;
- globalno financiranje obveznic, izboljšanje likvidnosti ter zmanjševanje prek mejnih transakcijskih stroškov in tveganj.

Clearstream zagotavlja skrbniške storitve nemškemu in luksemburškemu domačemu trgu prek operacij CSD (central securities depository), medtem ko ponuja mednarodnemu trgu tovrstne storitve prek storitev ICSD (international central securities depository) (www.clearstream.com).

Že drugo leto zapored (2005 in 2006) je bil Clearstream razglašen za najboljšega evropskega ponudnika tripartitnega REPO-ja. Global Custodian Magazine, ki ocenjuje klirinške agencije, ki ponujajo storitev tripartitnega REPO-ja, izvaja ocenjevanje na podlagi šestih različnih kriterijev. Ti kriteriji so naslednji: operativna učinkovitost, stroški, storitve in dodana vrednost, poslovni model, optimizacija zastavljenega premoženja (collateral optimization), »upravljanje zastavljenega premoženja (collateral management) ter poročanje in komuniciranje (www.clearstream.com).

Tabela 2: Rezultati letnega poročila Global Custodian Magazine o ocenjevanju ponudnikov tripartitnega REPO-ja za leto 2006

Ponudniki storitev	Rezultati točkovanja po vrstnem redu
Clearstream	5,51
JP Morgan Chase	5,34
Euroclear	5,19
Bank of New York	5,18

Vir: www.clearstream.com.

Iz zgornje tabele lahko vidimo, da je bil najbolje ocenjen poravnalni sistem Clearstream s 5,51 točke, Euroclear pa se je uvrstil na 3. mesto s 5,19 točke. Te točke so bile podeljene na podlagi zgoraj navedenih šestih kriterijev in posamičnega točkovanja ponudnikov tripartitnega REPO-ja (www.clearstream.com).

Clearstream je v letu 2005 zabeležil močno rast na vseh svojih glavnih področjih. Decembra 2005 se je njegovo osnovno poslovanje, merjeno z mesečnim številom mednarodnih transakcij, povečalo za 19 % in je tako znašalo 1,81 milijona transakcij (decembra 2004 je znašalo 1,52 milijona transakcij). Vse te transakcije pa se delijo na transakcije OTC (over the counter), ki jih je 78 %, in na borzne transakcije, ki jih je 22 % (www.clearstream.com).

Mednarodno trgovanje z obveznicami, ki je bilo evidentirano prek Clearstreama, je poraslo za 20 % (s 3,28 trilijona evrov na 3,94 trilijona evrov). Prav tako so zabeležili močno rast z globalnim financiranjem obveznic, pri katerih je mesečno povprečje doseglo rekordnih 210,9 milijarde evrov. Pri tem so kombinirane storitve, ki vključujejo tripartitni

REPO, upravljanje zastavljenega premoženja (collateral management) in posojanje obveznic, dosegle 54,6-odstotno rast. V primerjavi z decembrom 2004 je ta rast znašala le 136,4 milijarde evrov (www.clearstream.com).

Tabela 3: Osnovno poslovanje Clearstreama (poravnalne transakcije v milijonih)

	Dec. 2005	Dec. 2004	Jan.–dec. 2005	Jan.–dec. 2004	Jan. 2005	Jan. 2006
OTC	1,42	1,31	16,78	14,29	1,29	1,52
Borze vred. pap.	0,40	0,21	3,63	2,90	0,22	0,60
Mednarodni trg	1,81	1,52	20,41	17,19	1,51	2,12
OTC	1,00	0,89	11,17	11,42	0,89	1,12
Borze vred. pap.	1,96	1,71	22,32	21,38	1,76	2,50
Domači trg	2,96	2,60	33,48	32,80	2,65	3,61
Skupaj	4,78	4,13	53,90	49,99	4,16	5,74

Vir: www.clearstream.com.

V letu 2006 je Clearstream prav tako nadaljeval z odličnimi rezultati v vseh glavnih delih svojega poslovanja, kar je razvidno tudi iz zgornje tabele. Januarja leta 2006 se je število mesečnih mednarodnih transakcij povečalo še za 41 %, kar je zneslo skupaj 2,12 milijona transakcij (januarja 2005 je bilo 1,5 milijona transakcij). Razmerje med transakcijami OTC in borznimi transakcijami pa je bilo 72 % proti 28 % (www.clearstream.com).

Promet, ki je izhajal iz mednarodnega trgovanja z obveznicami, se je povečal za 18 % (s 3,38 trilijona evrov na 3,99 trilijona evrov). Pri tem pa se je nadaljevala močna rast z globalnim financiranjem obveznic, pri katerih je mesečno povprečje doseglo 209,7 milijarde evrov, to pa je nekoliko nižje od lanskega (leta 2005) povprečja, ki je znašalo 210,9 milijarde evrov. Kombinirane storitve, ki vključujejo tripartitni REPO, upravljanje zastavljenega premoženja (collateral management) in posojanje obveznic, pa so dosegle rast v višini 49,8 %. V primerjavi z januarjem leta 2005 je ta rast znašala 140 milijard evrov (www.clearstream.com).

5.8.2 Organizacija Euroclear

Euroclear je eden največjih poravnalnih sistemov za poravnave nacionalnih in mednarodnih transakcij z vrednostnimi papirji. Svoje storitve zagotavlja finančnim institucijam v več kot 80 državah sveta. Poleg storitev poravnave pa Euroclear deluje tudi kot hrambena institucija na mednarodni ravni, kjer ponuja storitve ICSD (International Central Securities Depository), medtem ko storitve CSD (Central Securities Depository) na nacionalnih ravneh zagotavlja za nizozemski, francoski, irski in britanski trg, od januarja 2006 pa se je Euroclearu pridružil tudi belgijski CIK, ki deluje kot CSD za belgijski trg, in se je s to pridružitvijo tudi preimenoval v Euroclear Belgium.

Euroclear je organiziran kot delniška družba Euroclear PLC, v kateri imajo večinski, 86,9-odstoten lastniški delež sami uporabniki, tj. člani Eurocleara, 13,1-odstoten delež pa je v lasti družbe Sicovam Holding. Sicovam Holding je konzorcij prejšnjih lastnikov francoskega Sicovama, ki danes deluje kot Euroclear France in je integriran del skupine Euroclear. Euroclear je leta 2003 ponujal poravnavo in obračun vrednostnih papirjev v 42 valutah in na 33 trgih, že takrat pa so obstajala intenzivna prizadevanja za povezavo posameznih nacionalnih klirinško depotnih sistemov v skupni nadnacionalni sistem. Odraz in konkretni rezultat teh prizadevanj sta bili že leta 2003 vzpostavljeni povezavi med belgijskim (CIK) in nizozemskim (Necigef) sistemom, tej povezavi pa je potem, kot je bilo že omenjeno, sledila popolna integracija omenjenih nacionalnih sistemov v skupino Euroclear.

Eden od pomembnih delov skupine je tudi Euroclear Bank SA/NV s sedežem v Bruslju, ki je v skupino vključena prek matične družbe Euroclear SA/NV. Euroclear Bank v okviru skupine izvaja funkcijo ICSD (International Central Securities Depository) in je v tem smislu neposredni naslednik Eurocleara, ki je bil leta 1968 ustanovljen z namenom zagotavljanja poravnave evroobveznic (eurobond). Danes

Euroclear Bank zagotavlja vstopno točko za storitve, povezane s trgovanjem z vrednostnimi papirji, na več kot 25 delniških in na več kot 30 obvezniških trgih po svetu.

Euroclear Bank tako svojim uporabnikom ponuja naslednje storitve:

- dokončno poravnavo vseh transakcij z vrednostnimi papirji v realnem času, v različnih valutah in z relativno nizkimi stroški po sistemu DVP (delivery versus payment), s čimer se za udeležene stranke kar najbolj minimizira izpostavljenost tveganjem;
- obsežne skrbniške storitve;
- upravljanje zastavljenih vrednostnih papirjev (collateral management), s katerimi se tudi izvajajo poravnave;
- posojanje vrednostnih papirjev.

Ponudba storitev ICSD prek Euroclear Bank je dopolnjena s ponudbo storitev CSD na posameznih nacionalnih trgih (Euroclear France, Euroclear Nederland, Euroclear Belgium, CRESTCo Ltd London), pri čemer se v okviru storitev CSD zagotavlja poravnava samo na lokalnih trgih (vključuje tako borzne transakcije kot transakcije OTC) ter skrbniške storitve, ki so odvisne od pogojev in regulative na nacionalni ravni.

V zadnjih letih Euroclear in Clearstream razvijata in izpopolnjujeta tudi neposredno povezavo med obema poravnalnima in ICSD-sistemoma. Gre za t.i. »Bridge«. Ta omogoča, da udeleženci obeh sistemov preprosto in hitro prejema in dostavljajo vrednostne papirje iz enega sistema v drugega. Ravno v tej pobudi Eurocleara in Clearstreama pa se kaže tudi prihodnost razvoja poravnalnih sistemov v Evropi, ki ne bodo več pod vplivom nacionalnih okolij, ampak bodo delovali nadnacionalno, hkrati pa svoje storitve (tako cenovno kot po kakovosti) zagotavljali pod pogoji, kot jih danes poznamo pri posameznih nacionalnih ponudnikih poravnalnih in skrbniških storitev.

5.9 Evropske trgovalne platforme ATS za REPO-posle

Pomembne vloge pri razvoju REPO-trga (zlasti v evroobmočju) pa ne igrajo samo nadnacionalni poravnalni in skrbniški sistemi, kot sta opisana Clearstream in Euroclear, pač pa tudi trgovalne platforme, ki delujejo po nadnacionalnem principu ter ob tem uspejo zagotavljati tudi ustrezno hitrost in varnost poslovanja. Najboljše možnosti za razvoj na nadnacionalni ravni obetajo elektronske REPO-trgovalne platforme (electronic repo trading platforms), ki se označujejo tudi kot trgovalne platforme ATS (automated trading system) ter predstavljajo alternativo:

- sistemom tripartitnega trgovanja (tri-party repo services), kjer je kot nevtralna tretja stranka (poleg kupca in prodajalca REPO-ja) običajno udeležena kar klirinška hiša, ter
- sistemom neposrednega trgovanja in trgovanja prek posrednikov – brokerjev, ki omogočajo neposredni dogovor o poslu med prodajalcem in kupcem REPO-ja. Ti sistemi so znani pod nazivom direct repo trading in/ali voice brokered repo.

Podatki, ki jih navajamo v nadaljevanju, kažejo da so se elektronske trgovalne platforme ATS na REPO-trgu začele intenzivneje razvijati šele v zadnjih letih. Tako je trgovanje prek ATS-platform še v letu 2001 predstavljalo samo nekaj več kot 8-odstotni tržni delež na celotnem evropskem REPO-trgu, do leta 2004 pa se je ta delež povzpел že na skoraj 24 %. V splošnem elektronske trgovalne platforme ATS udeležencem na REPO-trgu prinašajo koristi v smislu znižanja tveganj, zagotavljajo anonimnost pri trgovanju in omogočajo zniževanje stroškov trgovanja. Pri delovanju elektronskih trgovalnih platform ATS obstajata dva glavna poslovna modela: (1) bilateralni model ter (2) model CCP (central counter-party). V osnovi se oba modela razlikujeta po tem, da pri bilateralnem modelu prodajalec in kupec REPO-ja skleneta posel prek trgovalne platforme, ta pa potem posreduje informacije o sklenjenem poslu nacionalni klirinški hiši, pri modelu CCP pa sta prodajalec in kupec REPO-ja ločeno v stiku s CCP, ki tudi zagotovi poravnavo.

V kontekstu širjenja REPO-trga v evroobmočju ima zlasti model CCP nekatere odločilne prednosti, česar se glavni ponudniki ATS tudi zavedajo in tovrstno storitev v vedno večji meri tudi ponujajo. Najpomembnejše prednosti modela CCP so:

- zmanjšanje kreditnega tveganja udeležene stranke, saj kreditno tveganje prevzema CCP;
- multilateralno netiranje izpostavljenosti v okviru CCP;
- netiranje poslov v procesu poravnave, kar neposredno prispeva k znižanju stroškov.

Ocenjuje se, da lahko uporaba modela CCP na trgovalnih platformah ATS zagotavlja znižanje stroškov do 1/3 v primerjavi s klasičnim OTC-sklepanjem REPO-poslov (Bearing Point, 2006).

Trenutno so na evropskem REPO-trgu na voljo tri pomembnejše elektronske trgovalne platforme ATS, in sicer Eurex Repo, MTS Group ter Broker Tec. Poleg teh pa najdemo tudi manjše ponudnike, kot so GFI, eSpeed ter Senaf, vendar so ti ponudniki bistveno manjši, poleg tega pa niti ne nastopajo vedno samostojno na trgu. V nadaljevanju so kratko predstavljeni največji trije ATS-ponudniki.

5.9.1 Eurex REPO

Kot je bilo že omenjeno, je Eurex REPO elektronska trgovalna platforma, ki se uporablja za avtomatske poravnave pri REPO-poslih in za operacije na odprtem trgu. Eurex Repo GmbH s sedežem v Frankfurtu je organiziran kot delniška družba, ki je bila ustanovljena leta 2001 in kjer sta glavna delničarja Eurex Frankfurt in Eurex Zürich. Začetek REPO-poslov, denominiranih v evrih, je bil julija 2001, medtem ko so bili REPO-posli v švicarskih frankih ponujeni že leta 1999 prek družbe Eurex Zürich. K uveljavitvi platforme Eurex REPO je nedvomno pripomoglo tudi dejstvo, da je danes REPO eden izmed najpomembnejših instrumentov, ki jih uporabljajo centralne banke za izvajanje operacij na odprtem trgu, saj tako učinkovito uravnavajo likvidnost finančnega sistema ter izvajajo svojo monetarno politiko.

Tudi za *poslovne banke* je platforma Eurex REPO pomembna, saj za razliko od nezavarovanih posojil (npr. posojila na medbančnem trgu) omogoča možnost zmanjšanja kreditnega tveganja in zmanjšanja stroškov, povezanih z oceno kreditne sposobnosti. Podobno velja za *trgovce posrednike z obveznicami*, pri katerih je posebni REPO (special repo) pomemben instrument refinanciranja in tako olajša upravljanje likvidnosti.

Platforma Eurex REPO, ki sicer temelji na filozofiji pokrivanja večjega števila nacionalnih trgov in večvalutnega poslovanja, je trenutno osredotočena na dva segmenta evropskega REPO-trga: (1) REPO-trg v švicarskih frankih (Swiss Franc repo market) ter (2) REPO-trg v evrih (Euro repo market). Konec leta 2005 je na obeh segmentih skupaj dnevni obseg REPO-poslov narasel na 95 milijard evrov, kar je bil v primerjavi z letom 2004 več kot 50-odstoten porast! Največji delež v tej rasti predstavljajo REPO-posli v evrih, saj od uvedbe v letu 2001 njihov obseg narašča v povprečju za 100 % letno.

Medtem ko se REPO-posli v švicarskih frankih poravnajo prek švicarskega medbančnega kliringa (SIS/SIC, SegInterSettle/Swiss Interbank Clearing), pa je koncept poravnave REPO-poslov v evrih popolnoma drugačen. Za te posle družba Eurex Clearing AG nastopa v vlogi CCP tako za kupca kot za prodajalca REPO-ja ter na ta način tudi zagotavlja poravnavo in anonimnost vseh transakcij, ki se izvedejo v okviru sistema. Povezava s Clearstreamom in Euroclearom pa omogoča tudi poravnave poslov, ko udeleženci prihajajo iz različnih držav. V primerjavi z drugimi trgovalnimi platformami ATS je Eurex REPO poseben predvsem zaradi svoje specializacije izključno in samo za izvajanje REPO-poslov, medtem ko druge trgovalne platforme ATS poleg REPO-jev ponujajo tudi druge finančne storitve.

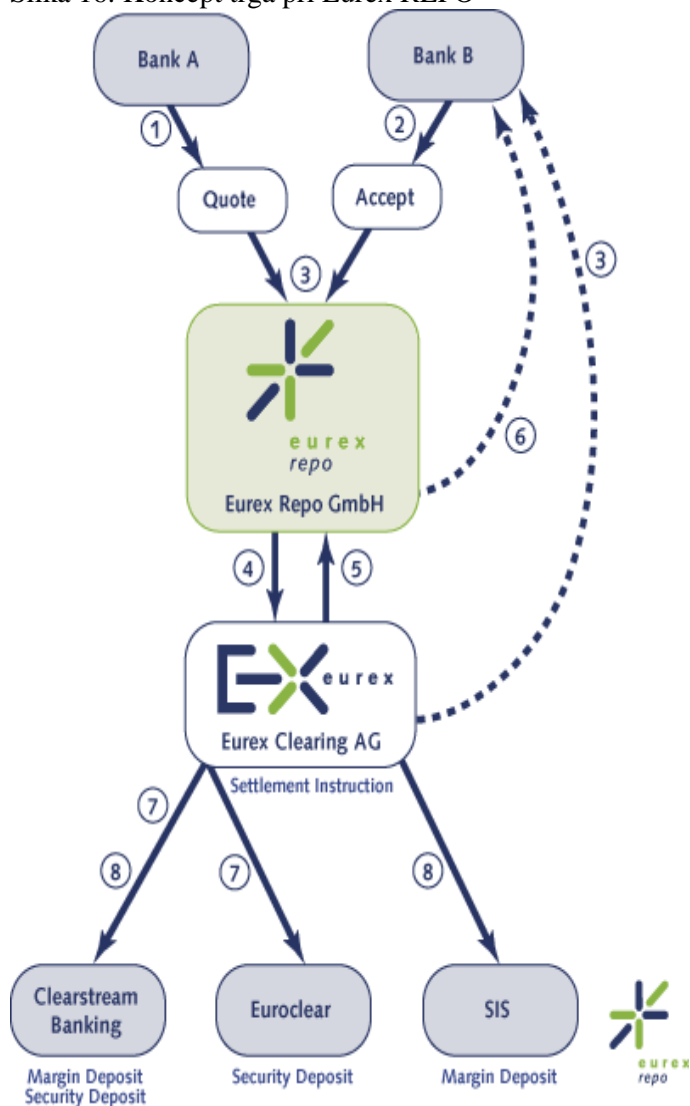
Slika 15: Razdelitev REPO-trga na splošni REPO in posebni REPO

Splošni REPO (GC Repo) Košarica vredn. papirjev	Posebni REPO (Special Repo) Posamezna obveznica	
Posojanje/izposojanje denarja	Razlog/motiv za vstopanje v repo posel	Posojanje/izposojanje posameznih obveznic
Ni pomembno, katera obveznica → pomembno, da so v košari združene obveznice enake kvalitete	Dostava	Dostava točno določene obveznice
Denarni trg	Izvor/začetek	Trgovanje z obveznicami
Visoka standardizacija obveznic v košarici: ročnost, kvaliteta obveznic	Tržna standardizacija	Nizka standardizacija
80 % REPO-trga	Tržni delež	20% REPO-trga
Zelo visoka: instrument za centralne banke, elektronsko trgovanje	Tržna privlačnost	Nizka/slaba: primerjava s posojanjem obveznic

Vir: www.eurexrepo.com.

Prek platforme Eurex REPO se ponujata dve osnovni obliki REPO-poslov, in sicer (1) t. i. posebni REPO-posli (special repo), za katere je značilno, da temeljijo na točno določenih vrednostnih papirjih, ter (2) splošni REPO-ji (GC repo, general collateral repo), ki temeljijo na košarici vrednostnih papirjev, ki so homogeni po svojih lastnostih, kot so kvaliteta (tj. kreditno tveganje) in ročnost. V nadaljevanju je v sliki prikazan potek sklenitve REPO-posla v okviru platforme Eurex REPO.

Slika 16: Koncept trga pri Eurex REPO



Kratek opis posameznih aktivnosti pri sklenitvi REPO-posla:

1. Banka A objavi kotacijo.
2. Banka B sprejme kotacijo.
3. Sklenitev posla. Eurex Clearing postane udeležena stran v poslu (legal counterparty).
4. Eurex REPO posreduje podatke o trgovanju Eurex Clearingu.
5. Eurex Clearing pošlje potrditev Eurex REPO-ju.
6. Eurex REPO pošlje potrditev obema udeleženiima strankama (bankama).
7. Eurex Clearing posreduje informacijo o poravnavi klirinški hiši Clearstream Banking ali Euroclear.
8. Varnostni depozit (margin deposit) pri Clearstream Banking Frankfurt ali pri SIS (SegaInterSettle).

Vir: www.eurexrepo.com

5.9.2 EuroMTS

EuroMTS je zasebno podjetje s sedežem v Londonu. Uradno je začelo z operacijami 9. aprila 1999 kot panevropski elektronski trgovalni sistem za državne obveznice. Celotni delež (100 %) v tem podjetju pripada MTS SpA, čigar solastnik je MBE Holding. MBE Holding pa je nastal z združitvijo Euronexta, Borsa Italiana in glavnih finančnih institucij, ki so močno prisotne na evropskem sekundarnem trgu za državne obveznice (www.euromts-ltd.com).

Podjetje EuroMTS omogoča elektronsko trgovanje obveznic prek običajne trgovalne platforme. Pri tem skrbi za glavne cilje, in sicer povečanje likvidnosti, transparentnosti in učinkovitosti evropskega obvezniškega trga, pri čemer minimizira stroške trgovanja (www.euromts-ltd.com). EuroMTS regulira FSA.

Danes EuroMTS predstavlja glavno evropsko nadnacionalno elektronsko trgovalno platformo za evropske obveznice. Prek te trgovalne platforme ATS se trenutno trguje z obveznicami iz več kot petnajstih držav: Avstrije, Belgije, Finske, Francije, Nemčije, Grčije, Irske, Italije, Nizozemske, Portugalske in Španije, v to skupino pa spadajo tudi obveznice mednarodnih finančnih institucij, kot je EIB (Evropska Investicijska Banka), in obveznice izvozno-razvojnih bank, kot je nemška KfW (www.euromts-ltd.com).

EuroMTS se je moral prilagoditi za vsak tip obveznic in za vsak trg posebej. Tako je EuroMTS prisoten na več trgih prek svojih povezanih družb, in sicer so to EuroCredit MTS, MTS Austrian Market, MTS Greek Market, MTS Ireland, NewEuro MTS, EuroGlobal MTS, Euro Treasury Bill Segment, MTS Quasi-Government Segment, MTS Cedulas Market in EuroMTS Linkers Market (www.euromts-ltd.com).

Vsa podjetja, ki vstopajo na ta trg in ponujajo obveznice, se zavežejo, da bodo upoštevala vsaj dva predloga za obveznice, in sicer (www.euromts-ltd.com):

- Evropski primarni trgovci posredniki se zavežejo, da bodo spoštovali v pogodbi navedene obligacije za francoske, nemške in italijanske obveznice.
- Posamezni tržni specialisti obvladujejo trg obveznic posamezne države in ob tem upoštevajo regulativo in predpise te države.
- Trgovci posredniki nimajo tržnih obligacij.

Procedura poravnave se med državami razlikuje. Tako so v EuroMTS razdelili proceduro sistema poravnave ločeno po različnih državah, in sicer za (www.euromts-ltd.com):

- italijanske državne obveznice,
- avstrijske, finske, nemške, irske, portugalske in danske državne obveznice,
- francoske državne obveznice,
- belgijske državne obveznice,
- španske državne obveznice,
- grške državne obveznice.

V nadaljevanju so opisane samo nekatere poravnalne strukture, in sicer za italijanske, avstrijske, finske, nemške, irske, portugalske, danske in francoske državne obveznice. To pa so tudi države, katerih finančni in REPO-trgi so bili predstavljeni v začetnih poglavjih.

Italijanske državne obveznice

Te obveznice se poravnajo prek Express II (italijanski poravnalni sistem). Za celotni sistem poravnave skrbi klirinška agencija Monte Titoli SpA, ki deluje tudi kot CSD (central securities depository), sam plačilni sistem pa ureja Centralna banka Italije. Express II, ki vključuje poravnalne storitve, deluje na osnovi DVP (dostava proti plačilu), pri čemer EuroMTS prenaša vse podatke o trgovanju na sistem poravnave v imenu obeh strank (www.euromts-ltd.com).

Vsi udeleženci EuroMTS morajo biti člani Express II ali neposredno ali posredno prek zastopniške banke. Sama poravnava trgovanja EuroMTS pa poteka po principu t + 3 za BTP (portugalske zakladne menice) in po principu t + 2 za BOT (italijanske zakladne menice) (www.euromts-ltd.com).

Avstrijske, finske, nemške, irske, portugalske in danske državne obveznice

Za sistem poravnave teh državnih obveznic skrbita Clearstream Luksemburg in Euroclear Brussels na osnovi DVP (dostava proti plačilu). Izjema je Nemčija, pri kateri za poravnavo lahko skrbi tudi Clearstream Frankfurt (www.euromts-ltd.com).

Pri poravnalni proceduri EuroMTS prenaša navodila o plačilih in dostavah za vsako transakcijo po SWIFT-u v eno izmed naštetih bank, in sicer Euroclear Brussels, Clearstream Luksemburg, Clearstream Frankfurt, in to v imenu obeh strank (www.euromts-ltd.com).

Vsak udeleženec EuroMTS mora biti član ali ICSD (international central securities depository) ali pa nemškega CSD (central securities depository). Član je lahko ali neposredno ali posredno prek zastopniške banke. Sama poravnava pa poteka po principu t + 3 za obveznice in po principu t + 2 za nemške T-Bills (zakladne menice) (www.euromts-ltd.com).

Francoske državne obveznice

Sistem poravnave francoskih državnih obveznic poteka prek sistema RGV (poravnalni sistem), ki ga vodi Euroclear Francija. Pri poravnalni proceduri EuroMTS prenese navodila o transakcijah prek SWIFT-a na Euroclear Francija v imenu obeh strank (www.euromts-ltd.com).

Vsi člani EuroMTS morajo biti tudi člani Euroclear Francija neposredno ali posredno prek zastopniške banke. Sama poravnava poteka po principu t + 3 za OAT (francoske državne obveznice), t + 1 za BTF (kratkoročne obveznice) in BTAN (srednjeročne obveznice) (www.euromts-ltd.com).

5.9.3 *BrokerTec*

BrokerTec je popolnoma integrirana elektronska trgovalna platforma za evropske vrednostne papirje s stalnimi donosi (fixed-income securities). Njihova strateška usmeritev je zagotavljanje pogojev za hitro, zanesljivo in stroškovno učinkovito elektronsko trgovanje za trgovanje z vrednostnimi papirji s stalnimi donosi ne glede na poreklo udeležencev trgovanja (gre torej za nadnacionalno trgovalno platformo) in za celoten spekter produktov.

Družbo BrokerTec je leta 1999 ustanovil konzorcij 14 mednarodnih bank, ki so se odločile formirati trgovalno platformo, ki bi uspešno konkurirala obstoječim evropskim borzam. Trgovalna platforma BrokerTec je začela delovati junija 2000, ko se je pričelo trgovanje z državnimi obveznicami v ameriških dolarjih in evrih, v decembru 2000 pa je bila ponudba razširjena še na posredovanje REPO-poslov. V letu 2003 se je BrokerTec združil z družbo ICAP, ki velja za eno največjih posredniških hiš. ICAP med svojimi storitvami ponuja trgovanje z OTC-derivativi, trgovanje z vrednostnimi papirji s stalnimi donosi, trgovanje na denarnih in deviznih trgih, trgovanje z energijo ter trgovanje s kreditnimi in delniškimi derivativi. Platforma BrokerTec se od združitve dalje uporablja predvsem za trgovanje z vrednostnimi papirji s stalnimi donosi, v tem okviru pa se zagotavlja tudi ponudba REPO-jev.

BrokerTec ponuja vse vrste državnih obveznic v evrih ter tudi obveznice nekaterih drugih izdajateljev, kot so nadnacionalne/mednarodne banke in razvojne banke (npr. KfW, EIB, ...). Ponudbar REPO-jev temelji zlasti na nemških, francoskih, nizozemskih, belgijskih, grških, finskih, španskih, portugalskih, irskih, avstrijskih in britanskih obveznicah. V zadnjem času najhitreje narašča promet z REPO-ji na osnovi nemških, francoskih in britanskih obveznic. Povprečni dnevni promet celotnega REPO-poslovanja je po podatkih za konec leta 2005 znašal kar 150 milijard evrov. Poravnava sklenjenih poslov poteka prek klirinške hiše LCH.Clearnet, ki nastopa v vlogi CCP, potekajo pa tudi razgovori o možnostih dostopa do klirinške hiše Eurex Clearing.

6. TVEGANJA, POVEZANA Z REPO-POSLI

Z REPO-posli so povezana različna tveganja, ki jih lahko razdelimo v dve skupini: tveganja, povezana z zunanjimi dejavniki, ter tveganja, povezana z notranjimi dejavniki.

Tveganja, povezana z zunanjimi dejavniki, so vsa tveganja, na katera udeleženci v poslu ne morejo neposredno vplivati. V to skupino tveganj lahko štejemo pravna, operativna, kreditna in tržna tveganja. Tveganja, ki so povezana s t. i. notranjimi dejavniki, pa so tveganja, povezana s skladnostjo (gre za skladnost z zakonodajo, regulativo, politiko), ter izvedbena tveganja. Izvajalci nanje lahko vplivajo in čim daljša je ročnost REPO-posla, izrazitejši so ti dejavniki tveganja (Snoj A., 2001, str. 51 in Bajraktarević, 1999, str. 10).

6.1 Zunanji dejavniki tveganja

1) Pravno tveganje. Zajema tveganje pravne ureditve posla. To je tveganje, ki zadeva neizpolnjevanje obveznosti s strani udeležencev posla. Tisti REPO-posli, ki so pravno podprti z dokumentacijo, kot je GMRA (General Master Repo Agreement), so manj tvegani.

2) Operativno tveganje. Tu lahko REPO-transakcije razdelimo glede na to, kdo drži vrednostne papirje kot zavarovanje. To je lahko:

- tretja stranka – skrbnik, ki ga določi kupec vrednostnih papirjev;
- tretja stranka – skrbnik, ki ga določita obe stranki (tripartitni REPO);
- vrednostni papirji se zadržijo pri prodajalcu na posebnem računu v imenu kupca (»HIC REPO«).

3) Kreditno tveganje. Kljub zavarovanju, ki ga predstavljajo vrednostni papirji, tovrstno tveganje ostaja zaradi nasprotne stranke in zaradi izdajatelja vrednostnih papirjev. Pri različnih vrstah REPO-poslov je tveganje različno visoko, vendar je najvišje pri poslih HIC REPO.

4) Tržno tveganje pomeni tveganje spremembe tržne vrednosti vrednostnih papirjev, ki so dani v zavarovanje. Prav tako se kaže v likvidnosti vrednostnih papirjev, še zlasti v primeru insolventnosti prodajalca. Manjša kot bo likvidnost, višja bo REPO-obrestna mera. Tako samo tržno tveganje ostaja za obe strani (tako za prodajalca kot tudi za kupca), nanj pa se lahko vpliva z določanjem začetne marže in z izklicem marže ob spremembi tržne vrednosti zavarovanja.

6.2 Notranji dejavniki tveganja

Organizacije, ki predstavljajo institucionalno osnovo za delovanje REPO-trga, morajo s svojo politiko, spremljanjem in nadziranjem trga omogočiti čim bolj nemoten potek teh poslov. Gre za vzdrževanje ustrezne infrastrukture, usposobljenosti izvajalcev in systemske podpore. Pomen same infrastrukture je izjemno velik, saj mora zagotavljati, da se vsi vrednostni papirji, ki so bili začasno prodani npr. pri »HIC REPO-ju«, držijo na posebnem računu v imenu kupca. Ne nazadnje mora spremljati vse prihodke iz naslova prodanih vrednostnih papirjev in zagotavljati, da jih je kupec pravilno in pravočasno vrnil prodajalcu.

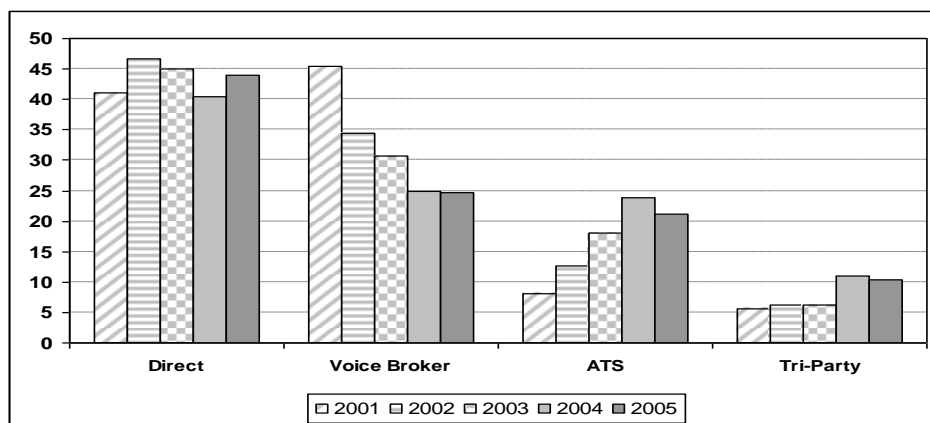
7. IZVEDBA REPO-POSILA V SLOVENIJI IN V DRŽAVAH ČLANICAH EU

V širšem kontekstu lahko REPO-trge delimo na dolarske in nedolarske. V skupini dolarskih so predvsem države, ki imajo za osnovno plačilno sredstvo dolar, v nedolarsko skupino pa sodijo države iz valutnih območij: Nemčija, Francija, Velika Britanija, Italija, Španija, Nizozemska, Danska, Švedska, ECU, Kanada in Japonska. Tradicionalno so bili nedolarski REPO-trgi bazirani v Londonu, ki je še vedno eden od finančnih stebrov Evrope. Ta trg je veliko mlajši od dolarskega REPO-trga, saj je bil vzpostavljen v poznih osemdesetih letih. Še nekaj let nazaj je bila ena od glavnih razlik med dolarskim in nedolarskim REPO-poslovanjem v tem, da so se dolarski posli izvajali prek zaslona, nedolarski pa prek telefonov, z izjemo danskega in francoskega REPO-trga (Snoj A., 2001, str. 59 in Bajraktarević, 1999, str. 25).

V zadnjih letih je tudi na tem področju na evropskem REPO-trgu prišlo do naglega razvoja, saj se kaže trend hitrega povečevanja elektronskega REPO-poslovanja (slika). Od leta 2001, ko je t. i. trgovanje ATS (ATS, Automated Repo Trading System) predstavljalo le 8 % celotnega evropskega REPO-trga, pa do leta 2005 se je tržni delež trgovanja ATS povečal na več kot 20 %, medtem ko se je v istem obdobju delež telefonskega trgovanja s 45,5 % znižal na 24,6 %.

V nadaljevanju poglavja so v tabelah kratko povzete osnovne institucionalne značilnosti organiziranosti REPO-trga v izbranem naboru držav EU (Francija, Portugalska, Irska, Finska, Italija in Slovenija) ter nekateri osnovni podatki o delovanju trga po posameznih državah.

Slika 17: Tržni deleži posameznih metod trgovanja na evropskem REPO-trgu v letih od 2001 do 2004



Vir: Bearing Point, Electronic Repo Market 2006.

Tabela 4: Primerjava med proučevanimi državami v letu 2004

DRŽAVE	Agencija za REPO	Primarni trgovci posredniki	Informacijski sistem/platforma
FRANCIJA	AFT	9 (1 domači in 8 mednarodnih)	SIFT Marché in ATS
PORTUGALSKA	IGCP	15 (2 domača in 13 mednarodnih)	Broker Tec in EuroMTS
IRSKA	NTMA	8 (1 domači in 7 mednarodnih)	EuroMTS in MTS Ireland
FINSKA	HEX	10 (1 domači in 9 mednarodnih)	EBS (Electronic Broker Services) in EuroMTS
ITALIJA	MRO	31 od najboljših 5 so: (3 domači in 2 mednarodna)	Express II in EuroMTS
SLOVENIJA	KDD	-	CRVP

Vir: Letna poročila za leto 2005.

Tabela 5: Povprečni dnevni promet posamezne države in ocene likvidnosti na elektronskih tržnih platformah v Evropi (leto 2004)

DRŽAVE	Ocenjena velikost v milijardah evrov	Količina poslov ATS v milijardah evrov	Tržni delež poslov ATS	Izdaje državnih obveznic na primarnem trgu
FRANCIJA	12,2	med 2,0 in 2,4	20 %	20 %
PORTUGALSKA	1,0	0,51	50 %	1 %
IRSKA	0,3	-	-	1 %
FINSKA	0,6	0,3	50 %	-
ITALIJA	med 12 in 15	10,3	> 80 %	28 %
SLOVENIJA	-	-	-	Slabo razvit, zadnja javna ponuba je bila leta 2000

Vir: The electronic bond market 2005.

* ATS (Automated Trading System)

V tabeli 4 in 5 pa lahko vidimo, kako imajo izbrane države urejene primarne in sekundarne trge. Tako lahko vidimo, da imata Francija in Italija poleg Nemčije najrazvitejše REPO-trge. Italija ima kar 31 primarnih trgovcev posrednikov, med najboljšimi 5 pa so kar 3 domači in 2 tuja. Drugače je pri drugih državah, pri katerih je največ tujih primarnih trgovcev posrednikov. Vsaka izmed držav ima svoj informacijski sistem, ki je prilagojen poslovanju z Euroclearom in Clearstreamom. Prav tako ima vsaka izmed držav svojo klirinško agencijo, ki je povezana z ministrstvom za finance. Izjema je Slovenija, pri kateri lahko vidimo veliko nerazvitost tako na primarnem kot tudi na sekundarnem trgu. REPO-poslovanje je prav tako v začetni fazi, med razlogi pa so zagotovo visoki stroški poslovanja. To je tudi razlog, da se Banka Slovenije ne odloča za njihovo uporabo (interni vir Banke Slovenije). Tako je Banka Slovenije poslovala z obratnimi REPO-posli le v letih 2000 in 2002, v vseh ostalih letih pa zanje ni bilo zanimanja. Leta 2000 so znašali obratni REPO-posli 6.299 milijonov tolarjev, v letu 2002 pa so prinesli skupni promet v višini 1.148 milijonov evrov. V letih 2001, 2003, 2004, 2005 in 2006 niso imeli nič prometa z njimi (Letno poročilo Banke Slovenije 2005, str. 81).

Ugotovimo lahko, da sta Italija in Francija najrazvitejši na področju poslovanja z REPO-posli, saj znaša ocenjena velikost prometa v Franciji 12,2 milijarde evrov, v Italiji pa se giblje med 12 in 15 milijardami evrov. Količina ATS in njegov tržni delež pa sta prav tako največja v Italiji, saj njihov tržni delež presega 80 %. Pri tem pa ne smemo pozabiti, da je Italija najboljša tudi z vidika izdajanja državnih obveznic na primarnem trgu – kar 28 %. Za Slovenijo ni podatkov, saj je premalo zanimanja za tovrstne aktivnosti. Menim, da si delamo več škode kot koristi. Vsekakor bi bilo koristno uporabljati ta instrument, saj z njim lahko vplivamo na instrumente za uravnavanje likvidnosti. Poleg tega lahko centralna banka z REPO-ji signalizira usmeritev denarne politike ter s tem pridobiva informacije o pričakovanih tržnih udeležencev glede denarne politike (Snoj A., 2001, str. 55).

7.1 Uporaba REPO-poslov v Sloveniji

REPO-posel je instrument, ki ga poleg finančnih vlagateljev uporabljajo centralne banke pri uresničevanju svoje denarne politike. Uporabljajo ga pri uravnavanju likvidnosti ter pri vplivanju na kratkoročne obrestne mere. V primeru prenizke likvidnosti centralna banka z REPO-posli daje denar v obtok, v nasprotnem primeru pa z obratnimi REPO-posli denar jemlje iz obtoka.

Lahko pa centralna banka izvaja REPO-posle tudi z namenom, da bi signalizirala politiko obrestnih mer. Kadar se na avkcijah licitira obrestna mera, po kateri so banke pripravljene povratno odkupiti vrednostne papirje, teh mer ne razkrijejo tržnim udeležencem. To lahko pomeni, da so obrestne mere na zadovoljivi ravni. Če pa banke na avkcijah licitirajo količino, ki so jo pripravljene prodati, pa želi centralna banka s fiksno obrestno mero kot ceno REPO-posla signalizirati želeno raven obrestnih mer oziroma spremembo v obrestnih merah. Možno je tudi to, da centralna banka s pomočjo REPO- in obratne REPO-obrestne mere določi zgornjo in spodnjo mejo za kratkoročne tržne obrestne mere, ki jih nato vzdržuje v teh mejah z uravnavanjem likvidnosti prek REPO-poslov.

Tako so REPO-posli dokaj fleksibilen instrument, saj se lahko posamezni parametri, kot so količina, dospelost, frekvenca, cena in način ponudbe, prilagajajo glede na likvidnostne pogoje. Poleg tega pa tovrstni posli, ki

so sklenjeni med centralno in poslovnimi bankami, ne vplivajo na spremembo cen vrednostnih papirjev.

V Sloveniji je bila začasna prodaja vrednostnih papirjev (do leta 2001) zelo redek instrument. Avtorji so v preteklosti navajali več razlogov, ki so zavirali razvoj REPO-poslov v Sloveniji (npr. Jernejčič M., 1998): pomanjkanje zakonodaje (predpisov) na tem področju, preveliko zaupanje investitorjev v varnost našega finančnega trga, s čimer pri svojih poslih ne zahtevajo dodatnih jamstev, slaba likvidnost vrednostnih papirjev, ki bi se lahko uporabljali pri teh poslih, na sekundarnem trgu ipd. Čeprav so se vsaj nekatere od teh pomanjkljivosti z leti odpravile ali vsaj zmanjšale, pa REPO-poslovanje predvsem v segmentu upravljanja likvidnosti bank ter v segmentu upravljanja likvidnosti državne zakladnice ni zaživelo.

7.2 Tehnična izvedba REPO-poslov v Sloveniji

Ker so bili v preteklosti razviti predvsem REPO-posli kot instrument denarne politike Banke Slovenije, je možno kaj več povedati o tehnični izvedbi REPO-jev predvsem na tem segmentu. Kot instrument denarne politike sodijo ti posli med instrumente fine regulacije na denarnem trgu, zato centralna banka najprej oceni razmere na trgu. Glede na to oceno postavi pogoje za vsak instrument posebej in tako izboljša odzivnost bank na dano ponudbo. Banka Slovenije na podlagi sklepa o izdaji svojih zapisov ter na podlagi sklepa guvernerja in likvidnostne komisije pošlje pobudo poslovnim bankam za začasni odkup BZBS (Blagajniški Zapisi Banke Slovenije) v tujem denarju z obveznim povratnim odkupom. V REPO-poslu lahko sodeluje le tista poslovna banka, ki izpolnjuje pogoje in jo na avkciji izbere centralna banka.

Običajne sestavine ponudb centralne banke so skupni znesek celotnega začasnega nakupa, datum začasnega odkupa BZBS, datum povratnega odkupa s strani poslovne banke, predmet licitacije in metoda razdeljevanja ter izbire protiponudbe.

Po sprejetju pogojev v ponudbi mora poslovna banka poslati Banki Slovenije protiponudbo, ki vsebuje naslednje ključne elemente (Bajraktarević, 1999):

- nominalni znesek BZBS, ki jih začasno prodaja;
- tečaj za obvezni povratni odkup BZBS;
- tolarsko protivrednost BZBS, ponujenih v začasno prodajo;
- evidenčno številko BZBS, ki jih začasno prodaja;
- ime, telefon, telefaks, elektronski naslov osebe za stike.

Poslovna banka lahko pošlje največ dve protiponudbi, v katerih mora biti naveden tudi čas, do katerega morajo biti protiponudbe s strani poslovnih bank tudi poslane. Ko Banka Slovenije obvesti poslovne banke o sprejetju ponudbe, je posel sklenjen in Banka Slovenije nakaže tolarsko protivrednost na dan sklenitve posla. Na dan povratnega odkupa mora poslovna banka nakazati tolarsko protivrednost BZBS na poravnalni račun Banke Slovenije. V tem nakazilu mora poslovna banka navesti glavnico in tečajno razliko, Banka Slovenije pa naslednji dan sprosti povratno odkupljene BZBS v tujem denarju.

V primeru kršitev pogodbe pa so predvidene tudi sankcije:

- izključitev iz nadaljnjih ponudb Banke Slovenije do 30 dni,
- zahtevajo lahko suspenz ali razrešitev odgovornih delavcev,
- poravnava zamudnih obresti ali drugih stroškov, ki so nastali zaradi nepravilnega delovanja.

7.3 REPO-posel kot instrument medbančnega trga v Sloveniji

Medbančni denarni trg je ožji pojem denarnega trga in predstavlja trg, na katerem banke izvajajo izravnave svoje likvidnosti in refinanciranja. To poteka prek različnih instrumentov denarnega trga (Snoj, 2001):

- prek zavarovanih in nezavarovanih posojil,
- prek povratnih transakcij (to so REPO-posli z vrednostnimi papirji),
- prek dokončnih transakcij (to so dokončni nakupi in prodaje vrednostnih papirjev ali deviz).

V poštev pridejo predvsem kakovostni vrednostni papirji z visoko boniteto. To so državni, vrednostni papirji centralnih bank, visokokvalitetnih poslovnih bank idr. Pri uporabi takšnih vrednostnih papirjev se bankam zmanjša kreditno in likvidnostno tveganje.

Na slovenskem medbančnem trgu se likvidnostni presežki prenašajo neposredno med bankami ter brez finančnih posrednikov. Odnosi med bankami so bilateralni, transakcije niso zavarovane, sami posli niso regulirani. Tako obstajajo le neformalna pravila, ki jim banke sledijo po lastni presoji. V Sloveniji poteka tako bilateralen REPO, medtem ko na mednarodnih trgih poteka tripartitni REPO. Banke se odločajo o poslovanju za tekoči dan na podlagi podatkov iz preteklega dne. Če imajo banke likvidnostne presežke, potem te presežke ponujajo na medbančnem trgu po med seboj dogovorjeni obrestni meri. Ker pa se poslovne banke ravnavajo po načelu racionalnosti, mora biti ta obrestna mera nižja (ugodnejša) od tiste, po kateri si poslovne banke izposojajo sredstva od Banke Slovenije.

Slovenski medbančni trg je razmeroma majhen (v primerjavi z drugimi), zato se banke med seboj kar telefonsko obveščajo o primanjkljajih in presežkih, ki so jih pripravljene ponuditi. To pa je eden od glavnih razlogov za obotavljanje pri uporabi REPO-poslov za upravljanje likvidnosti. Na razvitih REPO-trgih se sistem posojanja in izposojanja likvidnosti razlikuje že v osnovi. Tu se posli sklepajo prek trgovca posrednika, kar zagotavlja anonimnost posojilodajalcem in posojilojemalcem. Tako potencialne banke, ki so lahko ali posojilodajalke ali posojilojemalke, navežejo stik s trgovcem posrednikom, sama ponudba (ali povpraševanje) pa se objavlja neimenovana (v Reutersu). Anonimnost je prav tako zagotovljena ob sklenitvi posla, saj trgovec posrednik nastopa kot nasprotna stranka obema partnericama, za svoje delo pa seveda zaračuna provizijo.

Medsebojno sklepanje REPO-poslov pa bankam prinaša določene prednosti, in sicer (Snoj A., 2001):

- pocenitev virov za financiranje naložb,
- večjo varnost naložb,
- razvoj novih instrumentov na medbančnem trgu,

- pospeševanje razvoja sekundarnega trga državnih vrednostnih papirjev.

Pri sami tehnični izvedbi bi bilo treba najprej prilagoditi infrastrukturo. V primeru, da banke sklepajo posle na podlagi državnih vrednostnih papirjev, bi se prenos vrednostnih papirjev izvajal prek KDD. Nujna bi bila poravnava po principu DVP, kar bi omogočalo takojšnjo preknjižbo vrednostnih papirjev po prejetem denarnem plačilu. Če bi preknjižba potekala po principu T + 2, bi omogočila poravnavo v realnem času od sklenitve posla. Pri tem gre za zelo kratek čas (čez noč), poleg tega pa tudi zmanjšuje kreditno, likvidnostno ter sistemsko tveganje .

Osnovni pogoj za vzpostavitev denarnega in nekoliko ožjega medbančnega denarnega trga je razvitost sekundarnega trga državnih vrednostnih papirjev. Razvit sekundarni trg pomeni trg z aktivnimi udeleženci. Ti morajo zagotavljati ustrezno količino trgovanja ter oblikovanje tržne obrestne mere. Za vzpostavitev denarnega trga in njegovih instrumentov so se morale različne institucije povezati med seboj. Tako so se začele medsebojno povezovati naslednje institucije: KDD, Agencija za trg vrednostnih papirjev, Banka Slovenije ter ministrstvo za finance. Sodelovati so začeli v smislu oblikovanja trga, koordiniranja trga, prilagoditve ustrezne infrastrukture, najpomembnejše pa je, da odstranijo vse ovire, ki preprečujejo razvoj in oblikovanje zakonskega okvira.

Ustrezen zakonski okvir mora poskrbeti za:

- zanesljivo zavarovanje,
- ustrezno davčno obravnavanje,
- učinkovit prenos lastništva in pravnega varstva v primeru neizpolnjevanja obveznosti ene od strank.

Šele tako razvit sekundarni trg državnih vrednostnih papirjev lahko (Snoj A., 2001, str. 61):

- poveča likvidnost trgovanja,
- zniža stroške izdajanja državnih vrednostnih papirjev na primarnem trgu,
- vpliva na razvoj REPO-trga.

V razvitih državah imajo prakso, da lahko REPO-posle državnih vrednostnih papirjev izvaja tudi država, in sicer zakladnica. Izvaja jih kot instrument upravljanja državne likvidnosti in državnega dolga. Razlika je le v tem, da se država ne sme zadolževati pri centralni banki, kajti le tako lahko popolnoma fleksibilno deluje na denarnem trgu.

Glede na to, da so državni vrednostni papirji ena temeljnih vrst zavarovanja pri REPO-poslih, bi se s tem povečali likvidnost in učinkovitost tako na REPO-trgu kot tudi na trgu državnih vrednostnih papirjev. Večja likvidnost in učinkovitost trga državnih vrednostnih papirjev pa bi prinesla dolgoročno zniževanje stroškov servisiranja dolga tako za vlado kot tudi za davkoplačevalce.

Pri vsem tem pa bi glavno vlogo odigrala KDD, saj bi bila odgovorna za poravnavo vrednostnih papirjev pri REPO-poslih. Seveda bo potrebna prilagoditev celotnega sistema evropskim standardom. Med drugim bi bilo treba prilagoditi naslednje (Snoj A., 2001, str. 62):

- dostop udeležencev,
- opredelitev odnosa s centralno banko,
- opredelitev različnih vrst tveganja,
- sistem neto poravnavanja poslov,
- določitev urnika obratovanja,
- opredelitev odnosov z ministrstvom za finance glede na primarni trg državnih vrednostnih papirjev in upravljanja dolga.

8. OPIS STANJA RAZVITOSTI REPO-TRGA V SLOVENIJI

8.1 Možnost razvoja Slovenskega REPO-ja

V praksi zahodnoevropskih držav se REPO-posli kot finančni instrument razvijajo predvsem na treh področjih: (1) REPO-posli kot instrument denarne politike, (2) REPO-posli kot instrument medbančnega denarnega trga ter (3) REPO-posli kot instrument upravljanja državne likvidnosti in državnega dolga. Od omenjenih treh področij se je REPO-poslovanje v Sloveniji razvilo predvsem na področju vodenja denarne politike. REPO-posli kot instrument denarne politike so se pri Banki Slovenije pojavili že leta 1993 in jih je od tedaj v različnih variacijah centralna banka uporabljala praktično ves čas, pri tem pa je uporabljala pretežno svoje lastne vrednostne papirje. REPO-posli kot instrument medbančnega denarnega trga se niso razvili, kar pa je posledica načina organiziranosti, predvsem pa majhnosti medbančnega denarnega trga (Snoj, 2001). Podobno kot za medbančni denarni trg velja tudi za področje upravljanja likvidnosti državne zakladnice in upravljanje državnega dolga. REPO-poslovanje na tem segmentu se ni razvilo, za kar bi zlasti v 90. letih lahko našli vzroke v premajhni pestrosti razpoložljivih vrednostnih papirjev, vsaj v določenih obdobjih pa se je kot problematična kazala tudi (ne)likvidnost sekundarnega trga državnih vrednostnih papirjev.

Kljub precej omejenemu razvoju REPO-trga v Sloveniji pa je treba poudariti, da so se zlasti v zadnjih letih na boljše spremenili nekateri institucionalni dejavniki, ki jih lahko razumemo kot predpogoj za razvoj REPO-poslovanja. Tako so bile opravljene pomembne prilagoditve podpornih informacijskih sistemov (zlasti KDD) ter prilagoditve v zakonodaji (gre za prilagajanje slovenske zakonodaje predpisom EU). Zadnja prenova zakonodaje se je začela leta 2003. V naslednjih letih je sledila še uvedba elektronskega poslovanja s KDD, s čimer je poslovanje postalo preprostejše, fleksibilnejše in hitrejše. Z vstopom v evroobmočje bodo nujne povezave s Clearstreamom in/ali z Euroclearom, kar bo zagotavljalo tudi večjo privlačnost za tuje investitorje, saj bo poslovanje varnejše in preprostejše.

V Sloveniji je REPO-poslovanje do leta 2003 potekalo telefonsko. S tem ni nič narobe, če se pogodbene strani med seboj dobro poznajo. V primeru, da je poznavanje manjše, pa so tudi negotovosti v zvezi z zanesljivo izvedbo posla bistveno večje.

V državah EU poteka večina poslovanje z REPO-ji prek sistemov Clerastream in Euroclear, ki poleg hitrosti zagotavljata tudi ustrezno varnost in zanesljivost izvedbe posameznih poslov. Ena od možnih spodbud za razvoj REPO-trga v Sloveniji se kaže tudi v tem, da bi se dosegla povezanost KDD z omenjenimi poravnalnimi sistemi na ravni EU, s čimer bi se odprle nove možnosti tako za slovenske investitorje kot tudi za tuje investitorje pri nas.

Po podatkih Banke Slovenije so v Sloveniji najbolj priljubljeni REPO-ji HIC (imeti v posesti REPO ali angl. Hold in Custody). Kot je že bilo pojasnjeno, pri tovrstnih REPO-jih prodajalec zadrži vrednostne papirje, s čimer ima nižje administrativne stroške, kupec pa večje tveganje in s tem večji donos. REPO-ji HIC se zaradi tega pogosto uporabljajo v primerih, ko gre za manjše vrednosti poslov in/ali kratek čas sklenitve REPO-posla, ter v primerih, ko je boniteta udeleženih strank visoka oz. dovolj transparentna. Večja uporaba REPO-jev HIC na neki način tudi priča o tem, da so relativno visoki transakcijski stroški verjetno res ena do pomembnejših ovir pri nadaljnjem razvoju REPO-poslovanja v Sloveniji. Po nekaterih interpretacijah naj bi bili namreč ravno visoki stroški preknjižb vrednostnih papirjev glavna težava pri uveljavljanju REPO-poslovanja, zaradi česar so kot instrument manj zanimivi tudi za državno zakladnico oz. ministrstvo za finance.

Zaradi velike razširjenosti REPO-jev HIC so se na KDD odločili, da bodo njihov aplikacijski sistem CRVP (Centralni register vrednostnih papirjev) čim bolj prilagodili uporabniškim zahtevam. Tako so v KDD opredelili pooblastila registrskih članov za vnos nalogov. V sistemu CRVP se nalogi v zvezi z zastavo pravic vnašajo v okviru funkcionalnosti pravic tretjih, in sicer v funkcijah vnos zastave ter vzdrževanje zastave.

Funkcija *vnos zastave* je namenjena imetnikovemu registrskemu članu za vnos imetnikovega naloga za vpis zastavne pravice na vrednostnih papirjih, vpisanih na računu imetnika, ki ga vodi. Funkcija *vzdrževanje*

zastave pa je namenjena zastavnemu registrskemu članu za vnos nalogov zastavnega upnika (sprememba in izbris zastavne pravice ter prenos vrednostnih papirjev zaradi uresničitve zastavne pravice).

S prenovo tako zakonskega okvira kot tudi informacijskega sistema za nemoteno poslovanje z REPO-posli je KDD začela že leta 2003. V tem letu je KDD pripravila ureditev pravnih razmerij med DZU in skrbniškimi bankami ter ponudila dopolnjene storitve prek obstoječe infrastrukture. Tako je na zahtevo Banke Slovenije pripravila sočasno izpolnitev obveznosti iz naslova REPO-poslov kot podsklop sistema OTC-DVP (<http://www.kdd.si>).

Glavnina prenove je bila zaključena v letu 2005, ko je uspešno vzpostavila popolnoma nov, kompleksen sistem centralnega registra z novo informacijsko infrastrukturo. Prednosti nove aplikacije, ki temelji na sodobnem pristopu storitvene usmerjevalne arhitekture, so: večfunkcionalnost, hitrejše in varnejše delovanje, obvladljivost sistema ter možnost razširitve. Pri tem pa je zelo pomembno poudariti dejstvo, da je sama aplikacija rezultat njihovega lastnega razvoja (<http://www.kdd.si>).

V KDD in v Banki Slovenije so se zavedali vseh preprek, ki onemogočajo poslovanje z REPO-posli. Tako so v začetku leta 2006 naredili zadnjo nadgradnjo informacijskega sistema CRVP in s tem omogočili varno poslovanje z REPO-posli, pri tem pa so staro funkcionalnost OTC-posli/REPO-posli zgolj preimenovali v OTC-posli/TUVL-posli. Izvajanje REPO-poslov je tako omogočeno prek uporabe t. i. funkcionalnosti OTC-posli/TUVL-posli. To je mehanizem, ki zagotavlja sočasno in netvegano izpolnitev sklenjenih poslov. Na tem segmentu je KDD prav tako že prilagodila svoje tarife (85 % popusta na obstoječe).

Glede na to, da se pri REPO-poslih kot instrumentu zavarovanja odobrenega posojila v pretežni meri uporabljajo državni vrednostni papirji, je ključnega pomena imeti podatke o vrednosti premoženja, danega ali prejetega v kritje. To informacijo KDD zagotavlja v elektronski obliki, v realnem času prek uporabe spletne datoteke »Daily Bond Value« za tekoči dan. Na željo Banke Slovenije so omenjeno datoteko celo nadgradili, tako da je mogoče v realnem času pridobivati podatke tudi za naslednji dan. Vse to omogoča povsem avtomatično

vrednotenje premoženja pod pogojem, da ima uporabnik ustrezno prilagojene svoje zaledne aplikacije. V zaledne aplikacije si lahko uporabniki prenašajo tudi vse druge podatke oz. datoteke, ki so jim na voljo v elektronski obliki in v realnem času, ter si v skladu s svojimi tekočimi poslovnimi potrebami tudi oblikujejo poljubne podatkovne agregate (Banka Slovenije).

Poleg REPO-ja HIC (imeti v posesti REPO) je smiselno izpostaviti tudi uporabnost in pomen tripartitnega REPO-ja. Tripartitni REPO sodi v svetu med najbolj priljubljene in najpogostejše oblike poslovanja z REPO-ji. Glavni razlog za vse večjo uveljavljenost tripartitnega REPO-ja je prisotnost tretje osebe, ki je največkrat klirinška hiša ali prodajalčeva stranka (Barclays Capital, 2002, str. 16). Tripartitni REPO ima za kupca številne prednosti (Barclays Capital, 2002, str. 18):

- posel je administrativno preprost;
- pravni in administrativni stroški so nižji;
- stroške posrednika krije prodajalec vrednostnih papirjev;
- posel ima možnost dnevnega ugotavljanja in prilagajanja vrednosti zavarovanja;
- prodajalec vrednostnih papirjev je pripravljen plačati nekoliko višjo obrestno mero, saj ima možnost lažje zamenjave zavarovanja;
- večja fleksibilnost, saj si kupec lahko izbere točno določeno vrsto posla, ki je primeren zanj;
- večja varnost, saj tretja stranka preverja vse transakcije, ki se odvijajo med strankami (prav tako preverja nakazila, če so bila v celoti nakazana);
- večja učinkovitost, saj postanejo operacijski tokovi bolj izravnani in krajši, kar zadeva sistema poravnave in denarnih tokov;
- večja stroškovna učinkovitost, saj tripartitni REPO eliminira tiste transakcijske stroške, ki se nanašajo na dobave in prejeme.

Glede na zgoraj navedeno menimo, da je lahko tripartitni REPO v večini primerov boljši kot pa REPO HIC (imeti v posesti REPO), zlasti v primeru, ko imamo opravka s posli večjih vrednosti. Pomembne prednosti se kažejo predvsem v nižjih stroških in v večji varnosti. Kar zadeva varnost, je REPO HIC dokaj varen za prodajalca, saj se vrednostni papirji vodijo na njegovem posebnem računu. Za kupca je to večje tveganje.

Lahko bi rekli, da je posel zastavljen na večjem zaupanju s strani kupca. Pri tripartitnem REPO-ju pa je celotno tveganje porazdeljeno. Tu je vključena tretja oseba, ki sproži transakcije šele takrat, ko dobi vse papirje od obeh udeležencev REPO-posla. V tem primeru je večja odgovornost prav na tretji osebi, saj preverja vsa nakazila. Za kupca in prodajalca je to vsekakor ugodnejša varianta. Oba se znebita določenega tveganja, ker se tveganje prenese na tretjo osebo. Na neki način je ta oblika REPO-ja tudi pravičnejša, saj imata obe stranki enako porazdeljeno odgovornost.

Ne glede na dosedANJI razvoj REPO-poslovanja v Sloveniji utegne ravno uvedba evra in vstop v evrosistem vplivati na spremembo nekaterih ključnih okoliščin, ki bodo pomembne za nadaljnje uveljavljanje REPO-poslovanja pri nas.

REPO-posli kot instrument denarne politike v dosedanjih oblikah ne bodo več možni, saj z vstopom v evrosistem slovenska centralna banka izgublja pristojnosti na področju vodenja denarne politike in jih prenaša na ECB. Sklepanje REPO-poslov z vrednostnimi papirji Banke Slovenije torej ne bo več možno, bodo pa zato poslovne banke lahko sklepale take posle pod pogoji, ki jih določa ECB za vodenje svoje denarne politike. To pa predvsem pomeni, da se bo povsem spremenil nabor vrednostnih papirjev, ki bodo s strani ECB sprejemljivi za sklepanje REPO-jev, poleg tega pa bodo morale poslovne banke tudi v celoti prevzeti tehnologijo REPO-poslovanja, ki jo je že v praksi uveljavila ECB.

Spremembe lahko pričakujemo tudi pri sklepanju *REPO-poslov kot instrumentov medbančnega denarnega trga*, saj bodo poslovne banke z uvedbo evra prešle z izrazito majhnega na bistveno večji in v svetovnem merilu pomemben denarni trg. Poslovnim bankam se bodo z vstopom v evrosistem torej bistveno povečale možnosti za dostop do sredstev denarnega trga in seveda tudi dostop do različnih finančnih instrumentov, ki se na tem trgu v evroobmočju že uporabljajo. REPO-posli so samo ena od bolj razširjenih oblik teh instrumentov in pričakovati je, da jo bodo vsaj nekatere banke (verjetno zlasti večje) skušale uporabljati bistveno več kot do sedaj.

Tudi pri razvoju REPO-poslov kot instrumentov denarnega trga bo ključno to, da bodo poslovne banke po uvedbi evra dokončno dezinvestirale svoje naložbe v vrednostne papirje slovenske centralne banke, kar pomeni, da bodo morale za REPO-poslovanje uporabljati bistveno drugačen nabor vrednostnih papirjev kot doslej. V poštev bodo prišli seveda vrednostni papirji, izdani drugje v evroobmočju, in potencialno tudi vrednostni papirji slovenske države. V celoti gledano se bo moral pri upravljanju bančne likvidnosti zgoditi premik od praktično izključno nezavarovanega posojanja na medbančnem denarnem trgu v smeri zavarovanih medbančnih prenosov likvidnosti, kjer bodo REPO-posli kot primeren finančni instrument odigrali ključno vlogo.

Razvoj REPO-poslov kot instrumenta upravljanja državne likvidnosti in upravljanja državnega dolga. Izkušnje iz tujine kažejo, da so REPO-posli lahko zelo uporaben finančni instrument za državno zakladnico pri samem upravljanju likvidnosti, in sicer omogočajo kratkoročno izposojanje sredstev pri bankah. V primeru potreb po financiranju primanjkljaja pa zakladnica takšno financiranje izvede s prodajo zakladnih menic v okviru REPO-poslov. Dodatno lahko ti posli olajšajo tudi upravljanje z državnim dolgom, če se za njihovo izvedbo uporabljajo državni vrednostni papirji, saj REPO-poslovanje dokazano povečuje njihovo likvidnost.

Z vidika državne zakladnice se po uvedbi evra priložnosti v zvezi z razvojem REPO-poslovanja kažejo predvsem v smeri uveljavljanja slovenskih državnih vrednostnih papirjev na finančnih trgih evroobmočja, s čimer se avtomatično poveča krog potencialnih investitorjev, s tem pa tudi povpraševanje po vrednostnih papirjih in likvidnost trgovanja z njimi. Takšen premik bi na vsak način koristil tudi slovenskim udeležencem trga državnih vrednostnih papirjev (npr. bankam in tudi drugim finančnim institucijam), saj bi povečana likvidnost na sekundarnem trgu bistveno povečala zanimivost takšnih vrednostnih papirjev za potrebe upravljanja likvidnosti, razvoj REPO-poslov na njihovi osnovi pa bi tovrsten učinek samo še povečal.

9. SKLEP

Od treh tipičnih področij uporabe REPO-poslov, tj. REPO kot instrument denarne politike, REPO kot instrument medbančnega denarnega trga in REPO kot instrument upravljanja likvidnosti državne zakladnice, se je v preteklosti v Sloveniji REPO razvil predvsem kot instrument denarne politike. Takšen razvoj REPO-poslovanja je spodbujala predvsem centralna banka najprej s tem, da je bila v celotnem obdobju po osamosvojitvi najpomembnejši izdajatelj kratkoročnih vrednostnih papirjev s fiksnimi donosi, predvsem pa z uveljavitvijo REPO-poslov kot najpomembnejšega instrumenta denarne politike. V samem medbančnem poslovanju na medbančnem trgu se je uveljavilo nezavarovano medbančno posojanje likvidnosti in REPO kot pomembna oblika zavarovanega posojanja ni zaživel. Na tretjem področju uporabe, tj. pri delu državne zakladnice, pa se REPO-poslovanje sploh ni uveljavilo, čeprav izkušnje nekaterih držav EU kažejo na to, da se preko REPO-jev lahko učinkovito uravnava likvidnost zakladnice, v določeni meri pa tudi obvladuje struktura instrumentov zadolževanja države.

Pomemben predpogoj za večjo uporabnost REPO-jev in boljšo razvitost REPO-trga je ustrezna razvitost sekundarnega trga vrednostnih papirjev s stalnimi donosi (fixed income securities), zlasti na segmentu državnih vrednostnih papirjev oz. vrednostnih papirjev tistih večjih izdajateljev, ki so po svoji boniteti primerljivi z boniteto državnih vrednostnih papirjev (npr. mednarodne finančne institucije). Ravno slabša razvitost sekundarnega trga za slovenske državne vrednostne papirje je ena od ovir pri hitrejšem uveljavljanju REPO-poslov za potrebe upravljanja likvidnosti tako za poslovne banke kot tudi za državno zakladnico. Na drugi strani lahko ugotavljamo, da so se institucionalni pogoji (vzpostavitev in razvoj KDD kot glavne klirinške hiše, razvoj zakonodaje in predpisov, ...), ki morajo biti izpolnjeni za tekoče in učinkovito REPO-poslovanje, v obdobju po osamosvojitvi (zlasti od sredine 90. let dalje) dokaj hitro razvijali in načeloma danes omogočajo izvedbo REPO-poslov.

Relativno šibki ekonomski motivi potencialnih možnih udeležencev REPO-trga pa očitno niso dovolj močna spodbuda za intenzivnejši razvoj tega tržnega segmenta, čeprav bosta ravno uvedba evra in vstop v

evroobmočje gotovo tudi na tem področju prinesla pomembne spremembe. Kot potencialne udeležence REPO-trga z zgoraj omenjenimi šibkimi ekonomskimi motivi lahko izpostavimo zlasti banke. Prvič, poslovne banke so bile namreč v celotnem obdobju po osamosvojitvi zaradi značilnosti denarne politike izjemno močno vpletene v REPO-posle s centralno banko. Tovrstni posli so bankam dejansko omogočali tudi uravnavanje lastne tolarske in devizne likvidnosti, hkrati pa v določenih primerih tudi zagotavljali izpolnjevanje nekaterih drugih zahtev denarne politike. Drugič, medbančni denarni trg, ki je predstavljal nosilno jedro denarnega trga v Sloveniji, je od vsega začetka deloval kot trg nezavarovanega bilateralnega posojanja in izposojanja likvidnosti. Zaradi majhnega števila bank in praktično popolne transparentnosti likvidnostnih razmer pri posameznih bankah pri bankah preprosto ni bilo dovolj močnih vzgibov za oblikovanje sistema zavarovanih medbančnih posojil. To bi namreč pomenilo obremenitev kratkoročnih medbančnih likvidnostnih transferjev z dodatnimi stroški, medtem ko bi bila dodatna koristnost za banke zaradi uporabe zavarovanih instrumentov (npr. medbančnega REPO-ja) z vidika bank zanemarljiva. Vstop v evroobmočje bo kljub dejstvu, da REPO tudi pri ECB ostaja pomemben instrument denarne politike, spremenil samo naravo poslovanja s centralno banko. Medbančni denarni trg se bo namreč razširil na celotno evroobmočje, s čimer se bo izrazito povečala negotovost medbančnih transakcij, s tem pa tudi koristnost uporabe zavarovanih instrumentov za medbančni prenos likvidnosti.

Pregled ureditve REPO-trgovanja po posameznih državah EU in na sploh v evropskem prostoru je pokazal na več tipičnih značilnosti razvoja REPO-trgov:

- Pregled po posameznih državah jasno kaže na to, da je za razvitost REPO-trga pomembna razvitost sekundarnega ter tudi primarnega trga z državnimi vrednostnimi papirji, ki največkrat služijo kot osnova za izvedbo REPO-poslov.
- Za učinkovito delovanje primarnega trga so ključni nekateri institucionalni elementi, ki so v slovenski praksi slabo razviti ali celo nepoznani. Eden takšnih elementov je institut t. i. primarnega trgovca posrednika, ki kot vmesni člen med državo kot izdajateljem in končnimi investitorji zagotavlja primarnemu trgu potrebno likvidnost.

- Uvedba evra je spodbudila nastanek nadnacionalnih trgovalnih platform za REPO-posle, ki vzpostavljajo REPO-trg na celotnem evroobmočju, s čimer REPO kot instrument denarnega trga postaja še zanimivejši. Ker tovrstne elektronske trgovalne platforme (npr. Eurex Repo, MTS Group, BrokerTec) že po svoji zasnovi niso omejene na poslovanje na neki konkretni geografski lokaciji, so pri njihovem razvoju v celoti prišle do izraza prednosti avtomatiziranih trgovalnih sistemov (ATS), ki so bili uporabljeni za njihov razvoj. Panevropski REPO-trg je tako v realnem času dostopen s katere koli lokacije kjer koli na svetu.
- Približno vzporedno z uveljavljanjem nadnacionalnih trgovalnih platform ATS se je uveljavljala tudi ideja o oblikovanju klirinških sistemov s panevropskim značajem. Kot rezultat teh zamisli lahko danes vidimo delovanje dveh v evropskem prostoru uveljavljenih klirinških hiš: Clearstream in Euroclear. Obe klirinški družbi sta gotovo napoved oblikovanja poenotenega sistema poravnave poslov z vrednostnimi papirji v evroobmočju ali celo na celotnem območju EU. Zadnje pobude, ki so bile jeseni 2006 jasno objavljene s strani ECB in kažejo na oblikovanje enotne poravnalne platforme »Target2-Securities« (T2S), so gotovo zanesljiv znak takšnega razvoja.
- Vse spodbude za oblikovanje panevropskega REPO-trga bodo morale biti tudi ustrezno podprte s harmoniziranimi pravili obnašanja, predpisi, regulativo in ne nazadnje tudi z enotno dokumentacijo.

Kot je že bilo omenjeno, lahko pričakujemo, da bodo z uvedbo evra v Sloveniji nastale nove okoliščine, ki bodo bolj spodbudne za razvoj REPO-ja kot finančnega instrumenta. Z vidika državne zakladnice, ki lahko REPO uporablja kot instrument učinkovitega upravljanja likvidnosti, bo treba razvoj REPO-poslovanja spremljati, spodbujati in skrbeti za učinkovito institucionalno okolje. Prvič, na nacionalni ravni, saj se bo tudi z vstopom v evroobmočje nacionalni trg državnih vrednostnih papirjev (in na njih temelječih REPO-poslov) ohranil. Pričakujemo lahko, da bo nacionalni trg veliko bolj odprt za tuje investitorje oz. kupce REPO-jev kot v obdobju uporabe tolarja. Drugič, na nadnacionalni, evropski ravni, kjer napovedi izvedencev kažejo na nadaljnjo hitro rast panevropskega REPO-trga v evrih, tudi ob podpori že omenjenih

nadnacionalnih trgovalnih in poravnalnih platform. Zlasti evroobmočje bo v okviru EU predstavljajo enoten denarni trg, na katerega bodo lahko vstopale tako poslovne banke kot tudi državna zakladnica. To pa bo trg, ki bo z uvedbo evra v Sloveniji predstavljal tudi bistveno večji povpraševalni potencial po slovenskih državnih vrednostnih papirjih, ki bodo poleg državnih (in podobnih) vrednostnih papirjev drugih izdajateljev v evroobmočju glavna osnova za sklepanje REPO-poslov.

II. DEL: OBDAVČITEV – EFEKTIVNA OBDAVČITEV DOHODKOV PRAVNIH OSEB

1. UVOD

V tem delu besedila je zajeta metodologija izračuna efektivnega obdavčenja dohodkov pravnih oseb (v nadaljevanju dobička), ki vsebuje skupne davke tako na ravni podjetja kot delničarja.

Obdavčenje dobička je zaradi vpliva na gospodarsko aktivnost vedno aktualno področje raziskav, ki skušajo ugotoviti efektivno davčno obremenjenost donosov kapitala, saj nominalna, zakonsko določena stopnja davka od dohodka pravnih oseb (v nadaljevanju davka od dobička) sama zase ni dovolj dober kazalec. Na efektivno obdavčenje namreč vplivajo tudi dejavniki, ki določajo širino davčne osnove:

- vključevanje različnih vrst dohodkov podjetja,
- višine amortizacijskih stopenj,
- investicijske olajšave,
- načini vrednotenja zalog,
- različna davčna obravnava posameznih virov financiranja podjetij itd.

Skupni znesek davka, ki se plača od dobička na ravni podjetja in vlagatelja, pa je odvisen še od načina integracije obdavčitve podjetja in delničarjev ter od višin dohodninskih stopenj.

Ob upoštevanju vseh naštetih dejavnikov izračunamo stopnjo donosa, ki jo mora pred plačilom davka od dobička zaslužiti podjetje, da potem, ko od nje odštejemo davek od dobička in davek na ravni posameznika (dohodnino), dobimo neto stopnjo donosa, ki ostane investitorjem kot nagrada za njihov kapital, vložen v podjetje.

Razlika med začetno stopnjo donosa pred davki in končno (neto) stopnjo donosa vlagateljev po plačilu vseh davkov predstavlja **davčno vrzel** (tax wedge), ki je kazalec efektivne davčne obremenjenosti kapitala,

vloženega v podjetja, in je osnova za izračun sintetičnega davčnega kazalca – **efektivne davčne stopnje** (effective tax rate).

2. METODOLOGIJA IZRAČUNA EFEKTIVNE DAVČNE STOPNJE

Pri računanju efektivne davčne stopnje poleg zakonsko določene stopnje davka od dobička upoštevamo še metode obračunavanja amortizacije in zalog, način integracije obdavčitve podjetja in delničarja ter vpliv inflacije. Uporabili bomo metodologijo, ki sta jo v osnovi razvila King in Fullerton (1984), kasneje so jo dopolnjevali še drugi avtorji (Alworth (1988), Keen (1990), Sorensen³ (1990)). Omogoča merjenje vpliva davkov na različne načine financiranih investicij in je najbolj razširjena, ne pa tudi edina metodologija⁴ za računanje efektivnih davčnih stopenj. Njena prednost je v tem, da zgoščeno in kvantificirano predstavi bistvene značilnosti davčnega sistema in njegov vpliv na povprečno (tipično) investicijo.

Efektivno davčno stopnjo izračunamo na podlagi denarnih tokov **mejne investicije**, tj. investicije, katere donosnost je ravno dovolj velika, da po pokritju stroškov in plačilu davkov omogoča stopnjo donosa, ki je enako velika kot pri alternativni naložbi (takšni, ki prinaša obresti: nakup državnih vrednostnih papirjev ali bančni depozit). Zato stopnjo, ki jo računamo, imenujemo efektivna mejna davčna stopnja (zaradi poenostavitve pa jo v celotnem testu poimenujemo efektivna davčna stopnja).

³ OECD-jevi izračuni iz leta 1991 (OECD, 1991) neposredno temeljijo na delu Sorensena (za naslov originalnih člankov tega in drugih omenjenih avtorjev glej OECD, 1991); enačbe so izpeljane v diskretni obliki, zato se rezultati nekoliko razlikujejo od rezultatov po King-Fullertonovi kontinuirani verziji.

⁴ Glej npr.: Feldstein, Summers (1979) in Feldstein, Dicks-Mireaux, Poterba (1983).

Pri izračunu efektivne davčne stopnje se uporabljajo tri stopnje donosov:

- 1) p – realna stopnja donosa mejnega investicijskega projekta (po odšteti ekonomske amortizacije⁵) pred plačilom davka od dobička; to je donosnost na dodatno enoto denarja, vloženega v investicijo. Pri mejni investiciji jo imenujemo tudi stroški kapitala (cost of capital). Če želi podjetje zbrati sredstva, mora investicija prinašati vsaj takšno stopnjo donosa.
- 2) r – realna tržna obrestna mera oz. stopnja donosa državnih obveznic ali bančnih depozitov pred plačilom dohodnine. To je tudi vmesna stopnja donosa, ki jo dobijo vlagatelji od podjetja pred plačilom dohodnine.
- 3) s – realna stopnja donosa, ki jo dobijo vlagatelji po plačilu dohodnine; to je stopnja donosa po plačilu vseh davkov.

V gospodarstvu **brez davkov** bi bile pri naložbi v podjetje vse tri stopnje donosa enake; $p = s = r$. Stopnja donosa, ki bi jo dobili vlagatelji, bi bila enaka stopnji donosa na investicije v podjetjih, v realnosti pa so zaradi davkov med njimi razlike.

⁵ Z ekonomskega vidika pomeni amortizacija zmanjšanje vrednosti sredstva zaradi fizične obrabe v določenem obdobju. Sočasno pa se lahko vrednost sredstva poveča zaradi višje nadomestitvene vrednosti, tako da skupno spremembo vrednosti v obdobju napišemo kot:

$$q_0 - (1 - \eta)q_1 = (\eta - x)q_1 \quad (11.1)$$

q_0 – začetna nakupna cena enote sredstva

η – odstotek zmanjšanja vrednosti sredstva v obdobju zaradi fizične izrabe

q_1 – realna prodajna vrednost enote enakega novega sredstva konec obdobja

$(\eta - x) = \delta$ je stopnja prave ekonomske amortizacije (*true economic depreciation*), ki je enaka razliki med stopnjo fizične obrabe η in stopnjo realnega kapitalskega dobička, nastalega zaradi držanja sredstva $x = (q_0 - q_1) / q_1$ (Mintz, 1996, str. 152).

V praksi so stopnje davčne amortizacije, ki se uporabljajo pri določanju osnove davka od dobička, drugačne od stopenj ekonomske amortizacije, kar pomeni odmik od davčne nevtralnosti. Težko je namreč določiti ekonomsko amortizacijo za vsako posamezno sredstvo posebej (v realnosti ne obstajajo trgi za vsa leto, dve, tri itd. stara sredstva, kjer bi se določalo pravo, tržno zmanjšanje njihove vrednosti (Stiglitz, 1988, str. 536)), zato jih davčna zakonodaja združuje v širše skupine, pri čemer je neizogibno, da je pri nekaterih sredstvih amortizacija za podjetje ugodnejša kot pri drugih. Poleg tega se davčna amortizacija uporablja tudi kot vrsta davčnih spodbud; če je višja od ekonomske, predstavlja implicitno subvencijo investicije prek zniževanja davka od dobička (tj. prek zniževanja efektivne davčne stopnje).

2.1 Davčna vrzel

Celotna davčna vrzel (tax wedge) je razlika med stopnjo donosa investicije pred plačilom davkov p in stopnjo donosa po plačilu vseh davkov s na ravni podjetja (med katerimi bomo v nadaljevanju upoštevali samo davek od dobička) in na ravni posameznika (med katerimi bomo v nadaljevanju upoštevali samo dohodnino):

$$w = P - s \quad (11.2)$$

w – celotna davčna vrzel

P – stopnja donosa pred plačilom davkov

s – stopnja donosa po plačilu davkov

Investicijska in varčevalna davčna vrzel pri nakupu dolga

Za majhno odprto gospodarstvo je tržna obrestna mera r določena na mednarodnem trgu kapitala. To je stopnja donosa, ki jo dobijo vlagatelji pred plačilom dohodnine ne glede na to, ali kupijo domači ali tuji dolg, če so obresti obdavčene po načelu države izvoznice kapitala (residence principle). Tudi v skladu s slovensko zakonodajo so na podlagi svetovnega dohodka obresti, ki jih dobijo rezidenti RS, obdavčene v Sloveniji. Dohodnina zniža neto stopnjo donosa s pod raven obrestne mere r ; ta del davčne vrzeli imenujemo varčevalna davčna vrzel (saving tax wedge). Drugi del celotne davčne vrzeli, investicijsko davčno vrzel (investment tax wedge), pa povzročajo davki na ravni podjetja in pomeni razliko med stopnjo donosa investicije p in obrestno mero r .

2.2 Efektivna davčna stopnja

Celotna davčna vrzel $w = p - s$ (v nadaljevanju davčna vrzel) predstavlja osnovo za izračun dveh efektivnih davčnih stopenj:

$$t = \frac{p - s}{p} \quad (11.3)$$

t – efektivna davčna stopnja, definirana kot razmerje med davčno vrzeljo in stopnjo donosa pred davki. Ker imenovalec vključuje tudi plačani davek, ji pravimo **efektivna davčna stopnja z vključenimi davki** (tax-inclusive rate). Uporabljena je v nadaljnjih izračunih.

$$t_e = \frac{p - s}{s} \quad (11.4)$$

t_e – efektivna davčna stopnja, definirana kot razmerje med davčno vrzeljo in stopnjo donosa po davkih. Ker imenovalec ne vključuje plačanega davka, ji pravimo **efektivna davčna stopnja brez vključenih davkov** (tax-exclusive rate). Ta stopnja meri relativno razliko med stopnjo donosa pred davki in stopnjo donosa po davkih.

2.2.1 Vpliv različnih parametrov na efektivno davčno stopnjo

Velikost **varčevalne davčne vrzeli** med r in s , ki jo povzroči **dohodnina**, je pri posameznih naložbah odvisna od davčne obravnave različnih virov dohodkov od kapitala. Če se stopnje dohodnine za obresti razlikujejo od stopenj za dividende ali kapitalske dobičke, to vpliva na velikost diskontne stopnje in prek stopnje donosa p na efektivno davčno stopnjo t .

Višja kot je stopnja dohodnine za obresti, bolj so privlačne naložbe v lastniški kapital, kar se odraža v nižji diskontni stopnji (in efektivni davčni stopnji) za investicije, financirane z lastniškim kapitalom. Po drugi strani višja stopnja dohodnine za dividende poveča diskontne stopnje (in efektivne davčne stopnje) investicij, financiranih z novimi delnicami. Enako velja tudi za efektivne davčne stopnje pri kapitalskih dobičkih.

Višja kot je **stopnja davka od dobička**, *ceteris paribus*, nižji so stroški financiranja z dolgom, nižja je diskontna stopnja in manjša je davčna vrzel z dolgom financirane investicije. Pri mejnih investicijah, financiranih z lastniškim kapitalom, so dobički obdavčeni, zato bo višja stopnja davka od dobička povečevala davčno vrzel, pri čemer je treba upoštevati tudi način integracije z obdavčitvijo delničarja.

Na velikost davčne vrzeli prav tako vplivajo davčni prihranki, ki so posledica davčne amortizacije in investicijskih spodbud; njihova velikost je tem večja, čim višja je stopnja davka od dobička.

Stopnja inflacije vpliva na p , s in diskontne stopnje. Efektivne davčne stopnje zaradi mednarodne primerljivosti računamo pri skupnih stopnjah inflacije; če bi jih računali pri stopnji inflacije 0 %, bi se pokazal vpliv davčnega sistema ob popolni indeksaciji.

2.3 Predpostavke King-Fullertonove metodologije

Efektivne davčne stopnje se računajo za vrsto hipotetičnih projektov, ki temeljijo na določenih predpostavkah glede vrste investicij, virov financiranja, davčnega statusa vlagateljev in drugih relevantnih spremenljivk. Te predpostavke so:

- 1) Upoštevajo se samo investicije sektorja, ki je zavezan plačevati davek od dobička.
- 2) Podjetja investirajo le v tri vrste sredstev:
 - opremo (*machinery*),
 - stavbe (*buildings*),
 - zaloge (*inventories*).

Zanemarimo investicije v zemljo, stanovanja, finančna sredstva, raziskave in razvoj ter neopredmetena sredstva, kot je npr. dobro ime.

Za te tri vrste sredstev potrebujemo stopnje davčne amortizacije, zato se moramo med vsemi stopnjami, ki se nanašajo na različne podvrste sredstev, odločiti za eno stopnjo amortizacije (najbolj tipično), kar pomeni dodatno poenostavitev. Pri izračunih za Slovenijo upoštevamo v

skladu z zakonom o davku od dohodkov pravnih oseb, da so stopnje davčne amortizacije 0,25 za opremo, 0,05 za stavbe in 0 za zaloge.

3) Podjetja se financirajo na tri načine:

- z dolgom,
- z izdajo delnic (nov lastniški kapital),
- z zadržanimi dobički.

Bolj kompleksnih finančnih instrumentov ne upoštevamo.

S kombiniranjem vseh treh vrst sredstev in virov financiranja dobimo devet kombinacij ($3^2 = 9$) oz. devet hipotetičnih projektov pri posamezni kategoriji vlagatelja⁶.

4) Status končnih prejemnikov dohodkov od kapitala (investitorjev) je pomemben pri računanju varčevalne davčne vrzeli in diskontnih stopenj. V izračunih predpostavimo različne možnosti, npr. da so vlagatelji posamezniki, ki plačujejo najvišjo mejno stopnjo dohodnine, ali institucije, oproščene davka od dobička (tax exempt institutions).

5) Upoštevamo samo domače investicije, tj. tiste, ki jih financirajo rezidenti z domačimi prihranki, tako da efektivne davčne stopnje zajamejo le vpliv domačega davčnega sistema. Vključevanje mednarodnih tokov kapitala bi zahtevalo upoštevanje sporazumov o izogibanju dvojne obdavčitve in računovodstva podjetij, ki poslujejo v več državah.

6) Zanemarimo davke od premoženja in javnofinančne dotacije (grants), s katerimi se spodbujajo investicije v posameznih panogah oz. regijah, ker običajno niso na voljo širšemu krogu podjetij, poleg tega pa bi glede na njihovo različno velikost potrebovali dodaten kriterij o tem, katere dotacije vključiti in katerih ne.

⁶ King in Fullerton (1984) sta investicije razdelila še po posameznih panogah industrije (predelovalna industrija (*manufacturing*), ostala industrija (*other industry*) in trgovina (*commerce*)) in že v osnovi upoštevala tri kategorije lastnikov (gospodinjstva, davka oproščene institucije in institucije, ki so obdavčene po posebnih stopnjah, npr. zavarovalnice). Tako je bilo ob upoštevanju vseh parametrov (kategorija lastnikov, vrsta sredstev, panoga in vir financiranja) enainosemdeset ($3^4 = 81$) možnih kombinacij.

7) Predpostavimo, da vsa podjetja poslujejo z dobičkom in zato vedno uporabijo najvišje dovoljene stopnje davčne amortizacije, ki jim omogočajo davčne prihranke⁷. Stopnje davčne amortizacije se zaradi spodbujanja investicij praviloma razlikujejo od stopenj prave **ekonomske amortizacije** (OECD, 1991), ki jih zaradi mednarodne primerljivosti uporabljamo v izračunih:

- 0,1225 za opremo,
- 0,0361 za zgradbe,
- 0 za zaloge.

8) Metodologija predpostavlja, da med posameznimi državami ni razlik v času plačevanja davkov, kar v resnici ne drži.

9) Za izračun efektivnih davčnih stopenj potrebujemo delež naložb v posamezna sredstva in delež posameznih virov financiranja. Zato predpostavimo, da deleži investicij v različne vrste sredstev in deleži različnih finančnih virov, ki se uporabljajo kot uteži pri računanju efektivne davčne stopnje, pri vsaki od devetih kombinacij sredstev in virov financiranja odražajo sestavo in vire financiranja obstoječega kapitala oz. da sta financiranje in sestava mejnih investicij enaka povprečni sestavi obstoječih virov financiranja in obstoječega neto kapitala.

⁷ V praksi podjetja, ki poslujejo z izgubo ali imajo premajhen dobiček, izberejo tudi nižje stopnje amortizacije. Toda pri izračunih (OECD (1991), Devereux (1995), Channells, Griffith (1997)), ki temeljijo na King-Fullertonovi metodologiji, so vedno uporabljene najvišje dovoljene stopnje, zato se pri državah, ki omogočajo prehod med različnimi metodami amortizacije, v izračunih predpostavlja, da jih podjetja zamenjajo takoj, ko vrednost amortizacije po drugi metodi preseže vrednost po prvi.

V izračunih uporabljamo kot uteži (OECD, 1991):

a) deleže investicij v posamezne vrste sredstev:

- 0,50 za opremo,
- 0,28 za stavbe,
- 0,22 za zaloge;

b) deleže različnih virov financiranja:

- 0,55 za zadržane dobičke,
- 0,35 za dolg,
- 0,10 za novoizdane delnice.

Pri mednarodnih primerjavah se te uteži uporabljajo pri vseh državah, tako da izračuni zajamejo le razlike, ki so posledica davčnih sistemov. Lahko pa se seveda uporabijo katere koli uteži, ki ustrezajo dejanskim podatkom za konkretno državo.

Na podlagi predpostavk vidimo, da je izračun devetih efektivnih davčnih stopenj poenostavitev realnega stanja. Izračunane stopnje sicer ocenijo efektivno davčno obremenjenost, kar pa je lahko le delna podlaga za sprejemanje odločitev, ki zadevajo posamezen ekonomski sistem. Privlačnost posamezne države za vlagatelje namreč ni odvisna samo od trenutnega davčnega sistema, ampak tudi od pričakovane prihodnje vrednosti relevantnih parametrov (med katerimi davki pogosto sploh niso najpomembnejši).

2.4 Postopek računanja

1) Izračunamo nominalno obrestno mero in zahtevano stopnjo donosa vlagateljev po plačilu dohodnine:

$$s = \frac{1 + i^h(1 - m^i)}{1 + \pi} - 1 \quad (11.5)$$

s – stopnja donosa vlagatelja po plačilu dohodnine

m^i – mejna stopnja dohodnine za obresti

π – stopnja inflacije

i^h – nominalna obrestna mera, izračunana po Fisherjevem obrazcu:

$$i^h = (1 + r)(1 + \pi) - 1$$

2) Izračunamo diskontno stopnjo za vse vrste financiranja:

$$\rho^{DOLG} = i^h(1 - \tau)$$

$$\rho^{ZAD.DOB.} = \frac{i^h(1 - m^i)}{1 - z}$$

$$\rho^{NOVL.K.} = \frac{i^h(1 - m^i)(1 - c)}{(1 - m^d)}$$

i^h – nominalna obrestna mera

τ – zakonska stopnja davka od dobička (0,25 v Sloveniji)

m^d – efektivna stopnja dohodnine na dividende

c – stopnja vračunanja davka od dobička pri imputacijskem sistemu

⁸ Postopek računanja in formule (tudi tiste, ki tukaj niso navedene) so podrobneje opisani v OECD (1991), Čok (1998), Brodnjak (2002).

V Sloveniji ni sistema vračunanja davka (imputacijskega sistema), zato je $c = 0$, efektivna stopnja dohodnine na dividende m^d pa je $0,65 * 0,5 = 0,325$

z – efektivna stopnja dohodnine na kapitalske dobičke

Kapitalski dobički (z izjemo tistih, ki se nanašajo na pretežne lastniške deleže, kar pa v izračunih zanemarimo) so v Sloveniji obdavčeni, če se realizirajo pred pretekom treh let od pridobitve. Pri izračunih uporabimo enostavni model obnašanja vlagatelja, po katerem na podlagi enote zadržanega dobička v podjetju nastane enota kapitalskega dobička za vlagatelja. To enoto kapitalskega dobička vlagatelj realizira postopoma; vsako leto λ odstotkov nerealizirane vrednosti (predpostavimo, da je $\lambda = 0,1$). V izračunu zato upoštevamo le sedanjo vrednost dohodnine, plačane v prvih treh letih:

$$z = \lambda z^R \left(I + \frac{(1-\lambda)(1+\pi)}{(1+\rho_P)} + \frac{(1-\lambda)^2(1+\pi)^2}{(1+\rho_P)^2} \right) \quad (11.6)$$

z^R – zakonsko določena stopnja dohodnine na realizirane kapitalske dobičke (0,5 v Sloveniji)

ρ_P – vlagateljeva diskontna stopnja $i_h(1 - m_i)$, ki je enaka stopnji donosa naložbe, ki prinaša obresti, po plačilu dohodnine

3) Izračunamo sedanjo vrednost davčnih prihrankov za opremo in stavbe (pri zalogah ni amortizacije) ob predpostavki linearne metode amortizacije – sredstvo se v celoti odpiše v N letih:

$$A = \delta^{Th} \tau \left(\frac{b^{N+1} - b}{b-1} \right) \quad (11.7)$$

$$b = \frac{1}{1+\rho}$$

δ^{Th} – stopnja davčne amortizacije (0,25 za opremo, 0,05 za stavbe in 0 za zaloge)

N – število let, v katerih se posamezno sredstvo odpiše

ρ' – relevantna diskontna stopnja pri različnih načinih financiranja (dolg, zadržani dobički, nov lastniški kapital)

Predpostavimo, da podjetja uporabljajo najvišje stopnje davčne amortizacije δ^{Th} , ki jih dopušča zakon. Tako so ustrezni parametri:

– za opremo ($\delta^{Th} = 0,25$, $N = 4$)

– za stavbe ($\delta^{Th} = 0,05$, $N = 20$)

4) Izračunamo zahtevane stopnje donosa pred plačilom davka od dobička p za investicije v opremo, zgradbe in zaloge za vse vire financiranja:

$$p = \frac{(1 - A)}{(1 - \tau)(1 + \pi)} (\rho' - \pi + \delta(1 + \pi)) - \delta \quad (11.8)$$

A – sedanja vrednost amortizacijskih davčnih prihrankov za opremo in stavbe (pri zalogah ni amortizacije)

δ – stopnja prave ekonomske amortizacije (0,1225 za opremo, 0,0361 za zgradbe in 0 za zaloge)

ρ' – relevantna diskontna stopnja pri različnih načinih financiranja (dolg, zadržani dobički, nov lastniški kapital)

5) Izračunamo tehtane povprečne zahtevane stopnje donosa pred plačilom davka od dobička p z uporabo ustreznih uteži:

- 0,50 oprema,
- 0,28 zgradbe,
- 0,22 zaloge,
- 0,35 dolg,
- 0,55 zadržani dobički,
- 0,10 nov lastniški kapital.

5) Izračunamo davčne vrzeli $(p - s)$.

6) Izračunamo efektivne davčne stopnje $(p - s)/p$.

3. REZULTATI

3.1 Primerjava efektivnih davčnih stopenj med državami za vlagatelje, oproščene davka od dohodka, pri skupni inflaciji 3,5 % in skupni realni obrestni meri 10 %

Izračun je zaradi primerljivosti z drugimi državami narejen v skladu s starim zakonom o davku od dobička pravnih oseb. Predpostavimo, da so vlagatelji oz. prejemniki dohodkov od kapitala institucije, oproščene davka, tako da je realni neto donos po plačilu davkov s enak realni obrestni meri r .

To naredimo iz treh razlogov:

1. ker so tovrstne institucije v mednarodnem merilu pomembni vlagatelji,
2. za podjetje iz odprtega gospodarstva, ki je vpeto v mednarodne tokove kapitala, je včasih težko ugotoviti, kdo je prejemnik dohodka od kapitala, in s tem določiti relevanten sistem dohodnine,
3. izločimo vpliv dohodnin.

Ker predpostavimo, da je stopnja inflacije v vseh državah 3,5 % in realna stopnja donosa po plačilu davka od dobička $r = s = 10 \%$, so razlike v dejanskih davčnih stopnjah med državami izključno posledica razlik v sistemih davka od dobička. V izračunu iščemo takšno stopnjo p , ki nam omogoča 10-odstotno stopnjo r oz. s .

V izračunu za Slovenijo predpostavimo, da podjetja ne izkoristijo 40-odstotne olajšave za investicije in ne oblikujejo 10-odstotnih investicijskih rezerv.

Tabela 6: Zahtevane stopnje donosa pred davki p v Sloveniji (v odstotkih)
 ($\pi = 3,5\%$; $r = 10\%$; vlagatelji, oproščeni davka od dohodka)

	Zadržani dobički	Nov lastniški kapital	Dolg	Povprečje
Zgradbe	12,61	12,61	8,21	11,07
Oprema	11,27	11,27	7,41	9,92
Zaloge	13,33	13,33	8,87	11,77
Povprečje	12,10	12,10	7,96	10,65

Vir: Lastni izračuni.

Iz tabele 6 vidimo, da mora investicija v nove zgradbe, financirana z zadržanimi dobički, prinašati 12,61-odstotno stopnjo donosa pred davkom od dobička, da je vlagateljem omogočen dovolj visok donos po plačilu davkov (v tem primeru v obliki zadržanih dobičkov). Zahtevana stopnja donosa pred davki pri naložbah v opremo znaša 11,27 %, pri zalogah pa 13,33 %.

Tehtano povprečje po vrstah sredstev in virih financiranja nam pokaže, da za 10-odstotno stopnjo donosa, ki jo dobijo vlagatelji, zadostuje 10,65-odstotna stopnja donosa pred plačilom davka od dobička oz. da je efektivna davčna stopnja z vključenim davkom 6,1-odstotna (tabela 7).

Iz tabele 6 razberemo, da je slovenski sistem ne glede na vrsto sredstev, v katere se investira, naklonjen dolžniškemu financiranju in je ne glede na način financiranja naklonjen vlaganjem v opremo, kar pomeni, da vpliva na sestavo investicij in na način njihovega financiranja.

Iz tabele 7 je razvidno, da je imela Slovenija med vsemi državami najnižjo efektivno stopnjo davka od dobička, kar je predvsem posledica nizke zakonske stopnje davka od dobička (25 %) ter relativno visoke davčne amortizacije. Izračun nam pokaže, da višja, 35-odstotna stopnja davka od dobička (tabela 8) bistveno poveča efektivno davčno stopnjo v Sloveniji ter jo približa stopnji drugih držav, ki so prikazane v tem izračunu.

Tabela 7: Efektivne davčne vrzeli ($p - s$) (v odstotnih točkah) in efektivne davčne stopnje (v odstotkih) ($\pi = 3,5\%$; $r = 10\%$; vlagatelji, oproščeni davka od dohodka)

	Zgradbe	Oprema	Zaloge	Zadržani dobički	Nov lastniški kapital	Dolg	Povprečje	($p - s$) / p v %
Francija	1,2	-0,5	3,5	3,7	-4,0	-2,2	0,8	7,41
Nemčija	2,4	0,5	4,5	7,0	-3,1	-4,6	1,9	15,97
Nizozemska	1,8	0,4	2,3	4,0	-0,7	-2,5	1,2	10,71
Velika Brit.	2,0	0,6	3,9	4,2	0,5	-1,8	1,7	14,52
ZDA	4,4	0,9	3,8	5,4	5,4	-2,9	2,5	20,00
Češka	5,0	2,4	6,3	7,1	7,1	-1,9	4,0	28,57
Poljska	5,3	2,2	3,5	6,2	6,2	-2,0	3,4	25,37
Slovenija	1,07	-0,08	1,77	2,10	2,10	-2,04	0,65	6,11

Vir: Griffith (1996); za Slovenijo lasten izračun.

Tabela 8: Efektivne davčne vrzeli $p - s$ (v odstotnih točkah) in efektivne davčne stopnje (v odstotkih) ($\pi = 3,5\%$; $r = 10\%$; $\tau = 35\%$; vlagatelji, oproščeni davka od dohodka)

	Zgradbe	Oprema	Zaloge	Zadržani dobički	Nov lastniški kapital	Dolg	Povprečje	($p - s$) / p v %
Češka	3,7	1,7	4,7	5,3	5,3	-1,5	2,9	22,48
Poljska	4,3	1,7	2,	5,0	5,0	-1,7	2,7	21,25
Slovenija	1,76	0,03	2,86	3,39	3,39	-3,06	1,13	10,19

Vir: Griffith (1996); za Slovenijo lasten izračun.

3.2 Izračun efektivne davčne stopnje v Sloveniji v skladu z zakonom o davku od dohodkov pravnih oseb iz leta 2005 in zakonom o dohodnini (iz leta 2005) pri najvišjih mejnih stopnjah dohodnine, obdavčenih obrestih, stopnji inflacije 3,5 % in realni obrestni meri 1 %

V izračunu zanemarimo prag obresti, do katerega te niso obdavčene, ter prehodno obdobje njihovega postopnega vključevanja v dohodninsko osnovo. Z drugimi besedami, predpostavimo, da so obresti v celoti obdavčene z najvišjo mejno stopnjo dohodnine (50 %). V tabeli 9 so tako predstavljeni rezultati za vlagatelje (fizične osebe), ki tudi na obresti plačujejo najvišje (50-odstotne) mejne stopnje dohodnine.

Tabela 9: Efektivne davčne vrzeli ($p - s$) (v odstotnih točkah) in efektivne davčne stopnje (v odstotkih) ($\pi = 3,5 \%$; $r = 1 \%$; $m^d = 32,5 \%$; $m^i = 50 \%$)

Zgradbe	Oprema	Zaloge	Zadržani dobički	Nov lastniški kapital	Dolg	Povprečje	($p - s$) / p
0,95	0,11	0,51	0,05	0,87	0,91	0,43	- 56,96

Vir: Lastni izračuni.

Primerjava zahtevanih stopenj donosa pred davkom od dobička (p) s prejšnjim primerom nam pokaže, da je obdavčenje obresti v letu 2005 v Sloveniji znižalo zahtevano stopnjo donosa pred davkom od dobička p . Razlog je v tem, da se z obdavčitvijo obresti znižajo diskontne stopnje (ki so odvisne od donosnosti alternativne naložbe in se v tem primeru znižajo), zato se poveča sedanja vrednost davčnih prihrankov in donosov, posledica česar so nižje zahtevane stopnje p . Zaradi tega se tudi zniža zahtevana stopnja donosa, ki omogoča enako donosnost kot alternativna naložba (vloga, ki prinaša obresti).

Izračun stopnje donosa po davkih s nam pokaže, da je ta negativna ($-1,191 \%$), saj so z najvišjo stopnjo dohodnine obdavčene nominalne obresti, v izračunu pa je uporabljena enoodstotna realna obrestna mera in 3,5-odstotna inflacija. V tem primeru je dovolj, da je zahtevana povprečna stopnja donosa od naložbe v podjetje p (pred davki), ki omogoča enako stopnjo donosa s (po davkih, tj. $-1,191 \%$) velika $-0,759 \%$. Razlika med stopnjo donosa pred davki p ($-0,759 \%$) in stopnjo donosa po davkih s ($-1,191 \%$) je $0,432$. Z drugimi besedami to pomeni, da davčni sistem implicitno subvencionira vlagatelje v višini $0,432$ odstotne točke oz. v višini $56,96 \%$.

4. SKLEP

Davek od dobička je vsaj toliko kot pridobivanju proračunskih prihodkov namenjen uravnavanju gospodarstva, saj se uporablja kot eden od instrumentov ekonomske politike za omejevanje izjemnih dobičkov, ki nastanejo kot posledica posebnih razmer, za omejevanje velikosti podjetij, monopolov ipd. Davek od dobička je pomemben pokazatelj davčne "prijaznosti" in naklonjenosti investicijam ter služi kot eden od argumentov, s katerim skušajo države pritegniti tokove kapitala.

Pri spremembah davčnih ureditev, ki neprestano potekajo, so običajno najbolj vidne posledice nove stopnje davka od dobička, z vidika podjetij pa so enako pomembne tudi ostale, manj opazne spremembe v določanju davčne osnove, npr. spremembe v stopnjah amortizacije. Davek od dobička lahko proučujemo z različnimi kazalci: zakonsko davčno stopnjo, deležem v proračunskih prihodkih ter na različne načine definiranimi efektivnimi davčnimi stopnjami, s katerimi se ugotavlja obremenjenost donosov kapitala.

Efektivno davčno stopnjo lahko izračunamo tako, da od davčne osnove v gospodarstvu odštejemo vse priznane olajšave ter efektivno stopnjo definiramo kot razmerje med vplačanim davkom in začetno osnovo. Takšen izračun ne upošteva obdavčitve na ravni delničarja ter implicitno vsebovanih davčnih subvencij, ki so posledica kratkih dob amortizacije ter ostalih spodbud, toda pokaže nam, da so efektivne davčne stopnje nižje od 25 %. Ob različnih predpostavkah nam po King-Fullertonovi metodologiji izračunane efektivne davčne stopnje to samo potrjujejo. Vključitev obresti v dohodninsko osnovo je z letom 2005 znižala stopnjo donosa, ki jo vlagatelji lahko pričakujejo od podjetij, nov zakon o davku od dohodkov pravnih oseb pa je nekoliko zaostril olajšave pri določanju davčne osnove. Slovenska ureditev se od večine drugih v Evropi razlikuje tudi po načinu integracije obdavčitve dobička na ravni podjetja in obdavčitve dividend na ravni delničarja, kar v bistvu ni pomanjkljivost, saj je slovenski sistem integracije enostaven. Njegova prednost je tudi v tem, da vsebuje le eno davčno stopnjo in da dobiček podjetij na nižjih upravnih ravneh ni obdavčen.

LITERATURA IN VIRI

Albreht Matjaž: Instrumenti denarne politike Banke Slovenije. Pripravniška naloga. Banka Slovenije: Oddelek za centralnobančne operacije, 1994, str. 38.

Allen, F., Gale, D.: Comparing Financial Systems. 2000.

Annual Report Bank of Finland, 2004, str. 2–50.

Annual Report Bank of France, 2004–2005, str. 2–53.

Annual Report Bank of Ireland, 2004–2005, str. 3–84.

Annual Report Bank of Italy, 2004, str. 112–300.

Annual Report Bank of Portugal, 2004–2005, str.1–90.

Arnold, L, Walz, U: Financial Regimes, Capital Structure, and Growth: European Journal of Political Economy 16, 2001.

Bajraktarević Gregor: Diplomsko delo: Začasni odkup deviz ali blagajniških zapisov BS kot instrument denarne politike BS. April 1999, str. 4–20.

Barclays Capital: Repo and Securities Lending. Product guide. 2002, str. 1–25.

Berger, A. N. in Mester L. J.: Inside the black box: What explains differences in the efficiencies of financial institutions? Journal of Banking and Finance, Amsterdam, 21 (1997), 7, str. 895–947.

Bianco, M., Gerali, A., Massaro, R.: Financial Systgems across Developed Economies: Convergence or Path Dependence?, Research in Economics 51, 1997.

Bikker J. A. in Haaf K. (2002): Competition, concentration and their relationship: An empirical analysis of the banking industry. Journal of Banking and Finance, 26, pp. 2191–2214.

Binter Gašper: Organiziranost repo trgov v evrosistemu. Ekonomska fakulteta, Univerza v Ljubljani, Diplomsko delo. Ljubljana, 2006

Brodnjak Andraž: Prednosti in pasti davčne konkurence. Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta, diplomsko delo, 2002.

Bruno G.,Ordine M. in Scalia A.: Temi di discussione. Del Servizio Study, september 2005, str. 1–50.

Carlos Martinez-Mongay (2000): *ECFIN's effective tax rates. Properties and comparisons with other tax indicators. Economic Paper No. 146, ECFIN.*

Channells Lucy, Griffith Rachel: *Taxing Profits in a Changing World. London: The Institute for Fiscal Studies, 1997.*

Claessens S., Demirgüç-Kunt A. in Huizinga H.(2001): *How does foreign entry affect domestic banking markets? Journal of Banking and Finance, 25, No. 5, pp. 891–911.*

Čok M.: *Dejanska stopnja davka od dobička. Slovenska ekonomska revija, december 1998, let. 49, št. 6, str. 539.*

Čok Mitja: *Dejanska stopnja davka od dobička v Republiki Sloveniji. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, magistrsko delo, 1998.*

Čok.: *Efektivno obdavčenje prejemkov managerjev. V: PRAŠNIKAR, Janez (ur.), CIRMAN, Andreja. Poprivatizacijsko obnašanje slovenskih podjetij. 1. natis. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1999. Str. 299–312.*

Commision of the European Union (2001): *Company taxation of the internak market, SEC (1681) final.*

Comotto R.: *The European Repo Market. V: Fabozzi J. Frank & Mann V. Steven (ured.): Securities Finance. Securities Lending and Repurchase Agreements. New Jersey: 2005, str. 241–253.*

De Bandt O. in Davis E. P. (2000): *Competition, contestability and market structure in European banking sectors on the eve of EMU. Journal of Banking and Finance, 24, pp. 1045–1066.*

Devereux P. Michael, Pearson Mark: *European Tax Harmonisation and Production Efficiency. European Economic Review, Amsterdam, 39 (1995), 9.*

ECB: *EU Banking structures. October 2005, str. 1–68.*

Fabozzi J. F. & Mann V. S.: *Repurchase and Reverse Repurchase Agreements. V: Fabozzi J. Frank & Mann V. Steven (ured.): Securities Finance. Securities Lending and Repurchase Agreements. New Jersey: 2005, str. 221–240.*

Fabozzi J. Frank: *Securities Lending Repurchase Agreements. New Hope: FJF, 1997, str. 1–39.*

Fabozzi J. Frank: *Securities Lending Repurchase Agreements. New Hope: FJF, 1997.*

Feldstein Martin, Dicks-Mireaux Luis, Poterba James: *The Effective Tax Rate and the Pretax Rate of Return*. *Journal of Public Economics*, Amsterdam, 21 (1983), 2.

Feldstein Martin, Summers Lawrence: *Inflation and the Taxation of Capital Income in the Corporate Sector*. *National Tax Journal*, Columbus, 32 (1979).

Ferjančič Cilka: *Banka Slovenije, Obračun in poravnava vrednostnih papirjev v državah Evropske unije. Prikaz in analize XI/1: Ljubljana, maj 2003*, str. 63–76.

Finnish financial markets, 2003, str. 12–88.

Gallego, Loayza: *Financial Structure in Chile: Macroeconomic Developments and Microeconomic Effects*. *Central Bank of Chile Working Paper*, 2000.

Gast Frank, Plesser Andreas: *Electronic repo*. *Euromoney Institutional Investor PLC* junij 2002.

Gelos R. G. in Roldos J. (2002): *Consolidation and Market Structure in Emerging Market Banking Systems*. *IMF Working Paper*, WP/02/186, *International Monetary Fund*, 29 p.

Griffith Rachel: *A Note on the Taxation of Capital Income in the Czech Republic and Poland*. *Fiscal Studies*, London, 17 (1996), 3.

Hartmann, P., Maddaloni, A., Manganelli, S.: *The Euro Area Financial System: Structure, Integration, and Policy Initiatives*. *ECB WP Series*, WP No. 230, 2003.

Hermes, N., Lensink, R.: *Financial System Development in Transition Economies*. *Journal of Banking and Finance* 24, 2000.

Honohan, P.: *Taxation of Financial Intermediation. Theory and Practice for Emerging Economies*, 2003.

Information memorandum Bank of Ireland, 2006, str. 1–40.

International Securities Finance: Another new dawn. *Euromoney Institutional Investor*. London, 3rd Quarter 2002.

International Securities Finance: Tri-party gets stuck in the rough. *Euromoney Institutional Investor*. London, marec 2003.

Interni vir Banke Slovenije.

Jernejčič Marko: *Začasna prodaja vrednostnih papirjev v svetu in pri nas*. *Bančni vestnik*. Ljubljana, 1998, 1–2, str. 35–38.

King A. Mervyn, Fullerton Don: *The Taxation of Income from Capital*. Chicago: University of Chicago Press, 1984.

Kobe Kristina: *Diplomsko delo: Lastništvo bank v državah Evropske unije*. December 2002, str. 38.

Košak M. (2000): *Učinkovitost bank in tržna struktura v slovenskem bančništvu*. Prikazi anal. (Tisk. izd.). letn. 8, št. 4, str. 5–32.

Košak M. (2001): *Učinkovitost slovenskih bank*. V: *50 let: jubilejna številka*, (Bančni vestnik, letn. 50, maj 2001, št. 5). Ljubljana: Združenje bank Slovenije, 2001, str. 91–95.

Košak M. (2004): *Competitiveness in banking sectors of transition countries – lessons from Slovenia*. *Economic and business review*, Vol. 6, No 1.

Košak M. in Košak T. (2002): *Bančni sektor v Sloveniji*. V: *Banke v državah Srednje in Jugovzhodne Evrope: posebna številka*, (Bančni vestnik, letn. 51, št. 7/8(jul.–avg.2002)). Ljubljana: Združenje bank Slovenije, 2002, str. 51–59.

Letno poročilo Banke Slovenije za leto 1996. Ljubljana: Banka Slovenije, 1997, str. 60.

Letno poročilo Banke Slovenije za leto 1997. Ljubljana: Banka Slovenije, 1998, str. 74.

Letno poročilo Banke Slovenije, 2005, str. 1–125.

Levine, R: *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*, *Journal of Economic Literature* 35, 1997.

Martinez-Mongay C. (2000): *ECFIN's effective tax rates. Properties and comparisons with other tax indicators*. *Economic Paper No. 146*, ECFIN.

Mesečni bilten, marec 2005. Ljubljana. Evropska centralna banka (ECB).

Michael J. Fleming in Kenneth D. Garbade: *The Repurchase Agreement Refined*. June 2003, str. 1–7.

Mintz M. Jack: *The Corporation Tax*, Devereux P. Michael, ur., *The Economics of Tax Policy*. Oxford: Oxford University Press, 1996.

Mramor Dušan, Deželan Silva, Jašovič Božo, Sluga Gregor, Groznik Peter, "Strategija razvoja trga kapitala v RS." Ljubljana: Ministrstvo za finance, 2001. 119 str.

OECD (1998), *The Tax /Benefit Position of Employees*, Paris: OECD.

OECD: *Taxing Profit in a Global Economy*. Paris: OECD, 1991.

Poročila o razvoju 2003. UMAR, 2003.

- Poročilo o finančni stabilnosti. Banka Slovenije, junij 2005, str. 1–150.*
- Poročilo o finančni stabilnosti. Banka Slovenije, maj 2006, str. 1–160.*
- Razvojno poročilo o finančnem sektorju – Slovenija 2000. CEEP, 2001.*
- Report Agence France Trésor, 2006, str. 1–6.*
- Ribnikar Ivan: Denarni sistem in denarna teorija, 1. del. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1993.*
- Ribnikar Ivan: Denarni sistem in denarna teorija, dodatek. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1995.*
- Snoj Alenka: Banka Slovenije, Repo posli. Prikazi in analize IX/5: Ljubljana, december 2001, str. 47–63.*
- Spletne strani eurexrepo. [URL: <http://www.eurexrepo.com>], 1. 8. 2006.*
- Spletne strani euroMTS. [URL: <http://www.euromts-ltd.com>], 2. 8. 2006.*
- Spletne strani in javno dostopni podatki Clearstream. [URL: <http://www.clearstream.com>], 1. 8. 2006.*
- Spletne strani in javno dostopni podatki Euroclear. [URL: <http://www.euroclear.com>], 1. 8. 2006.*
- Spletne strani in javno dostopni podatki KDD-ja. [URL: <http://www.kdd.si>], 25. 7. 2006.*
- Spletne strani NLB. [URL: <http://www.nlb.si/cgi-bin/nlbweb.exe?doc=13404&SeS=662496614710229-11387703>], 10. 7. 2006.*
- Spletne strani Statističnega urada Republike Slovenije. [URL: http://www.stat.si/tema_demografsko.asp], 25. 8. 2006.*
- Spletne strani Statističnega urada Republike Slovenije. [URL: http://www.stat.si/tema_ekonomsko.asp], 25. 8. 2006.*
- Stanovnik T.: Javne finance, Ekonomska fakulteta, 2004.*
- Štiblar Franjo: Vpliv lastništva na uspešnost corporate governance bank v Sloveniji. Gospodarska gibanja, 2001, 331, str. 25–54.*
- Stiglitz E. Joseph: Economics of the Public Sector. New York: Norton, 1988.*
- Thakor, A.: The Design of Financial System: An Overview. Journal of Banking and Finance 20, 1996.*
- The electronic bond market 2005: An analysis of the electronic bond market in the Euro-zone: 2005, str. 3–38.*

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

Tomaž A. in Košak M. (2004): Konkurenčnost bančnega sektorja ob vključitvi v EU. Banč. vestn., letn. 53, št. 5, str. 61–69.

Zajc Katarina: Bančni prevzemi in združitve po svetu in v Sloveniji. Bančni vestnik, Ljubljana, 47 (1998), str. 2–6.

Zakon o davku od dobička pravnih oseb (Ur. l. RS 72/93).

Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb (Ur. l. RS 117/06).

Zakon o dohodnini (Ur. l. RS 117/06).

PRILOGE

KAZALO PRILOG:

– PRILOGA 1: Razlaga kratic.	118
– PRILOGA 2: Primarni trgovci posredniki v Franciji, prikazani mesečno (s fiksnimi stopnjami REPO-poslov) po ročnosti	123
– PRILOGA 3: Primarni trgovci posredniki v Franciji po vrstah REPO-poslov na koncu meseca	124
– PRILOGA 4: Razlike v ureditvah primarnih trgovcev posrednikov	125
– PRILOGA 5: Razvoj REPO-trga	128

PRILOGA 1: Razlaga kratic

AFT	(fr. Agence France Trésor) – Francoska državna agencija
AG	(nem. Aktiengesellschaft) – delniška družba
ATS	(angl. Automatic Trading System) – elektronski sistem trgovanja z REPO-posli
B2B	(angl. Business to Business) – poslovanje med podjetji
B2C	(angl. Business to Customer) – poslovanje med podjetji in kupci
BDP – GDP	bruto družbeni proizvod
BOT	(angl. Treasury Bills (Italija)) – italijanske zakladne menice
BPRČ	sistem bruto poravnave v realnem času
BS	Banka Slovenije
BTAN	angl. Fixed-rate Treasury Notes with annual interest) – srednjeročne obveznice (francoski zakladni zapisi s fiksno stopnjo in z letnimi obrestmi)
BTF	(angl. Fixed-rate Treasury Bills) – kratkoročne obveznice (francoske zakladne menice s fiksno stopnjo)
BTP	(angl. Treasury Bills (Portugalska)) – portugalske zakladne menice
BZBS	blagajniški zapis Banke Slovenije
CEDIC	Special Certificates of Government Debt – instrument za spremljanje denarnega ravnovesja
CRVP (aplikacija)	Je računalniški program, ki je sestavni del informacijskega sistema centralnega registra in podpira delovanje informacijskega sistema centralnega registra.
CSD	(angl. Central Security Depository) – centralno skladišče obveznic (To je telo, ki je odgovorno za prenos in skrbništvo tako fizičnih kot tudi dematerializiranih obveznic. Clearstream pa ponuja CSD-storitve nemškemu in luksemburškemu domačemu trgu.)

Dealer	Finančni posrednik (trgovec posrednik), ki je v nasprotju z brokerjem glavni udeleženec pri vseh transakcijah – kupuje in prodaja vrednostne papirje in druge (finančne) instrumente za svoj račun.
Deutsche Börse	nemška borza za vrednostne papirje
DVP	(angl. Delivery versus payment) – preknjižba vrednostnih papirjev in denarja ter sočasna poravnava v realnem času
DZU	družba za upravljanje investicijskih skladov
EBT	(angl. Treasury Bills Specialists) – izvedenci/specialisti za zakladne menice
ECB	(angl. European Central Bank) – Evropska centralna banka
ECP	(angl. Euro Commercial Paper) – Evropski komercialni papir
EEA	(angl. European Economic Area) – evropsko ekonomsko področje (To področje zavzema 18 držav, in sicer 15 stalnih članic EU in še Norveško, Islandijo in Liechtenstein.)
EIB	(angl. European Investment Bank) – Evropska investicijska banka
EMU	(angl. European Monetary Union) – Evropska monetarna unija
EONIA	(angl. Euro Overnight Index Average) – povprečje indeksa transakcij čez noč v evrih; merilo efektivne obrestne mere, ki prevladuje na medbančnem trgu v evrih čez noč (Izračuna se kot tehtano povprečje obrestnih mer za nezavarovana v evrih denominirana posojila čez noč, kot poroča odbor bank prispevnic.)
EU	(angl. European Union) – Evropska unija
EuroMTS	Pan-European Electronic Trading Platform for Government Benchmark Bonds
FICC	(angl. Fixed Income Clearing Corporation) – klirinška družba, ki se ukvarja z zavarovanjem poslov s fiksnimi donosi

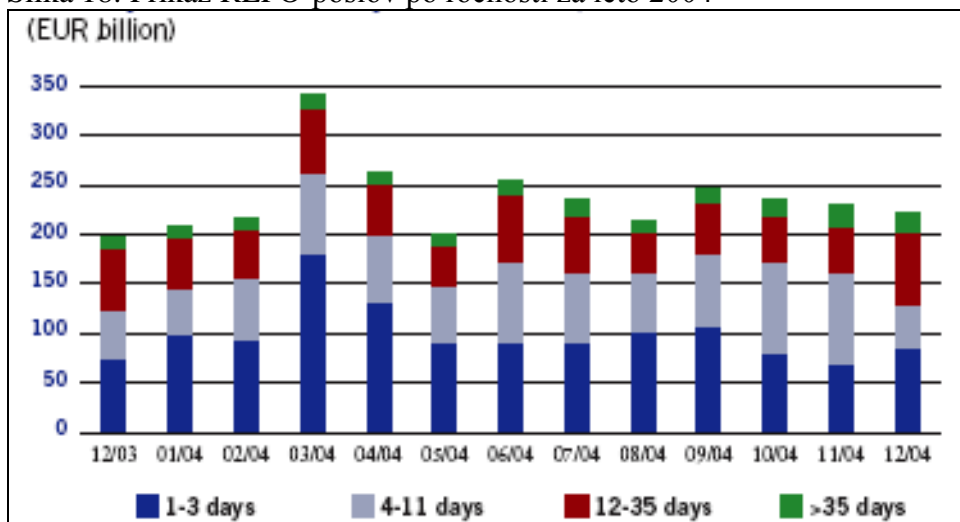
FSA	(angl. Financial Services Authority) – podjetje za finančne storitve. (Je regulator vseh ponudnikov finančnih storitev v Veliki Britaniji; Centralna banka Velike Britanije pa nosi odgovornost za sistemsko tveganje.)
GC	(angl. General Collateral) – splošni REPO-posel
GCF	(angl. General Collateral Finance) – splošni finančni REPO
HEX	(angl. Helsinki Exchanges) – finska borza za vrednostne papirje
HIC	(angl. Hold in Custody) – Letter Repo – zaupaj mi REPO
ICSD	(angl. International Central Security Depository) – mednarodno centralno skladišče obveznic (Ustanovljeno je bilo za upravljanje obračunov in poravnav za poslovanje z evropskimi obveznicami, za katere pred tremi leti (2003) še ni bilo podporne tržne infrastrukture.)
IDB	(angl. Inter-Dealer Market) – trg notranjih dealerjev
IGCP	(Instituto de Gestão do Crédito Público) – portugalska klirinška organizacija
IMF	(angl. International Monetary Found) – Mednarodni denarni sklad
KDD	klirinško depotna družba
KfW	(nem. Freddie Mac und Kreditanstalt fuer Wiederaufbau) – Freddie Mac in kreditna ustanova za obnovo
Klient	Je računalniški program, ki je del aplikacije CRVP in ki kot uporabniški vmesnik omogoča dostopanje do OE (order engine).
MEDIP	(angl. Special Market for Public Debt) – trg za javni dolg
MRO	(angl. Main Refinancing Operation) – REPO-avkcije v evropskem sistemu

MTS	(angl. Screen-based secondary market in government securities)
NTMA	(angl. National Treasury Management Agency) – državna zakladniška agencija za terjatve
OAT	(fr. Obligations assimilables du Trésor) – dolgoročne francoske državne obveznice
OE	(angl. Order engine) – Je računalniški program, ki je del aplikacije CRVP in obdeluje naloge, ki jih v informacijski sistem centralnega registra vnaša član, in druge naloge.
OEVT	Primary Dealers of the Portuguese Government Bond Market – primarni dealerji portugalskega obvezniškega trga
OT	(angl. Portuguese Fixed – Rate Government Bonds) – portugalski trg z državnimi obveznicami
OTC	(angl. Over The Counter) – trg z državnimi obveznicami
Primary Dealer	primarni vpisnik, ki je v trgovalnem odnosu z državo in ima definirane obveznosti in pravice na primarnem in sekundarnem trgu državnih vrednostnih papirjev
Repos	(angl. Repurchase Agreements) – ponovni odkup
RGV system	(angl. Relit Grande Vitesse – High-speed DVP system) – informacijski sistem za vodenje prenosov denarja in obveznic (Narejen je bil februarja leta 1998 za operacije na celotni osnovi, za obveznice.)
SC	(angl. Saving Certificates) – certifikati varčevanja
SCA	(angl. State Claims Agency) – državna agencija za terjatve
SIFT	(Système d' Information France Trésor) – informacijski sistem, osnovan na finančnem programskem paketu Tradix
SWIFT	(angl. Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication) – elektronski sistem za medbančni prenos sredstev
T-Bills	nemške zakladne menice

Three-Parti	tripartitni REPO
T + 0	Čas poravnave je na isti dan.
T + 1	Čas poravnave je naslednji dan od sklenitve posla.
T + 2	Poravnava je v dveh delovnih dneh od sklenitve posla.
T + 3	Poravnava je v treh delovnih dneh od sklenitve posla.
VPN	povezava prek navideznega zasebnega omrežja
ZPre	zakon o prevzemih

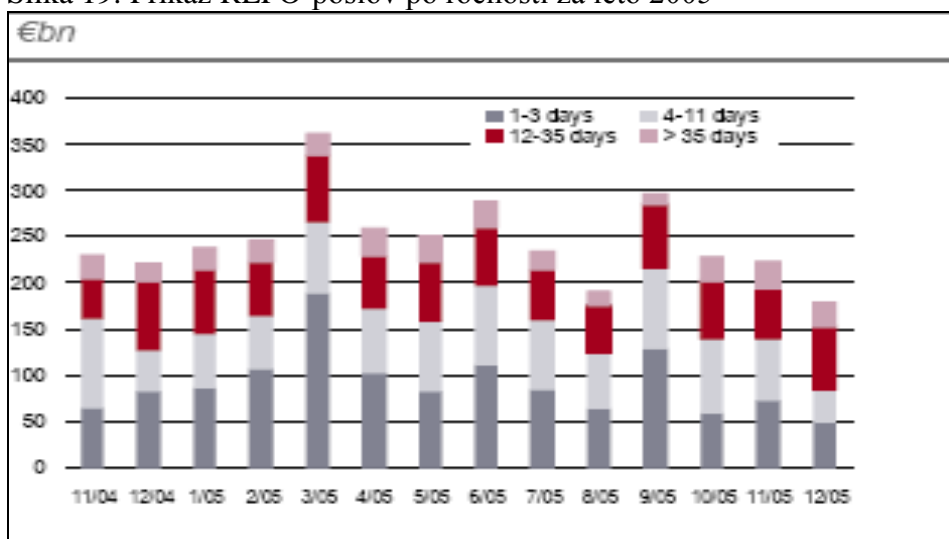
PRILOGA 2: Primarni trgovci posredniki v Franciji, prikazani mesečno (s fiksnimi stopnjami REPO-poslov) po ročnosti

Slika 18: Prikaz REPO-poslov po ročnosti za leto 2004



Vir: Annual Report Bank of France 2004–2005.

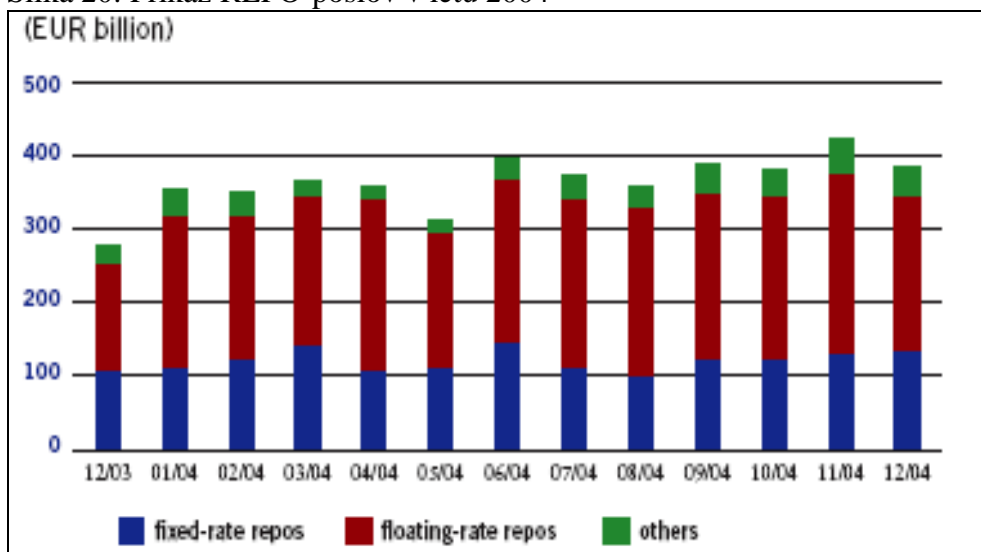
Slika 19: Prikaz REPO-poslov po ročnosti za leto 2005



Vir: Annual Report Bank of France, 2004–2005.

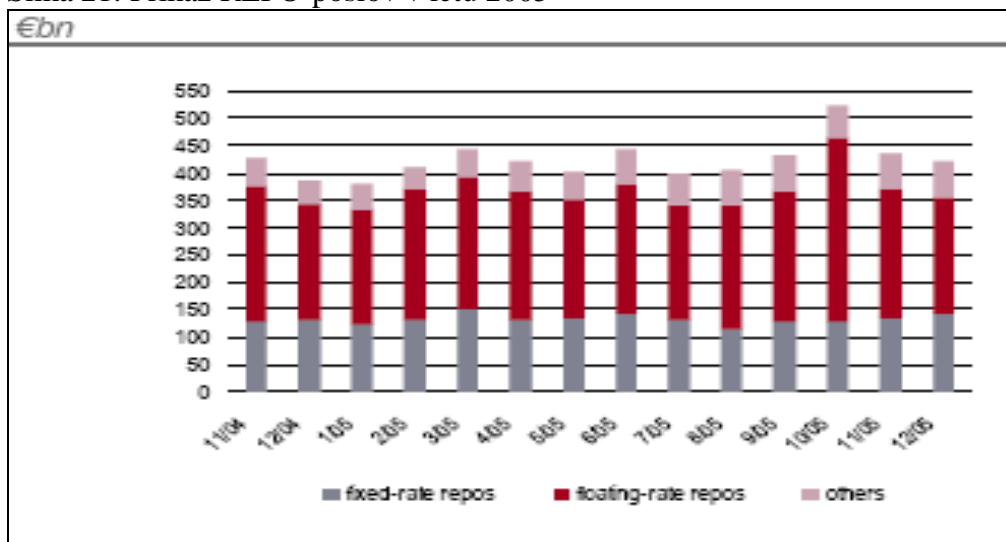
PRILOGA 3: Primarni trgovci posredniki v Franciji po vrstah REPO-poslov na koncu meseca

Slika 20: Prikaz REPO-poslov v letu 2004



Vir: Annual Report Bank of France, 2004–2005.

Slika 21: Prikaz REPO-poslov v letu 2005



Vir: Annual Report Bank of France, 2004–2005.

PRILOGA 4: Razlike v ureditvah primarnih trgovcev posrednikov

Tabela 6: Pregled ureditev primarnih trgovcev posrednikov (PTP)

	Število PTP		Sistem PTP na trgu državnih obveznic	Sistem PTP na trgu državnih menic
BEL	15		X	X
FIN	15		X	
FR	21		X	X
IRL	8		X	
IT	24		X	X
MDŽ	11		X	X
NEM				
NIZ	13		X	
POL	15		X	X
POR	15		X	
ŠP	11 ⁹ 20 ¹⁰		X	
UK			X	

⁹ Število PTP, ki lahko trgujejo z »Letras«.

¹⁰ Število PTP, ki lahko trgujejo z »Bonos« in »Obligaciones«.

Tabela 7: Pregled obveznosti po državah

	Bel	Fin	Fr	Irl	IT	Mdž	Nem	Niz	Pol	Por	ŠP	UK
Primarni trg												
Dati ponudbo na vsaki dražbi		X	X								X	
Minimalna participacija pri vsaki dražbi												
Povprečna participacija na dražbah v obdobju	X		X		X	X			X	X		X
Sekundarni trg												
Zagotavljanje likvidnosti na sekundarnem trgu	X	X	X	X	X			X	X	X	X	X
Navajanje cen na posebnih "screens"	X	X	X	X	X	X		X	X	X	X	
Navajanje cen strankam	X	X	X	X		X		X	X	X	X	X
Navajanje cen drugim PTP		X	X	X		X		X	X	X	X	
Redno poročanje o trgovanju	X	X	X	X		X		X		X	X	
Minimalni tržni delež v obdobju	X ¹¹		X							X		X ¹²
Določen maksimalen razpon med nakupno in prodajno ceno				X							X	
Zagotavljanje likvidnosti na trgu REPO-poslov			X									
DRUGO												
Skrbeti za razvoj trga in opravljanje tržnih raziskav	X	X	X	X	X	X		X	X			X
Promoviranje državnih vrednostnih papirjev	X	X	X	X	X	X		X	X	X	X	X
Poročanje o dogodkih na trgu	X	X	X	X	X	X		X	X	X	X	X

¹¹ REPO-posli ter posli »buy-sell back« izključeni.

¹² Ni eksplicitno določenega minimalnega tržnega deleža, je pa navedeno pričakovanje državnih organov.

Tabela 8: Pregled privilegijev po državah

	Bel	Fin	Fr	Irl	IT	Mdž	Nem	Niz	Pol	Por	ŠP	UK
PRIMARNI TRG												
Ekskluzivna pravica:												
– dati ponudbo na konkurenčni dražbi	X ¹³	X		X		X		X	X			X ¹⁴
– dati ponudbo na nekonkurenčni dražbi	X	X		X	X	X		X	X	X	X	X
– dati ponudbo “exchange”/“buyback”	X ¹⁴	X		X	X	X		X	X ¹⁵			
– “to strip and reconstitute bonds”	X ¹⁴							X			X ¹⁶	X
Prednosti pri “syndicated issues”		X			X					X		
Pravica do določene provizije		X				X		X				
Določeni časovni privilegij pri dajanju ponudb											X	X
SEKUNDARNI TRG												
Privilegiji na trgih z REPO-posli	X ¹⁴	X				X			X	X		X
Ekskluzivni dostop do “Inter-dealer Broker Screens”								X				X
DRUGO												
Ekskluzivna pravica uporabljati naziv PTP	X	X		X	X	X		X	X	X	X	X
Pravica do srečanja z izdajateljem	X	X		X	X	X		X	X	X	X	X
Privilegij, ko država izbira partnerja za “overall debt management activity”	X	X			X	X			X	X	X	X

¹³ Skupaj s t. i. »Recognized Dealers«.

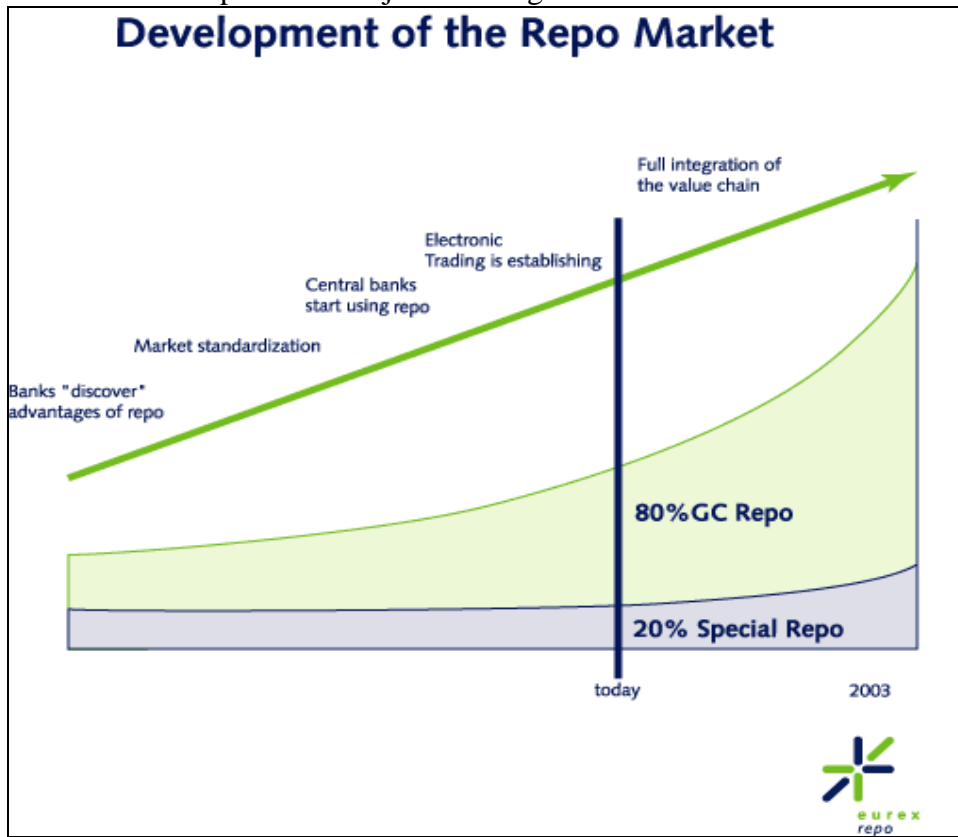
¹⁴ Z izjemo »small retail bids« (tu lahko tudi drugi dajo ponudbo).

¹⁵ Nima ekskluzivne pravice, ima pa nekatere privilegije.

¹⁶ Ne pri vseh vrednostnih papirjih oziroma samo pri nekaterih.

PRILOGA 5: Razvoj REPO-trga

Slika 22: Prikaz poteka razvoja REPO-trga



Vir: www.eurexrepo.com.

Na zgornji sliki lahko vidimo, da se je razvoj REPO-trga začel, ko so banke ugotovile, kakšne prednosti jim prinašajo REPO-ji. V naslednji fazi se je začela tržna standardizacija, ki ji je sledila uporaba REPO-jev pri centralnih bankah. Potem pa se je začelo obdobje elektronskega poslovanja, ki mu je sledila celotna integracija vrednostne verige.

A

ABN AMRO,	30
Agence France Trésor,	20
agencija za upravljanje javnega dolga (IGCP),.....	25
Alfred Berg Finland,	35
ATS, 59,	87
automated trading system.	See ATS
Automatic Trading System,	24

B

Barclays Capital,	30, 35
Benchmark Bonds,	40
Blagajniški Zapisi Banke Slovenije. See BZBS	
BNP Paribas,	35
borzni trg,	27
borznoposredniške hiše,	18
BPRČ,	50
Bridge,	58
BrokerTec,	67, 87
Buoni ordinari del Tesoro,	42
BZBS,	74

C

Calyon Corporate and Investment Bank, ..	30
CCP,	59
Cedel International,	53
central counter-party. See CCP	
central securities depository,	54
CIK,	57
Citigroup Global Markets Limited,	30
Clearstream,	53
Clearstream International,	52
CMVM,	27
collateral management,	55
collateral optimization,	55
counterparty for bilateral buy-back transactions,	46
Credit Agricole,	20
CSD,	54

D

davčno vrzel,	89
Dealer,	11
dealer for the US dollar benchmark program,	46
Dealerji,	16
denarnem trgu,	5
Deutsche Bank,	30, 35
Deutsche Börse Clearing,	53
dohodnina,	93
dostava proti plačilu,	8
dostavo proti plačilu.	See DVP

E

EFEKTIVNA OBDAVČITEV,	89
effective tax rate,	90
ekonomske amortizacije,	96
EMU,	39
Eurex Repo,	87
Eurex Repo GmbH,	60
Euroclear Bank,	52
Euroclear/Clearstream,	27
EuroMTS,	31, 64
exchange auctions,	40

F

Fixed Income Clearing Corporation,	15
FSA,	64

G

General Master Repo Agreement. See GMRA	
Global Master Repurchase Agreement,	19
GMRA,	68
Government Bond syndications,	40
Government Securities Clearing Corporation,	14

H

Hold-in-custody REPO,	10
HSBC-CCF,	30

I

ICSD,	57
IGCP,	25
International Central Securities Depository. See ICSD	
International Securities Market Association,	19
investicijsko davčno vrzel,	92
Investitorji,	16
investment tax wedge,	92
ISO-standarde,	48

K

King-Fullertonove metodologije,	94
klirinška hiša,	11
koncentracije odplačil javnega dolga,	26
kreditiranje z zavarovanjem,	7
Kreditno tveganje,	68

L

lead manager of syndicated issuances in euros,	46
letter REPO,	10

M

Main Refinancing Operation,	44
MEDIP,	27
mehanizma DVP,	50
mejne investicije,	90
Mercato telematico dei titoli di Stato,	41
Merrill Lynch International,	35
monetarni politiki,	25
MRO,	44
MTS Group,	87
MTS-trgovalne platforme,	41

N

načelu države izvoznice kapitala,	92
National Treasury Management Agency,	29
Necigef,	57
non-delivery versus payment,	8
Nordea,	35

O

obratni REPO,	4
obrestne mere,	5
Obrigacoes do Tesouro,	26
obvladovanju tržnih tveganj, 23	
OECD,	90
OKO Bank,	35
Operativno tveganje,	68
optimizacija zastavljenega premoženja,	55

P

paneuropska trgovalna platforma EuroMTS,	41
Paneuropski REPO-trg,	87
ponovna prodaja,	4
Posebni REPO,	14
povečevanje učinkovitosti sekundarnega trga,	43
Pravno tveganje,	68
prenosom ekonomskih pravic,	4
primarnem zakladniškem trgu,	20
primarnih trgovcev posrednikov,	24
Primary Dealer Committee,	40

R

realna stopnja donosa,	91
realna stopnja donosa mejnega investicijskega projekta,	91
realna tržna obrestna mera,	91
refinanciranja,	13
reguliran trg javnega dolga,	27
REPO, 4	
residence principle,	92

S

saving tax wedge,	92
Schroder Salomon Smith Barney,	35
SegaInterSettle/Swiss Interbank Clearing,	61
sistema bruto poravnave v realnem času. See BPRČ	
sistemom neposrednega trgovanja,	59
sistemom tripartitnega trgovanja,	59
Skandinaviska Enskilda Banken,	36
specialiste,	46
splošni REPO,	6
sporazum o skrbništvu in poravnavi,	9
State Claims Agency,	30
stopnja donosa po plačilu davkov,	92
Stopnja inflacije,	94
stroški kapitala,	91
Svenska Handelsbanken,	36
Système d' Information France Trésor,	23

Š

špekulanti,	17
-------------------	----

T

T2S,	87
Target2-Securities. See T2S	
tax exempt institutions,	95
tax wedge,	89
The Royal Bank of Scotland,	31
Tržno tveganje,	69
tveganja, povezana z notranjimi dejavniki, 8	
Tveganja, povezana z zunanjimi dejavniki,	68

U

Udeleženci s finančnim vzvodom,	17
upravljanja likvidnosti,	5
upravljanje zastavljenega premoženja,	55
uravnavanje strukture naložb,	7

V

varčevalna davčna vrzel,	92
večanje izpostavljenosti,	7

Z

Zamenljivi REPO, 14	
zavarovanje pred obrestnim tveganjem,	7
zmanjšanja transakcijskih stroškov,	16