

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

POSOJANJE VREDNOSTNIH PAPIRJEV PREKO AGENTA

Ljubljana, september 2015

JANA NOVAK

IZJAVA O AVTORSTVU

Spodaj podpisana Jana Novak, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, izjavljam, da sem avtorica magistrskega dela z naslovom Posojanje vrednostnih papirjev preko agenta, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem prof. dr. Aljošo Valentinčičem.

Izrecno izjavljam, da v skladu z določili Zakona o avtorski in sorodnih pravicah (Ur. l. RS, št. 21/1995 s spremembami) dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

S svojim podpisom zagotavljam, da

- je predloženo besedilo rezultat izključno mojega lastnega raziskovalnega dela;
- je predloženo besedilo jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem
 - poskrbela, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam v magistrskem delu, citirana oziroma navedena v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, in
 - pridobila vsa dovoljenja za uporabo avtorskih del, ki so v celoti (v pisni ali grafični obliki) uporabljena v tekstu, in sem to v besedilu tudi jasno zapisala;
- se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku (Ur. l. RS, št. 55/2008 s spremembami);
- se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predložene zaključne strokovne naloge/diplomskega dela/specialističnega dela/magistrskega dela/doktorske disertacije dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom.

V Ljubljani, dne _____

Podpis avtorice: _____

KAZALO

UVOD	1
1 POSOJANJE VREDNOSTNIH PAPIRJEV	3
1.1 Zgodovina posojanja vrednostnih papirjev	3
1.2 Opredelitev pojma posojanje vrednostnih papirjev	6
1.3 Udeleženci trga.....	7
1.4 Velikost trga posojanja vrednostnih papirjev	9
1.4.1 Posojanje vrednostnih papirjev v Evropi	9
1.4.2 Posojanje vrednostnih papirjev na mednarodni ravni	10
1.5 Motivi za izposojlo vrednostnih papirjev	11
1.6 Modeli posojanja vrednostnih papirjev	15
1.6.1 Posojanje vrednostnih papirjev preko modela globalnih skrbnikov	15
1.6.2 Posojanje vrednostnih papirjev preko modela tretjih oseb.....	16
1.6.3 Direktno posojanje vrednostnih papirjev	16
1.7 Vrste vrednostnih papirjev, ki se lahko posojajo	17
1.8 Cena posojanja vrednostnih papirjev	18
1.9 Vrste transakcij pri posojanju z vrednostnimi papirji	20
1.9.1 Transakcije, zavarovane z vrednostnimi papirji oziroma z drugim premoženjem	20
1.9.2 Transakcije, zavarovane z denarjem	23
1.10 Prihodki iz naslova obresti, dividend in korporacijske akcije.....	25
1.10.1 Prihodki iz naslova obresti in dividend.....	25
1.10.2 Prihodki iz naslova dividend v obliki novih vrednostnih papirjev.....	25
1.10.3 Glasovalne pravice	26
1.10.4 Korporacijske akcije.....	26
1.11 Drugi podobni posli posojanju vrednostnih papirjev	26
1.12 Tveganja pri posojanju vrednostnih papirjev	28
1.12.1 Tržno tveganje.....	28
1.12.2 Operativno tveganje	30
1.12.3 Pravno tveganje	32
1.13 Standardne pogodbe	33
1.13.1 »The General Master Securities Lending Agreement«.....	33
1.13.2 »The European Master Agreement«	34
2 POSOJANJE VREDNOSTNIH PAPIRJEV ZA INVESTICIJSKE SKLADE V SLOVENIJI	35
2.1 Zakonodaja	35
2.2 Tehnike upravljanja sredstev	36
2.3 Omejitve	36
2.4 Dogovor o posojanju	37
2.5 Merila za prejeto zavarovanje	37
2.6 Oblike zavarovanja.....	38

2.7	Naložbe denarja, prejetega v zavarovanje.....	39
3	POSOJANJE VREDNOSTNIH PAPIRJEV PREKO AGENTA – GLOBALNEGA SKRBNIKA.....	39
3.1	Vloga agentov	40
3.2	Pogodbeni odnos	41
3.3	Model posojanja vrednostnih papirjev preko agenta (globalnega skrbnika) za investicijske sklade v Sloveniji	42
3.3.1	Skrbniške storitve.....	42
3.3.2	Odškodninska odgovornost skrbnika.....	43
3.3.3	Zakaj uporabiti globalnega skrbnika?	44
3.3.4	Pogoji za prenos opravljanja posameznih skrbniških storitev na drugo osebo... ..	44
3.3.5	Odnos med globalnim in domačim skrbnikom:	46
3.3.6	Odnosi med udeleženci – globalna skrbniška banka v vlogi agenta za posojanje vrednostnih papirjev	48
3.3.7	Proces posoje vrednostnih papirjev – globalna skrbniška banka v vlogi skrbnika in agenta za posojanje	50
3.3.8	Koristi za posojilodajalca iz naslova posojanja vrednostnih papirjev	51
3.3.9	Vpliv korporacijskih akcij na posojanje vrednostnih papirjev	52
3.3.9.1	Porazdelitev denarja in delnic za posojilodajalca	53
3.3.9.1.1	Porazdelitev denarja	53
3.3.9.1.2	Izplačilo dividend in obresti	53
3.3.9.1.3	Zapadlost glavnice	53
3.3.9.1.4	Plačilo davka pri obdavčljivih prihodkih.....	53
3.3.9.1.5	Porazdelitev delnic	54
3.3.9.2	Vrste reorganizacije in vpliv na odločitev posojilodajalca	54
3.3.9.2.1	Zavezujoče (angl. <i>mandatory</i>).....	54
3.3.9.2.2	Prostovoljne z možnostjo izbire (angl. <i>voluntary with options</i>).....	54
3.3.9.3	Uveljavljanje glasovalnih pravic kot posojilodajalec	55
3.3.10	Prodaja in odpoklic vrednostnega papirja, vključenega v program posojanja....	56
3.3.11	Izbira posojilojemalcev	58
3.3.12	Proces zavarovanja posojila	59
3.3.12.1	Zavarovanje v obliki vrednostih papirjev	59
3.3.12.2	Zavarovanje v denarni obliki	60
3.3.13	Kreditno tveganje oziroma tveganje nasprotne stranke	61
3.3.14	Primerjava med direktnim posojanjem in posojanjem preko globalnega skrbnika.....	63
	SKLEP.....	65
	LITERATURA IN VIRI.....	68

KAZALO SLIK

Slika 1:	Transakcija posojanja vrednostnih papirjev	7
Slika 2:	Glavni udeleženci trga posojanja vrednostnih papirjev.....	7
Slika 3:	Sestava trga posojilodajalcev marca leta 2013 v ZDA v %	8
Slika 4:	Posojanje vrednostnih papirjev v Evropi.....	10
Slika 5:	Posojanje vrednostnih papirjev na mednarodni ravni.....	11
Slika 6:	Generatorji ponudbe in povpraševanja posoje vrednostnih papirjev in povezave med njimi.....	11
Slika 7:	Modeli posojanja vrednostnih papirjev	15
Slika 8:	Gibanje cene posoje evropskih lastniških vrednostnih papirjev	19
Slika 9:	Gibanje cene posoje evropskih dolžniških vrednostnih papirjev	19
Slika 10:	Postopek posoje vrednostnih papirjev in koleracije med udeleženi strankami v primeru, ko je posojilo zavarovano z vrednostnimi papirji – začetek in zaključek izposoje	22
Slika 11:	Postopek posoje vrednostnih papirjev in koleracij med udeleženi strankami v primeru, ko je posojilo zavarovano z gotovino – začetek in zaključek izposoje.....	23
Slika 12:	Pogodbena razmerja v programu posojanja vrednostnih papirjev	42
Slika 13:	Odnosi med udeleženci in njihova vloga – globalna skrbniška banka v vlogi skrbnika in agenta za posojanje vrednostnih papirjev	49
Slika 14:	Proces prenosa vrednostnih papirjev za posojilo pri globalnem skrbniku v primeru, ko ta opravlja za svojo stranko tudi skrbniške storitve.....	50
Slika 15:	Cikel transakcije posojila z vrednostnimi papirji	51
Slika 16:	Prikaz postopka prodaje in hkrati odpoklica posojila vrednostnega papirja, vključenega v program posojanja.....	57
Slika 17:	Proces zavarovanja – zavarovanje v obliki vrednostnih papirjev	60
Slika 18:	Proces zavarovanja – zavarovanje v obliki denarja.....	61

KAZALO TABEL

Tabela 1:	Izračun denarnega toka v primeru, ko finančno zavarovanje ni v denarni obliki.....	22
Tabela 2:	Izračun denarnega toka v primeru, ko je finančno zavarovanje v denarni obliki.....	24
Tabela 3:	Cena posojanja vrednostnih papirjev pri Clearstream Banking	52
Tabela 4:	Vpliv posamezne vrste korporacijskih akcij na potek posojila	55
Tabela 5:	Primerjava med neposrednim posojanjem in posojanjem preko agenta – globalnega skrbnika.....	63

UVOD

Posojanje vrednostnih papirjev (angl. *securities lending*) je ključna in rastoča dejavnost, ki zagotavlja velike koristi za izdajatelje vrednostnih papirjev ter vlagatelje in borzne posrednike. Pomembno vpliva na izboljšanje likvidnosti trga in učinkovitosti poravnave vrednostnih papirjev ter prav tako tudi na zniževanje stroškov kapitala (Fabozzi & Mann, 2005, str. 3). Je tržna aktivnost, pri kateri gre za začasen prenos vrednostnih papirjev od lastnika – posojilodajalca (angl. *lender*) k drugemu investitorju ali finančnemu posredniku – posojilojemalcu (angl. *borrower*). Ob poravnavi vrednostnih papirjev se lastniške pravice prenesejo od posojilodajalca k posojilojemalcu in slednji mora vrednostne papirje zavarovati, jih po preteku določenega obdobja vrniti, plačati ceno izposoje ter odstopiti posojilodajalcu vsa v času izposoje vrednostnih papirjev prejeta ekonomska upravičenja (dividende, obresti ali druge prihodke), (Faulkner, 2007, str. 15).

V Združenih državah Amerike (v nadaljevanju ZDA) so vrednostne papirje posojali že v sedemdesetih letih, na večini drugih razvitih trgih pa se je ta dejavnost razvila v poznih osemdesetih in zgodnjih devetdesetih letih dvajsetega stoletja. Rastoči trgi, kot so Južna Koreja, Mehika in Turčija, so na tem področju aktivni že več kot 10 let in štejejo med pomembnejše, medtem ko se na trgih, kot sta na primer Tajvan in Brazilija, posojanje vrednostnih papirjev še ni razvilo do take razsežnosti. Leta 2014 so bili prvi posli posojanja vrednostnih papirjev oznanjeni v Maleziji, v Indoneziji pa se pričakuje, da bo infrastruktura za tuje investitorje pripravljena proti koncu letošnjega leta (Bassler & Oliver, 2015, str. 9).

Slovenska pravna ureditev na področju kapitalskega trga se v zadnjih nekaj letih nenehno spreminja in dopolnjuje. Prevladujoč dejavnik so predvsem spremembe evropskih direktiv in priporočila Evropske komisije ter drugih evropskih regulatorjev trga vrednostnih papirjev. V Sloveniji zaenkrat še nimamo veljavnih zakonov s področja trga kapitala, ki bi izrecno urejali posojanje vrednostnih papirjev za investicijske sklade. Posojanje vrednostnih papirjev šteje v eno izmed tehnik upravljanja investicijskih skladov, ki jih je Agencija za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ATPV) na podlagi četrtega odstavka 193. člena Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Ur.l. RS, št. 77/2011, 10/2012-ZPre – 1C, 55/2012 in 96/2012 – ZPIZ-2, v nadaljevanju ZISDU-2) opredelila v Sklepu o tehnikah upravljanja sredstev investicijskega sklada (Ur.l. RS, št. 33/2012, v nadaljevanju Sklep), ki je dejansko zaenkrat edini oprijemljiv dokument, na podlagi katerega lahko družba za upravljanje (v nadaljevanju DZU) oziroma skrbnik po njenem pooblastilu za račun investicijskega sklada iz premoženja investicijskega sklada posodi vrednostne papirje v skupni vrednosti največ 40 % sredstev investicijskega sklada, posamezni nasprotni stranki in z njo povezanim osebam pa lahko posodi vrednostne papirje v skupni vrednosti največ 10 % sredstev investicijskega sklada.

Banka Slovenije je edina institucija v Sloveniji, ki od aprila 2015 nudi posojanje obveznic, kupljenih v okviru programa nakupov obveznic javnega sektorja (angl. *public sector purchase programme* – PSPP) z namenom preprečevanja težav pri poravnavi (angl. *fails in mitigation lending*), in sicer na decentraliziran način preko nacionalnih centralnih bank Evrosistema in Evropske centralne banke. Pripravlja pa se tudi na posojanje obveznic preko specializiranega agenta (angl. *lending agent*), (Banka Slovenije, 2015).

Večina vlagateljev sodeluje v posojanju vrednostnih papirjev ravno preko enega izmed agentov oziroma posrednikov, to so običajno globalne skrbniške banke (angl. *global custody banks*), družbe za upravljanje premoženja ali specializirana podjetja. To storitev opravljajo tudi nekatere banke, ki si izposojajo vrednostne papirje direktno od svojih strank. Poleg omenjenih se s posojanjem vrednostnih papirjev ukvarjajo tudi nekateri centralni depozitarji.

Končni upravičenci običajno vidijo pozitivno povezavo med skrbniškimi storitvami in posojanjem vrednostnih papirjev. Koristi so predvsem v enem pogodbenem odnosu, enem bančnem sistemu in običajno v bolj konkurenčnih cenah zaradi celovitega odnosa. Nekateri investitorji pa imajo skrbništvo vrednostnih papirjev kljub temu raje ločeno od posojanja z namenom prizadevanja k diverzifikaciji posla in graditvi odnosa z več ponudniki (Securities Lending Times, 2012, str. 22 in 23).

V svojem magistrskem delu sem s pomočjo tuje strokovne literature celostno preučila posojanje vrednostnih papirjev, s poudarkom na pregledu različnih agentskih programov posojanja vrednostnih papirjev, ki jih ponujajo globalne skrbniške banke, kot so na primer Euroclear Bank SA/NV, Clearstream Banking, The Bank of New York Mellon; ugotovila sem, kako so le-ti integrirani v procese skrbniških storitev, ki jih nudijo svojim strankam in jih med drugim koristijo tudi slovenski investicijski skladi, ter kakšen vpliv ima to na njihovo vsakodnevno poslovanje. Posojanje vrednostnih papirjev je v razvitem finančnem svetu že nekaj časa uveljavljena praksa na področju upravljanja premoženja, slovenski finančni trg pa te storitve kot takšne zaenkrat še ne pozna. Zaradi navedenega želim na podlagi lastnih dognanj in strnjenih spoznanj drugih avtorjev pripomoči k lažji odločitvi za uporabo dodatne tehnike učinkovitega upravljanja premoženja. Namen dela je torej preučiti posojanje vrednostnih papirjev preko globalnega skrbnika kot eno izmed varnih oblik posla, ki na razmeroma preprost način prinaša dodaten vir zaslužka in ugotoviti, če je to ena izmed primernih sekundarnih metod učinkovitega upravljanja premoženja, ki bi jo skladno z zakonodajo lahko izvajali.

Prvi del vsebuje poglobljen teoretičen pregled strokovne literature, priročnikov, raziskav in člankov tujih strokovnjakov s področja obravnavane teme. Poleg analize strokovnih teoretičnih spoznanj sem za ilustracijo navedla tudi nekatere praktične primere in grafične prikaze iz strokovne literature. Ta del naloge je analiziran na podlagi deskriptivnega pristopa in prav tako s pomočjo metode kompilacije. Za drugi del, posojanje vrednostnih

papirjev preko agenta – globalnega skrbnika, pa sem uporabila empirični in komparativni pristop ter metodo sinteze.

Magistrsko delo je sestavljeno iz treh poglavij, dodatno razdelanimi v več podpoglavij. V prvem delu sem podrobno in celovito opredelila posojanje vrednostnih papierjev. Na kratko sem opisala zgodovino posojanja, navedla udeležence trga in njihova pravila, predstavila velikost trga, motive za izposoj, načine posojanja ter vrste transakcij in vrednostnih papierjev, ki se lahko posojajo, ceno posojanja, opredelila, kako posojanje vpliva na različna upravičenja iz naslova lastništva vrednostnih papierjev (glasovalne pravice, korporacijske akcije ...), s kakšnimi tveganji se srečujemo pri posojanju in katere vrste standardiziranih pogodb poznamo ter ugotovila, kateri so drugi posli, podobni posojanju vrednostnih papierjev.

Namen zadnjega poglavja pa je bil raziskati in podrobno opredeliti vsebino programa posojanja vrednostnih papierjev na podlagi določenih modelov pomembnih agentov posojanja vrednostnih papierjev – od opredelitve vloge agenta pa vse do nazorne predstavitev, razčlenbe in modeliranja konkretnega programa posojanja integriranega v že obstoječi skrbniški odnos z namenom vzpodbude k uporabi dodatne tehnike upravljanja portfelja, ki predstavlja na varen način pridobljen sicer razmeroma majhen, vendar ravno tako pomemben vir prihodka posameznega sklada. Delo sem zaključila s sklepnimi ugotovitvami in spoznanji.

1 POSOJANJE VREDNOSTNIH PAPIRJEV

1.1 Zgodovina posojanja vrednostnih papierjev

Korenine posojanja vrednostnih papierjev potekajo vzporedno z razvojem borznega posredovanja, ki se je začelo leta 1602 v Amsterdamu. Prve vrednostne papirje (delniške certifikate) so izdali za kapitalizacijo Nizozemske vzhodnoindijske družbe, ki ji je Nizozemska zagotovila monopol nad trgovanjem vzhodno od rta Dobrega upanja in zahodno od Magellanovega preliva. Nizozemska vzhodnoindijska družba ima pravzaprav status prvega multinacionalnega podjetja. Odpošiljanje ladij je bilo namreč drago, tveganja in dobički pa visoki, zato so uvedli delnice, ki so postale mehanizem razporejanja stroškov financiranja tovrstnih odprav. Delnice se je dalo tudi menjati, kar je običajno potekalo na ulici, ob slabem vremenu pa so trgovci poiskali zavetje v bližnji cerkvi sv. Olosa, dokler ni bila leta 1611 ustanovljena prva borza vrednostnih papierjev (Fabozzi, 1996, str. 1).

Kjer se pojavi trgovanje z vrednostnimi papirji, se verjetnost prodaje na kratko poveša in posledično pride do potrebe po posoji vrednostnih papierjev. Izposojanje, ki je podpiralo prodaje na kratko, je bilo zelo pogosto in širše sprejeto že leta 1607. V Amsterdamu se je za prodaje na kratko – prakso prodajanja delnic, ki si jih je nekdo sposodil, ni bil pa njihov

lastnik – uveljavil slikovit izraz »windhandel«, ki bi ga lahko prosto prevedli kot »vetrna prodaja«, kar kaže na to, da je bila takrat ta praksa že močno uveljavljena (Faulkner, 2007, str. 63).

Skozi zgodovino so se pojavili mnogi poskusi prepovedi prodaje na kratko, a je tovrstna praksa na koncu ostala in pravzaprav prevladala nad ostalimi in je še dandanes ključen del poslovanja z vrednostnimi papirji.

Trendi prodaje na kratko po mnenju Fabozzija (1996, str. 1) narekujejo, da so delnice izposojane, da se omogoči dostava vrednostnih papirjev nasprotni stranki, ni pa povsem jasno, če so na začetku poslovanja v Amsterdamu zahtevali, da so za izposajo listine fizično prisotne. V 17. stoletju se je v Amsterdamu namreč pojavil koncept implicirane izposoje za izvedbo prodaje. Špekulanti so gledali na to kot na razliko, med katero je nekdo pripravljen plačati, prodati, dostaviti delnice ali jih prejeti, in med tem, kakšna je bila v tistem času prevladujoča vrednost. Na to bi lahko gledali kot na zgodnje knjiženje (angl. *book entry*) in zadeva je vplivala na dejstvo, da se je v Evropi pogostejše pojavljala poravnava na mesečni ravni, med katero so bile izvedene večkratne transakcije ali popravki posla.

Posojanje vrednostnih papirjev ima različne začetke. V Združenem kraljestvu na primer izvira iz finaciranja dolgoročnih državnih pozicij (angl. *long gilt-edged positions*), ki so konec 19. stoletja postale stalna praksa, ta pa se je sčasoma razvila v obliko posojanja vrednostnih papirjev, kot ga poznamo danes. Vzdrževalec trga (angl. *market-maker*) si je izposodil delnice, da je pokril kratko prodajo in zagotovil zavarovanje. Pojav je povezan s »pranjem obveznic« (angl. *bond washing*), ki je vključevalo natančno načrtovano premikanje (prodajo pred izplačilom kupona in nakup po izplačilu kupona) obveznic v času presečnega datuma (angl. *record date*) in datuma brez upravičenosti do obresti (angl. *ex-date*) z namenom pridobitve neobdavčenega zaslužka na račun izplačila obresti. Strategija davčne arbitraže se dandanes še vedno uporablja, izvira pa prav iz »pranja obveznic« (Fabozzi, 1996, str. 1 in 2).

Hkrati z razvojem angleškega in ameriškega trga z vrednostnimi papirji je v 60-ih letih naraščal tudi trg posojanja vrednostnih papirjev, ključni dogodki tega obdobja pa zajemajo naslednje: v Londonu se je izvršila prva formalna transakcija posoje delnic. Razvil se je aktivni trgovalni trg med različnimi zalednimi službami (angl. *back office to back office*). Povečan obseg delovanja delniških trgov s sistemom poravnave je temeljil na papirnih delniških certifikatih (angl. *paper shares certificates*) in je vodil do velikih zamud pri poravnavi, tem pa je sledila izposoja vrednostnih papirjev s strani zalednih služb za zagotavljanje poravnave. V Ameriki se je zakladniško obvezniško financiranje povečalo, zato se je moral ameriški trg osredotočiti na poslovanje z delnicami (Faulkner, 2007, str. 63).

V sedemdesetih letih se je ameriški trg razvil in prevzel podobno obliko, kot jo ima še danes, kar je prispevalo k povečanju posojanja in izposojanja vrednostnih papirjev. V podporo povečanemu obsegu trgovanja je bila ustanovljena ameriška klirinška družba (angl. *depository trust company*). Ena izmed tržnih aktivnosti je bila tudi arbitraža (na primer davčna arbitraža, arbitraža zamenljivih obveznic); še en faktor, ki je pripomogel k rasti posojanja vrednostnih papirjev, pa je bila naraščajoča popularnost ameriškega repo trga z zakladnimi obveznicami. Repo market je promoviral poslovne odnose med borznimi posredniki in bankami (banke so se hotele izogniti stroškom kapitala), saj so lahko banke tako z nedenarnim zavarovanjem znižale svoje bilančne izkaze v obliki vrednostnih papirjev. Poleg naštetega se je v tem obdobju začelo tudi prvo posojanje vrednostnih papirjev preko meje v tujino (Phillip SBL, b.l.).

Po mnenju Fabozzija (1996, str. 3) so bila tudi osemdeseta leta pestro obdobje za razvoj posojanja vrednostnih papirjev. To hitro rastlo, k rasti pa so delno prispevale skrbniške banke, delno pa internacionalna ekspanzija ameriških borznih posrednikov. Ameriški in britanski posojilodajalci so vedno več poslovali tudi na mednarodni ravni, hkrati pa so se zaradi zadolženosti gospodarstev zveze G10¹ tudi vlade zatekale k posojanju državnih obveznic in repo poslom. Razen povečanega povpraševanja po obstoječem kritju kratke prodaje in strategije trgovanja, kot je arbitraža, je bilo veliko novih strategij zavarovanja, ki so nastale kot mednarodni derivati rasti trga.

Prelomnica v posojanju vrednostnih papirjev se je zgodila 17. 5. 1982 z bankrotom manjšega trgovca obveznic Drysdale Securities. Drysdale Securities je povzročil izgubo v višini več kot 2 milijardi USD iz naslova posojil z ameriškimi zakladnimi obveznicami, kar je zamajalo zaupanje v pravni sistem, ki je začasno oslabil institucionalno zalogo. To je bil povod za spremembo zakonodaje in implementacijo Akta o državnih vrednostnih papirjih leta 1986 (angl. *Government Securities Act of 1986*), ki je spremenil pravila posojanja vrednostnih papirjev z uvedbo standardiziranih pogodb, specifikacijo zavarovalnih marž, zavarovanjem natečenih obresti ter z razkritjem posojilodajalcev in posojilojemalcev s strani skrbniških bank (Faulkner, 2007, str. 64).

Devetdeseta leta je zaznamoval ponovni porast večine trgov, ki se je zgodil zaradi povečane potrebe po zavarovanju (angl. *hedging*) in drugih novih tržnih strategijah, ki so se razvile kot posledica tehnološkega razvoja. Povečala se je količina novih priložnosti za ustvarjanje dobička preko posojanja vrednostnih papirjev zaradi odstranitve nekaterih pravil, ki se tičejo davka in posojanja ter repo-ja.

Na prelomu tisočletja se je posojanje vrednostnih papirjev še naprej hitro razvijalo. S trgovanjem so se bolj ukvarjali na regijski ravni. Tržne priložnosti iz naslova arbitraže so

¹ G10 pomeni skupino naslednjih držav: ZDA, Francije, Japonske, Združenega kraljestva, Belgije, Nemčije, Italije, Kanade, Nizozemske, Švedske in Švice.

počasi izginjale, saj so vlade stabilizirale davčno politiko, razvile so se priložnosti v repo menjavi, prvih javnih izdajah in združitvah ter prevzemih.

Avgusta leta 2007 pa so se začeli pretresi na finančnih trgih zaradi prevelike izpostavljenosti propadajočim vrednostnim papirjem na podlagi drugorazrednih hipotek, kar je v sredini septembra 2008 pripeljalo do stečaja ene največjih ameriških investicijskih bank Lehman Brothers. Lehman je predstavljal enega glavnih posojilodajalcev in po njegovem propadu so udeleženci na trgu na lastni koži izkusili proces likvidacije. Na srečo večina posojilodajalcev ni preveč izgubila, kar je pokazalo na trdnosti posla posojanja vrednostnih papirjev za končne upravičence, vendar se je kljub temu začel močno poudarjati pomen upravljanja zavarovanja kot bistvenega orodja upravljanja tveganja nasprotne stranke, prav tako pa se je pod drobnogled postavilo transparentnost, še posebej v ZDA, kjer je bilo večje nezaupanje v programe denarnih zavarovanj za namene posojanja vrednostnih papirjev. Zaradi krize so se po vsem svetu tudi pri posojanju začeli izvajati večji nadzori in omejitve prodaje na kratko (Bianconi, Collot, & Knepper, 2010, str. 20 in 21).

1.2 Opredelitev pojma posojanje vrednostnih papirjev

Posojanje vrednostnih papirjev je tržna aktivnost, pri kateri gre za začasen prenos vrednostnih papirjev od lastnika – posojilodajalca k drugemu investitorju ali finančnemu posredniku – posojilodajalcu, ki se zaveže posojilodajalcu vrniti enake ali izposojenim vrednostnim papirjem ekvivalentne vrednostne papirje (angl. *equivalent securities*). Ob poravnavi vrednostnih papirjev se lastniške pravice prenesejo od posojilodajalca k posojilodajalcu, le-ta pa mora vrednostne papirje zavarovati, jih po preteku določenega obdobja vrniti, plačati ceno izposoje in odstopiti posojilodajalcu vsa v času izposoje vrednostnih papirjev prejeta ekonomska upravičenja (dividende, obresti ali druge prihodke) (Faulkner, 2007, str. 15).

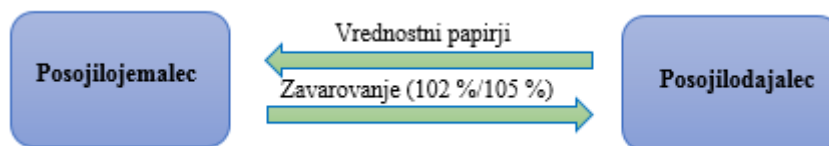
To je ključna in rastoča dejavnost, ki zagotavlja velike koristi za izdajatelje vrednostnih papirjev, vlagatelje in borzne posrednike. Pomembno vpliva na izboljšanje likvidnosti trga in učinkovitost poravnave vrednostnih papirjev ter prav tako tudi na zniževanje stroškov kapitala (Fabozzi & Mann, 2005, str. 3).

Ekvivalentni vrednostni papirji so vrednostni papirji, ki so identični posojenim vrednostnim papirjem po vrsti, nominalni vrednosti, opisu in znesku oziroma količini (ISLA, 2010a, str. 5).

V zameno za posojene vrednostne papirje prejme posojilodajalec zavarovanje od posojilodajalca, bodisi gotovino ali likvidne vrednostne papirje, kot so državne obveznice ali delnice, ki se vrednotijo višje od vrednosti posojenih vrednostnih papirjev. Tipična tržna praksa za zavarovanje vrednosti posojenega vrednostnega papirja je 102 % (če gre za

isto valuto) ali 105 % (če gre za različno valuto) od vrednosti posojenega vrednostnega papirja (Bassler & Oliver, 2015, str. 2). Transakcijo posojanja vrednostnih papirjev nam prikazuje Slika 1.

Slika 1: Transakcija posojanja vrednostnih papirjev



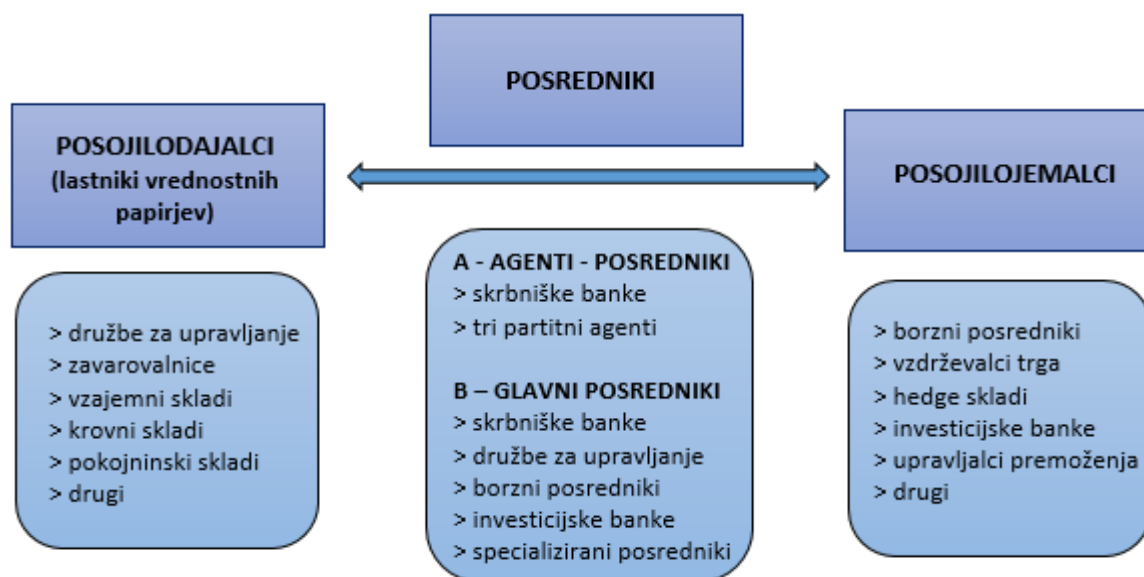
Vir: P. Bassler in E. Oliver, *Securities Lending Best Practice, A guidance Paper for Institutional Investors*, 2015, str. 2.

V zadnjih letih je postalo določanje marže nekoliko bolj dinamično, kot je bilo v preteklosti, saj posojilodajalci iščejo najbolj pravi pribitek za posamezno posojilo, ki je odvisen od več dejavnikov, na primer od kreditne kakovosti posojilojemalca itd. Marža je določena tržno oziroma se ovrednoti na dnevni ravni, s tem se omogoči, da je posojilo ves čas zadostno zavarovano.

1.3 Udeleženci trga

Udeleženci se pri posojanju vrednostnih papirjev v grobem delijo v dve kategoriji, in sicer na posojilodajalce in njihove agente (posrednike) ter na posojilojemalce, kot je razvidno s Slike 2.

Slika 2: Glavni udeleženci trga posojanja vrednostnih papirjev



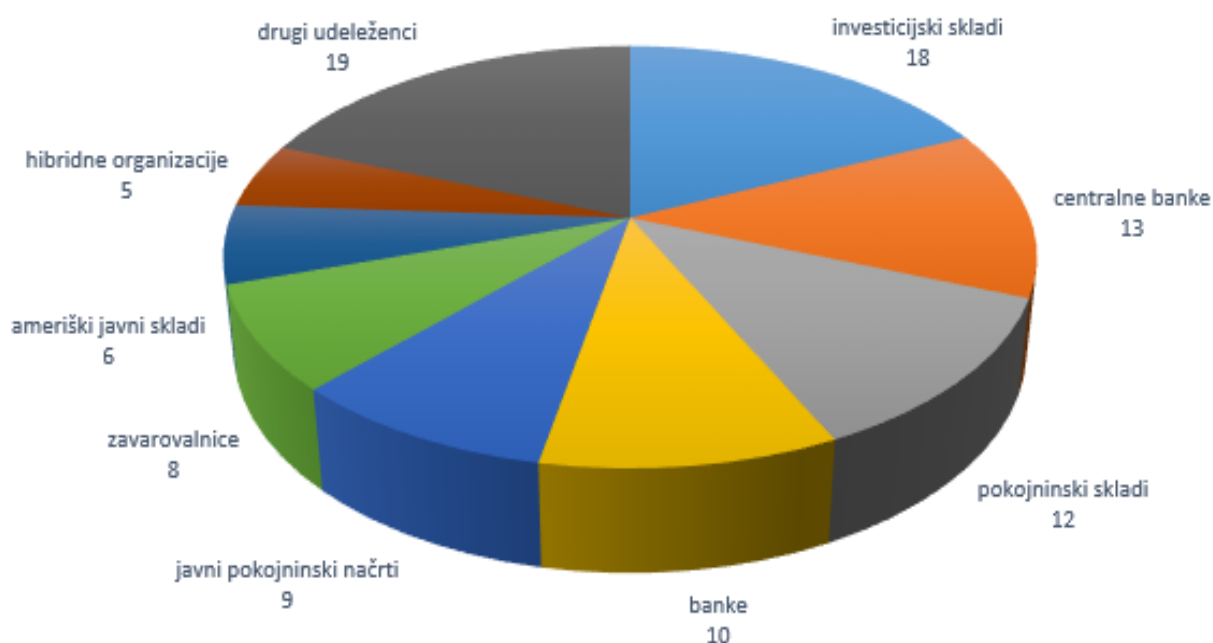
Vir: M. Bianconi et al., *Securities Lending & Repo Markets – A Practical Guide*, 2010, str. 31.

Posojilodajalci so predvsem veliki institucionalni investitorji, kot na primer družbe za upravljanje, pokojninski skladi, investicijski skladi in zavarovalnice. Le-ti lahko posojajo vrednostne papirje neposredno ali posredno preko agentov, v večini primerov sicer najamejo agente, kot so globalni skrbniki in veliki upravljavci premoženja, ki tovrstne posle opravljajo zgolj kot pomožno storitev, ali pa specializirane institucije za izposajo vrednostnih papirjev. Drugi udeleženci trga največkrat izberejo specializirane institucije, ki opravljajo to tržno aktivnost ne glede na velikost posamezne stranke, saj združijo naročila več strank in na ta način dosežejo ekonomijo obsega.

Glavni predstavniki posojilojemalcev pa so predvsem investicijske banke, borzni in finančni posredniki, vzdrževalci trga in hedge skladi.

Slika 3 prikazuje sestavo trga posojilodajalcev v ZDA marca 2013. Velik delež, 18 %, predstavljajo investicijski skladi, sledijo centralne banke (13 %), pokojninski skladi (12 %), banke (10 %), javni pokojninski načrti (9 %), zavarovalnice (8 %), ameriški javni skladi (6 %) in hibridne organizacije (5%). Drugi udeleženci trga pa predstavljajo 19 %. Skupna vrednost razpoložljivih vrednostnih papirjev za posajo je znašala 12,3 bilijona USD (Office of Financial Research, 2013, str. 16).

Slika 3: Sestava trga posojilodajalcev marca leta 2013 v ZDA v %



Vir: Office of Financial Research, Asset Management and Financial Stability, 2013, str. 16.

1.4 Velikost trga posojanja vrednostnih papirjev

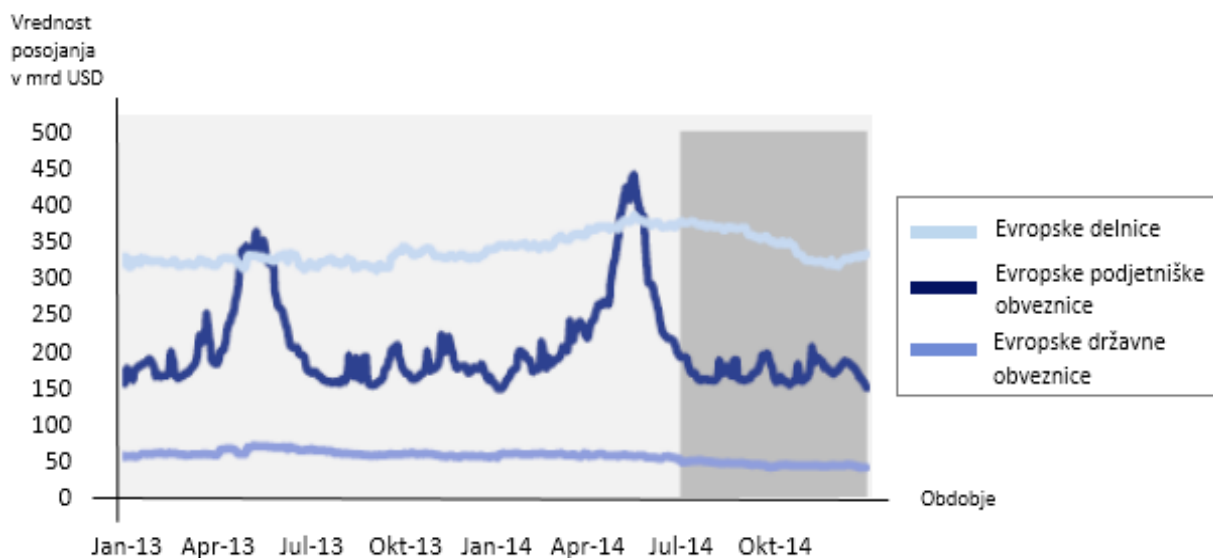
Po podatkih ESME² (2015, str. 18) se je vrednost posojenih vrednostnih papirjev v Evropi v drugi polovici lanskega leta zmanjšala v primerjavi s prvo polovico leta, kar je predvsem posledica zmanjšanja količine delnic in obveznic, vključenih v posojanje. Na slednje ima namreč velik vpliv sezonska komponenta. V ZDA pa se je vrednost posojenih vrednostnih papirjev v omenjenem obdobju nekoliko povečala, kar odraža kombinacijo povečanega posojanja vrednostnih papirjev in povečanja tržne vrednosti vrednostnih papirjev. Podrobnosti so razvidne v nadaljevanju.

1.4.1 Posojanje vrednostnih papirjev v Evropi

Kot že omenjeno, se je vrednost posojenih vrednostnih papirjev na evropskih trgih v drugi polovici leta zmanjšala v primerjavi s prvo polovico leta. Povprečna vrednost posojenih vrednostnih papirjev je znašala konec decembra 2014 v Evropi 527 milijard USD, v prvi polovici leta pa 623 milijard USD. To je bila predvsem posledica izrazitega upada tako v količini kot tudi v tržni vrednosti posojenih delnic, ki so v povprečju padle z vrednosti 193 milijard USD v prvi polovici leta na 150 milijard USD v drugi polovici leta. Posojila v evropskih delnicah kažejo močno sezonsko komponento, in sicer trgovanje iz naslova korporacijskih akcij (angl. *corporate action trading*), v tem primeru gre za izposajo zaradi davčne arbitraže dividend (ta je podrobno opredeljena v poglavju 1.5) med državami (angl. *cross-country tax arbitrage on dividends*). Vrednost izposojenih državnih obveznic in podjetniških obveznic se je od začetka julija do konca decembra prav tako zmanjšala s 380 milijard USD na 335 milijard USD in z 49,5 milijard USD na 41,5 milijard USD. Gibanje vrednosti posojanja vrednostnih papirjev v Evropi je razvidno s Slike 4.

² ESMA pomeni European Securities and Markets Authority. Je evropski organ za vrednostne papirje in trge, ki je neodvisen nadzorni organ Evropske unije s sedežem v Parizu (ESMA, 2011, str. 3 in 4).

Slika 4: Posojanje vrednostnih papirjev v Evropi



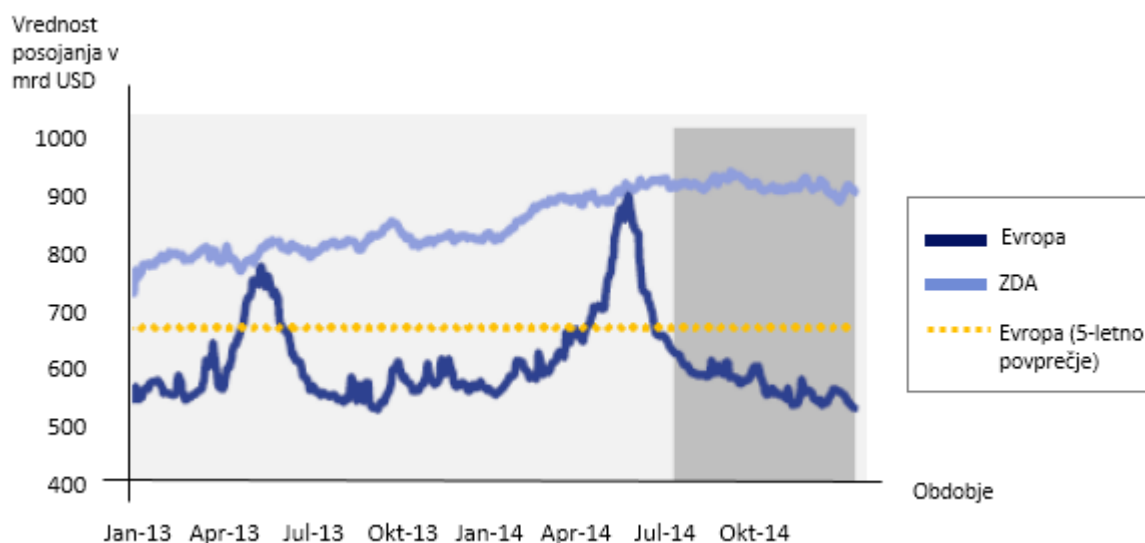
Vir: ESMA, Report on Trends, Risks and Vulnerabilities No. 1., 2015, str. 18.

1.4.2 Posojanje vrednostnih papirjev na mednarodni ravni

V ZDA se je skupna vrednost posojenih vrednostnih papirjev med julijem 2014 in koncem decembra 2014 zmanjšala za 1,8 %. Od tega so se posojila z državnimi obveznicami zmanjšala za 3,4 %, delniška posojila za 0,5 %, posojila s podjetniškimi obveznicami pa za 0,7 %.

Vrednost posojenih vrednostnih papirjev je v omenjenem obdobju znašala v povprečju 891 milijard USD v primerjavi z 908 milijard USD v prvi polovici leta. Skupna vrednost posojenih delnic se je novembra 2014 v primerjavi z decembrom 2013 povečala za več kot 15 % in je znašala 406 milijard USD, kar je posledica višjih tržnih cen vrednostnih papirjev, medtem ko se je vrednost posojenih ameriških zakladnic povečala na okoli 400 milijard USD. Vrednost posojenih vrednostnih papirjev v Evropi predstavlja približno 60 % vrednosti posojenih vrednostnih papirjev v ZDA, kar pomeni rahel padec v primerjavi s preteklim obdobjem. Gibanje vrednosti posojanja vrednostnih papirjev na mednarodni ravni je razvidno s Slike 5.

Slika 5: Posojanje vrednostnih papirjev na mednarodni ravni

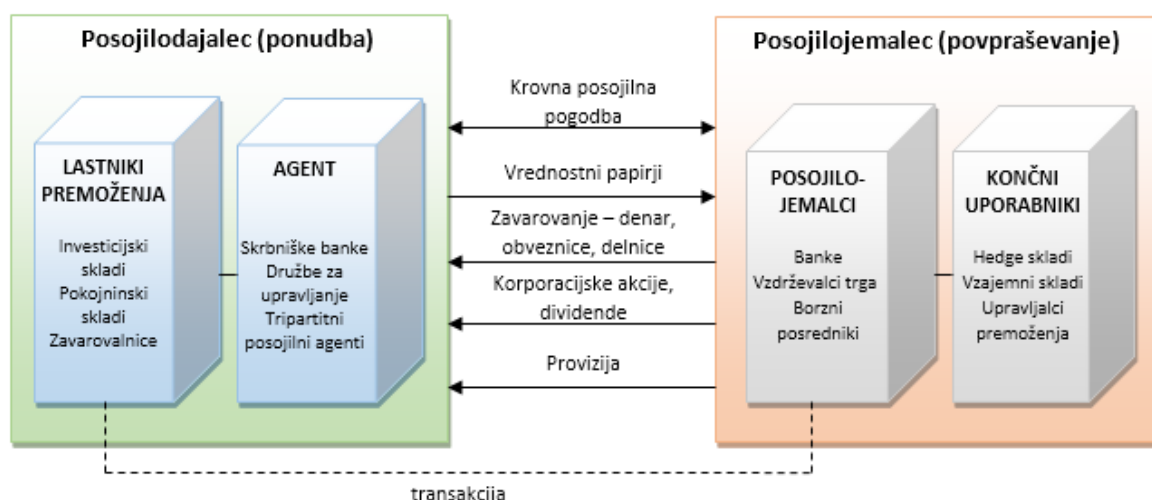


Vir: ESMA, Report on Trends, Risks and Vulnerabilities No. 1., 2015, str. 18.

1.5 Motivi za izposojno vrednostnih papirjev

Na trgu obstajajo številni generatorji ponudbe in povpraševanja po vrednostnih papirjih. Kot že omenjeno, poteka večina izposoje vrednostnih papirjev preko posrednikov, kot so npr. borzni posredniki, banke in vzdrževalci trga. Končni uporabniki pa so predvsem vzajemni in hedge skladi. Slika 6 nam prikazuje glavne akterje tako na strani ponudbe (posojilodajalcev), kot tudi na strani povpraševanja (posojilojemalcev) posoje vrednostnih papirjev ter povezave med njimi.

Slika 6: Generatorji ponudbe in povpraševanja posoje vrednostnih papirjev in povezave med njimi



Vir: ISLA, Securities Lending: An introductory guide, september 2010b , str. 3.

V nadaljevanju so opisani najpogostejši razlogi za izposojno vrednostnih papirjev. V grobem jih lahko razvrstimo v tri skupine (Fabozzi & Mann, 2005, str. 21 in 22), in sicer:

1. Izposoja vrednostnih papirjev za pokrivanje kratkih pozicij pri poravnavi

Sem sodijo: pokrivanje kratke pozicije pri prodaji vrednostnih papirjev (angl. *settlement coverage*), nekrita prodaja na kratko (angl. *naked shorting*), vzdrževanje likvidnosti trga (angl. *market making*), arbitražno trgovanje (angl. *arbitrage trading*) in arbitraža na podlagi zamenljivih obveznic (angl. *convertible bond arbitrage*).

2. Izposoja vrednostnih papirjev kot del finančne transakcije, ki ima v ozadju posojilo denarja (angl. *collateralization*)

3. Izposoja vrednostnih papirjev zaradi začasnega prenosa lastništva v korist obeh strani, posojilodajalca in posojilojemalca

Sem uvrščamo davčno arbitražo (angl. *tax arbitrage*), če je mogoča, in arbitražo na podlagi načrta reinvestiranja dividend (angl. *dividend re-investment plan arbitrage*).

1. a) Pokrivanje kratke pozicije pri prodaji

Gre za izposojno vrednostnih papirjev z namenom zagotovitve poravnave vrednostnih papirjev na trgu pri prodajnem poslu. To je eden od ključnih in tudi eden izmed najpogostejših razlogov za izposojno vrednostnih papirjev. Na ta način se subjekt, ki je prodal vrednostne papirje, le teh pa nima zadostne količine v svojem portfelju, zavaruje pred določenimi restrikcijami na posameznem trgu kot so na primer različni penali za zamudo pri poravnavi (strošek pozne poravnave, buy-in ...) (Harding & Johnson, 2011, str. 7).

1. b) Nekrita prodaja na kratko

Posojilojemalec špekulira s predvidevanji o padanju vrednosti posameznega finančnega instrumenta, ki si ga izposoja, in poskuša na ta način iztržiti dodaten zaslužek v primeru, da bi vrednost papirja v tem času padla. Nekrita prodaja na kratko pomeni prodajo vrednostnih papirjev, ki jih sploh nimaš in jih niti nimaš namena pridobiti. Ta motiv je torej mogoče opredeliti kot izposojno vrednostnih papirjev z namenom, da bi jih prodal v pričakovanju, da bi lahko ekvivalentne vrednostne papirje kupil nazaj po nižji ceni z namenom, da bi te papirje potem vrnil posojilodajalcu. Kot že omenjeno, gre predvsem za špekulacijo, da bo cena padla, kar pomeni, da gre tudi za tvegano strategijo. Takšna oblika prodaje na kratko je bila v času zadnje gospodarske krize v večini držav prepovedana (Bassler & Oliver, 2015, str. 5).

1. c) Vzdrževanje likvidnosti trga

Kratke pozicije pa niso vedno povezane samo s špekulacijami. V ozadju je lahko tudi kritje potreb vzdrževalcev trga glede zagotavljanja likvidnosti. Vzdrževalci likvidnosti zagotavljajo likvidnost določenega vrednostnega papirja z obveznim dnevnim zagotavljanjem omejenih naročil za nakup in prodajo na trgu v določenem tečajnem razmiku ter sklepanjem poslov na podlagi teh naročil. Zaradi navedenega je potrebno, da imajo možnost izposoditi si določen vrednostni papir za kritje prodajnega posla (Fabozzi & Mann, 2005, str. 22 in 23).

1. č) Arbitražno trgovanje

Arbitraža pomeni možnost kupiti premoženje po nižji ceni na enem trgu in ga na drugem trgu takoj prodati po višji ceni. Gre pravzaprav za istočasno kupovanje in prodajanje premoženja z namenom ustvarjanja dobička iz razlike v ceni (The Economic Times, b.l.). Če se pojavi, je ponavadi posledica neučinkovitosti trga. Vendar je zaradi tehnološkega napredka in razvoja postalo izjemno težko ustvarjati arbitražni dobiček. Marsikateri udeleženec na kapitalskih trgih uporablja napredne informacijske tehnologije, s katerimi spremlja fluktuacijo podobnih finančnih instrumentov. Kakršnokoli neučinkovito ovrednotenje finančnega premoženja običajno sproži hitro reakcijo trgovcev in na ta način je priložnost kmalu izločena. Potemtakem lahko definiramo arbitražo tudi kot mehanizem, ki omogoča, da se cene na dolgi rok bistveno ne oddaljijo od realne vrednosti premoženja.

1. d) Arbitraža na podlagi zamenljivih obveznic

Gre za trgovalno strategijo, ki izkorišča cenovno neskladje med izdajateljevimi zamenljivimi obveznicami in njegovimi navadnimi delnicami. Strategija se izvaja z vzpostavitev dolge pozicije v zamenljivo obveznico (ki je zamenljiva v izdajateljeve navadne delnice) in kratke pozicije v določeno število izdajateljevih navadnih delnic (Petkovšek, 2011, str. 1). Ta arbitraža vključuje nakup zamenljive obveznice in hkrati kratko prodajo navadnih delnic z izposojjo vrednostnih papirjev za kritje kratke pozicije (Faulkner, 2007, str. 30).

Poleg arbitraže na podlagi zamenljivih obveznic uvrščamo sem še: arbitražo na podlagi instrumentov z nespremenljivimi donosi (angl. *fixed income arbitrage*), arbitražo na podlagi različnega vrednotenja posameznih naložb na ločenih trgih, arbitražo na podlagi zastopanosti posameznih naložb v indeksih ali pa na podlagi vrednosti posameznih izvedenih finančnih instrumentov (npr. terminskih pogodb).

2. Zavarovanje

Velik prispevek k povpraševanju po visokokakovostnih državnih vrednostnih papirjih, vključenih v program posojanja vrednostnih papirjev, je zahteva po izposoji vrednostnega papirja z namenom zavarovanja neke druge transakcije.

Primer: borzni posrednik si lahko izposodi delnice od posojilodajalca, ki za izposajo zahteva zavarovanje v obliki državnih obveznic, in v kolikor teh državnih obveznic nima, si jih mora izposoditi, da lahko ustrezno zavaruje transakcijo.

Druge finančne transakcije, ki lahko zahtevajo državne vrednostne papirje v zavarovanje, vključujejo predvsem izvedene finančne instrumente, terminske pogodbe in opcije (Bassler & Oliver, 2015, str. 4).

Poleg prej omenjenih motivov za izposajo vrednostnih papirjev je potrebno omeniti tudi koristi, ki so povezane s prenosom lastništva tako za posojilodajalca kot tudi za posojilojemalca. Sem uvrščamo arbitražo iz naslova davkov in arbitražo iz naslova načrtov reinvestiranja dividend.

3. a) Davčna arbitraža

Arbitraža na podlagi davkov izhaja iz nesimetričnega obravnavanja rezidentov in nerezidentov posamezne države glede na davek po odbitku (angl. *withholding tax*) ali pa zaradi davčnega statusa dveh subjektov. Gre torej za izkoriščanje prednosti različnih davčnih stopenj obdavčljivih prihodkov, ki so posledica raznolikih davčnih sistemov različnih držav.

Primer: tuj posojilodajalec (ne rezident) je na primer v Nemčiji upravičen do 75 % izplačila dividende, davek na izplačilo dividende tako znaša 25 % (brez možnosti povračila davka). Vrednostne papirje lahko posodi nemškemu investitorju (rezidentu), ki je izvzet iz plačila davka in tako prejme 100 % izplačilo dividende. V primeru, da posojilodajalec od posojilojemalca zahteva na primer 95-procentno vrnitev dividende, do katere je v vsakem primeru upravičen, na ta način pridobi 20-procentni donos iz naslova prejetega izplačila dividende (Faulkner, 2007, str. 34).

3. b) Arbitraža na podlagi načrta reinvestiranja dividend

Arbitraža iz naslova načrtov reinvestiranja dividend pa se predvsem nanaša na posojilodajalce, ki zaradi določene strukture naložb ne morejo izkoristiti ugodnega reinvestiranja dividend (npr. indeksni skladi). Prednosti izkoristi predvsem posojilojemalec, koristi pa se razdelijo v obliki nižje posojilne provizije.

Primer: indeksni sklad, korporacijska akcija – izplačilo dividend v denarju ali reinvesticija dividend po ugodnejši ceni od tržne. Indeksni sklad bi moral v tem primeru izbrati izplačilo dividend v denarju in edina možnost dodatnega zaslužka je, da posodi vrednostne papirje posojilodajalcu, ki stremi k temu, da (Fabozzi & Mann, 2005, str. 25):

- si izposodi čim večjo količino vrednostnih papirjev po najnižji možni ceni,
- se odloči za reinvesticijo dividend in tako dobi čim več novih papirjev po ugodnejši ceni,

- proda te novo pridobljene vrednostne papirje in ustvari dobiček v višini razlike med tržno ceno in ceno, po kateri je na podlagi korporacijske akcije pridobil nove papirje,
- vrne vrednostne papirje vključno z vračunanimi dividendami posojilodajalcu.

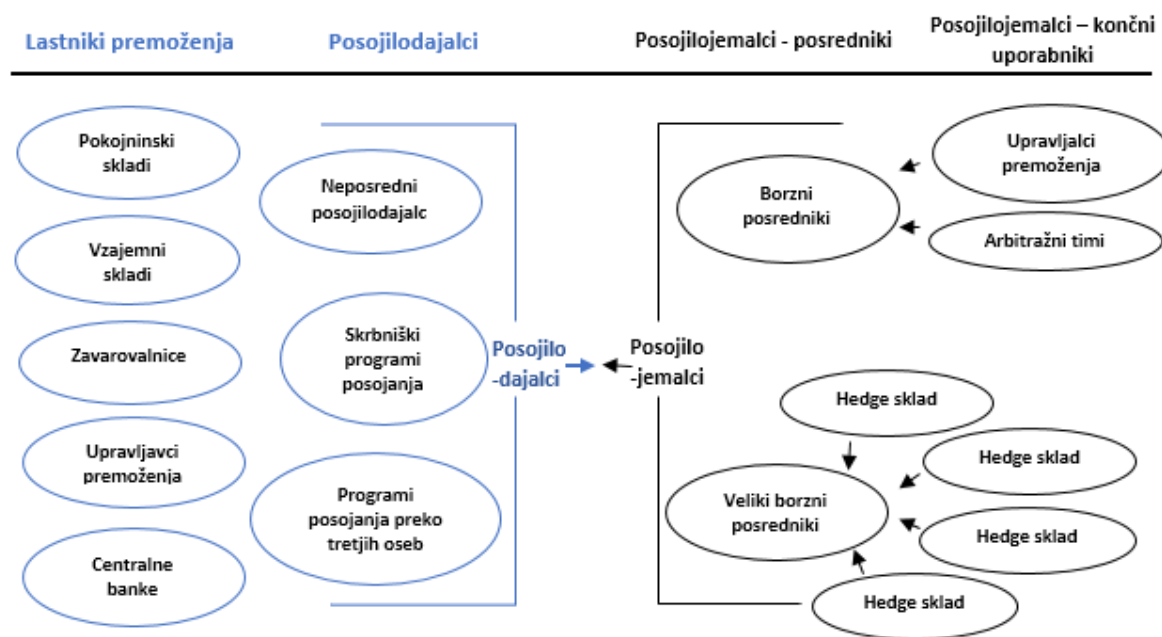
1.6 Modeli posojanja vrednostnih papirjev

Današnji izposojevalci vrednostnih papirjev imajo več možnosti izposoje vrednostnih papirjev kot kdajkoli prej. Razvrščamo jih v 3 kategorije (Bassler & Oliver, 2015, str. 7), in sicer:

1. posojanje vrednostnih papirjev preko modela globalnih skrbnikov (angl. *custodian agency model*),
2. posojanje vrednostnih papirjev preko modela tretjih oseb (angl. *third party (non-custodial agency model)*),
3. direktno posojanje vrednostnih papirjev (angl. *direct lending model*).

Modeli posojanja vrednostnih papirjev so razvidni tudi s Slike 7.

Slika 7: Modeli posojanja vrednostnih papirjev



Vir: P. Bassler in E. Oliver, *Securities Lending Best Practice, A guidance Paper for Institutional Investors*, 2015, str. 7.

1.6.1 Posojanje vrednostnih papirjev preko modela globalnih skrbnikov

Globalni skrbniki so bili v preteklosti glavni spodbujevalci posojanja vrednostnih papirjev za stranke, za katere so opravljali skrbniške storitve. Stranki so za določeno ceno ponujali

nabor več storitev, kot na primer skrbniške storitve, administrativne storitve itd. Vse pogosteje pa se je uveljavljala praksa, da se za vsako storitev določi svojo ceno na individualni ravni, saj je na ta način omogočena lažja primerjava cen za posamezno storitev.

Tako imenovani posojilni bazeni (angl. *lending pools*) vrednostnih papirjev (vsi vrednostni papirji, razpoložljivi za posojanje pri agentu) v skrbništvu globalnih skrbnikov so precej obsežni, kar je zanimivo za posojilojemalce, saj zagotavlja večjo likvidnost.

Računi, na katerih so vrednostni papirji ter računi vrednostnih papirjev namenjenih posojanju vrednostnih papirjev, so med sabo povezani in posojanje papirjev poteka preko čakalne vrste. Alokacija vrednostnih papirjev, izbranih iz čakalne vrste, se izračuna z uporabo posebnega avtomatskega algoritma, ki zagotovi, da so posojilodajalci pravično obravnavani. Tako zavarovanje v denarni kot tudi v nedenarni obliki sta združena zaradi operativne učinkovitosti. Na splošno gledano so denarna sredstva za zavarovanje združena z namenom reinvesticije in s tem zagotovitve večje stabilnosti. Dandanes pa se zaradi vse večjih zahtev po prilagodljivosti vse pogosteje uporabljajo ločene strategije zavarovanja (Bianconi et al., 2010, str. 34–36).

1.6.2 Posojanje vrednostnih papirjev preko modela tretjih oseb

Ta model je podoben prej omenjenemu modelu, s tem da je v tem primeru posojanje vrednostnih papirjev ločeno od katerekoli druge skrbniške dejavnosti. Ti agenti so specializirani samo za posojanje vrednostnih papirjev, čeprav so nekateri povezani z borznoposredniškimi posli.

Značilno je, da so sredstva posojilodajalca združena z namenom posojanja in posojila so predmet pogovorov z posojilojemalci. Večina teh posojilnih agentov ima možnost upravljanja z denarjem, danim v zavarovanje, vendar imajo posojilojemalci na splošno gledano možnost, ki vključuje tudi izbor likvidnih denarnih skladov ali v nekaterih primerih možnost plasirati denarna sredstva v lastne denarne tržne produkte. Takšen model posojanja vrednostnih papirjev ponujajo tudi skrbniške banke, vendar samo za sredstva, za katera ne izvajajo skrbniških storitev (Faulkner, 2007, str. 24).

1.6.3 Direktno posojanje vrednostnih papirjev

V tem primeru gre za neposredno pogodbeno razmerje med posojilojemalcem in posojilodajalcem. Glavna prednost tega modela je, da posojilodajalec zadrži vse prihodke. Slaba stran pa je, da posojilodajalec nima tako razvite infrastrukture, kot jo imajo globalni skrbniki in agenti, ki se ukvarjajo samo s posojjo vrednostnih papirjev (Fabozzi & Mann, 2005, str. 20).

Ko je enkrat model posojanja vrednostnih papirjev vzpostavljen, pa obstajata dve možnosti izvajanja strategije posojanja (Bassler & Oliver, 2015, str. 8):

- a) posojanje vrednostnih papirjev po potrebi (angl. *discretionary lending*) in
- b) ekskluzivno posojanje (angl. *principal exclusive*).

a) Posojanje vrednostnih papirjev po potrebi

Posojilodajalec ali njegov agent se za posamezno posojilo dogovarja direktno s posojilojemalcem. Posojila so dogovorjena po telefonu ali preko Bloomberg sistema. V tej strategiji se cena posojila dnevno spreminja glede na tržne spremembe in vsi posojilni posli so sklenjeni najbolj optimalno (angl. *best effort basis*). Vedno bolj narašča elektronsko poslovanje preko pošiljanja posebne datoteke preko posebnih portalov, kot je »Autoborrow³« ali pa »AQS⁴« (v ZDA).

b) Ekskluzivno posojanje

Posojilodajalec ali njegov agent se za posojilo dogovarja s posrednikom. Posojilojemalec plača zagotovljeno nadomestilo za ekskluzivni dostop do portfelja vrednostnih papirjev za izposajo. Za razliko od strategije pod točko a) je v tem primeru dohodek iz naslova posoje vrednostnih papirjev zagotovljen in provizija za izposajo je stabilna in konsistentna v dogovorjenem času (običajno je to eno leto). Posojilodajalec je na ta način zaščiten glede znižanja prihodka. Možno je, da ima posojilodajalec takšno strategijo z več različnimi posojilojemalci za različne vrste portfelja. V primeru, da posojilodajalec uporablja agenta, je upravičen do nadomestila in popolne administrativne in operativne podpore. V nasporotnem primeru pa mora skleniti pogodbeni odnos s skrbnikom, ki mu nudi administrativno in operativno podporo, in v tem primeru nadomestilo ni zagotovljeno, če posojilojemalec ne plača (Bassler & Oliver, 2015, str. 8).

1.7 Vrste vrednostnih papirjev, ki se lahko posojajo

Večino tržnih vrednostnih papirjev se lahko posoja, a potrebno je poudariti, da niso vsi vrednostni papirji za to primerni iz različnih razlogov, kot na primer: povpraševanje po vrednostnih papirjih, različna tveganja, likvidnost vrednostnih papirjev in višina prihodkov iz naslova posojanja. Vsak vrednostni papir je potrebno posebej obravnavati in pregledati z vidika navedenih razlogov.

Na splošno velja, da se lahko posoja naslednje vrednostne papirje: državne obveznice (angl. *government bonds*), podjetniške obveznice (angl. *corporate bonds*), agencijske

³ Popolnoma avtomatiziran sistem za posojanje in izposojanje lastniških in dolžniških vrednostnih papirjev (Equilend, b.l.).

⁴ Trgovalna platforma za posojanje vrednostnih papirjev, namenjena posojilodajalcem in posojilojemalcem (Quadriserv, b.l.).

obveznice (angl. *agency bonds*), vrednostne papirje, ki so kriti s premožajem v obliki hipotekarnega kredita, zavarovanega s hipoteko na nepremičnini (angl. *mortgage backed securities*), nadnacionalne obveznice (angl. *supranational bonds*), globalne delnice (angl. *global equities*), trgovane vzajemne sklade (angl. *exchange traded funds – ETFs*), ameriška potrdila o lastništvu (angl. *american depository receipts – ADRs*) in globalna potrdila o lastništvu (angl. *global depository receipts – GDRs*) (Bassler & Oliver, 2015, str. 9).

1.8 Cena posojanja vrednostnih papirjev

Za posojanje prejme posojilodajalec provizijo, ki je izražena v bazičnih točkah (v nadaljevanju b.t.) glede na originalno tržno vrednost posojenih vrednostnih papirjev. V primeru, da je finančno zavarovanje v obliki gotovine, je provizija manjša, saj lahko posojilodajalec gotovino začasno investira in na ta način zasluži dodatno donosnost (Faulkner, 2007, str. 35).

Višina provizije je, kot navaja Faulkner (2007, str 36), odvisna od:

- ponudbe in povpraševanja po posojanju vrednostnega papirja,
- prilagodljivosti vrednostnih papirjev v zastavi,
- višine dividend in obresti na posameznih vrednostnih papirjih,
- verjetnosti odpoklica posojilnega razmerja.

Provizija se začne obračunavati vključno od dneva poravnave (angl. *settlement date*) pa do izteka izposoje z izključenim dnevom, ko se papirji prenesejo nazaj k posojilodajalcu (angl. *business day*). Če v pogodbi ni drugače dogovorjeno, se običajno v obdobju akumulirana provizija izplača posojilodajalcu najkasneje v roku enega tedna od dne vračila posojenega vrednostnega papirja (Faulkner, 2007, str. 35).

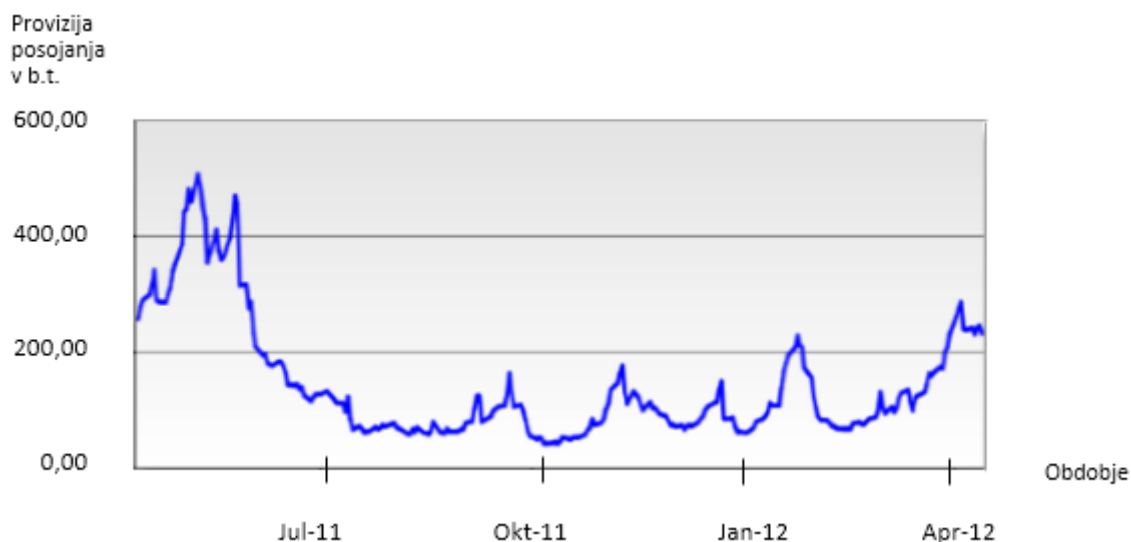
Cena, ki jo posojilodajalec zaračuna za posojene vrednostne papirje, je funkcija ponudbe in povpraševanja. Dinamika ponudbe in povpraševanja torej vodi pogajanja o posojilnih transakcijah z vrednostnimi papirji. Kjer je povpraševanje glede na ponudbo visoko, so cene posledično višje in seveda obratno. Za posojilo vrednostnih papirjev, ki si jih je lahko izposoditi, je cena običajno okrog 10 b.t., za posojilo z vrednostnimi papirji, ki si jih je težje izposoditi, pa je cena lahko tudi 500 b.t. ali več. Katerikoli vrednostni papir ima lahko višjo ceno, če ima za posojilojemalca neko večjo vrednost kot pa samo na primer pokrivanje kratke prodaje. Cena se dejansko določi na podlagi posojilojemalčevega in posojilodajalčevega znanja poznavanja trga ter na podlagi določenih tržnih podatkov, ki jih pripravljajo prav za to specializirana podjetja (ISLA, 2012, str. 12).

Splošno gledano obstaja veliko vrednostnih papirjev, ki so zelo likvidni in široko dostopni, obstajajo pa tudi vrednostni papirji, po katerih je povpraševanje zelo močno in si jih je zelo

težko izposoditi. S tako iskanimi vrednostnimi papirji se lahko na letni ravni zasluži med 100 pa vse do 6.000 b.t. ali celo še več (Bassler & Oliver, 2015, str. 10).

Slika 8 in Slika 9 prikazujeta gibanje cene posoje vrednostnih papirjev med aprilom 2011 in aprilom 2012 za evropske delnice in evropske obveznice.

Slika 8: Gibanje cene posoje evropskih lastniških vrednostnih papirjev



Vir: ISLA, *Securities Lending Guide for policy makers*, 2012, str. 12.

Slika 9: Gibanje cene posoje evropskih dolžniških vrednostnih papirjev



Vir: ISLA, *Securities Lending Guide for policy makers*, 2012, str. 13.

Povprečna cena posoje delnice v omenjenem obdobju znaša 144,78 b.t., za obveznice pa 15,22 b.t. na letni ravni (ISLA, 2012, str. 12 in 13).

1.9 Vrste transakcij pri posojanju z vrednostnimi papirji

V osnovi se transakcije posojanja delijo na podlagi vrste zavarovanja, ki je lahko, kot že omenjeno, v denarni obliki ali pa v obliki vrednostnih papirjev oziroma drugega premoženja. Tako ločimo transakcije posojanja z vrednostnimi papirji, zavarovane z denarjem, in transakcije posojanja z vrednostnimi papirji, zavarovane z vrednostnimi papirji ali drugim premoženjem. Obe vrsti sta opredeljeni v nadaljevanju.

Prav tako je potrebno izpostaviti, da je pri posojanju vrednostnih papirjev pomembno tudi obdobje posoje. Večina transakcij iz naslova posoje vrednostnih papirjev je na odpoklic, kar pomeni, da se jih lahko odpokliče kadarkoli. To omogoča upravljavcu premoženja, da še naprej sklepa nakupne in prodajne posle ne glede na to, ali so le ti izposojeni. Določene strategije pa zahtevajo, da so vrednostni papirji posojilojemalcu na voljo daljše časovno obdobje.

Basel III⁵ po pravilu likvidnostne pokritosti nalaga posojilojemalcu raje dolgoročna posojila z ročnostjo, daljšo od 30 dni pa vse do enega leta. V takšnih primerih lahko posojilodajalci določijo višjo ceno posoje vrednostnih papirjev, saj ti neko določeno dogovorjeno obdobje ne morejo biti odpoklicani. Kljub temu pa je tudi v takšnih primerih možna pravica do zamenjave vrednostnih papirjev, in sicer v primerih, ko si posojilojemalec izposodi košarico vrednostnih papirjev in se ne ukvarja preveč s tem, kateri vrednostni papirji so vključeni v to košarico, in v takšnih primerih je možno vrednostne papirje zamenjati, če je to potrebno (Bassler & Oliver, 2015, str. 10).

Na drugi strani pa določeni institucionalni investitorji zaradi regulatornih zahtev ne smejo posojati za neko časovno obdobje. Med te institucijske investitorje uvrščamo UCITS⁶ sklade, ki so predmet ESMA smernic. Te predpisujejo, da mora biti omogočeno, da se vrednostne papirje lahko kadarkoli odpokliče, saj morajo biti le ti vedno razpoložljivi (ESMA, 2012, str. 6).

1.9.1 Transakcije, zavarovane z vrednostnimi papirji oziroma z drugim premoženjem

Zavarovanje v nedenarni obliki je običajno sestavljeno iz naslednjih vrednostnih papirjev: iz državnih obveznosti, podjetniških obveznosti, konvertibilnih obveznosti, delnic, potrdil o vlogi in drugih instrumentov denarnega trga (Faulkner, 2007, str. 16).

⁵ Basel III pomeni kapitalske standarde, ki določajo kapitalske zahteve.

⁶ UCITS pomeni Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities.

Na voljo je torej široka paleta negotovinskega zavarovanja, ki je dovoljena in določena s strani regulatorja. Ameriški vzajemni skladi lahko sprejmejo nedenarno zavarovanje v obliki ameriških državnih obveznic in akreditivov. V Evropi pa lahko posojilodajalci sprejmejo tudi mednarodne državne obveznice in v nekaterih primerih tudi delnice.

Zavarovanje mora biti vključno z maržo prejeto vnaprej, pred nakazilom vrednostnih papirjev posojilojemalcu. Na ta način je posojilodajalec v celoti zavarovan v primeru neplačila posojilojemalca.

Cena vrednostnih papirjev se tako v obliki posojila kot tudi v obliki zavarovanja dnevno preverja. S tem se zagotovi, da zavarovanje zadostuje za kritje posojila in marže skladno s posojilno pogodbo.

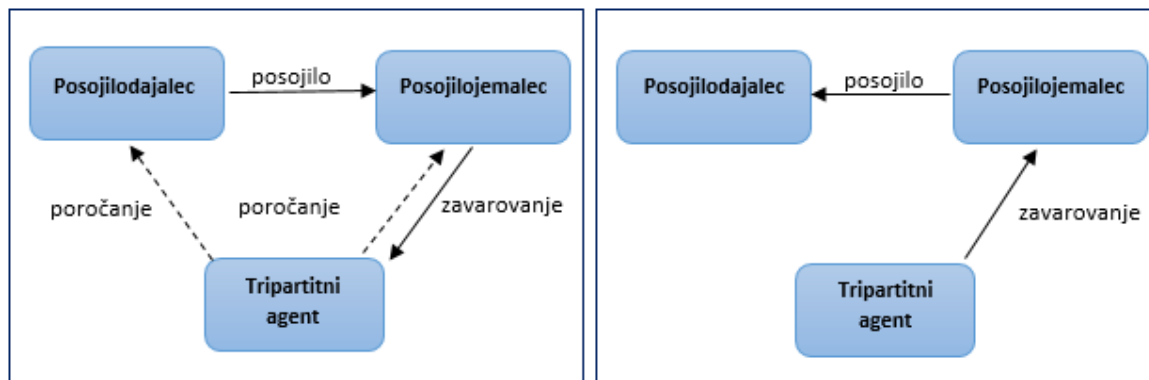
Negotovinsko zavarovanje zahteva vzpostavitev bodisi bilateralnega računa pri skrbniški banki ali pa tripartitne pogodbo z agentom, kjer se lahko hranijo vrednostni papirji, prejeti v zavarovanje. Prvi način običajno ponuja manjšo operativno učinkovitost, zato so preferirani računi pri agentih. V ZDA in Evropi trenutno obstajajo štirje glavni tovrstni agenti, in sicer The Bank of New York Mellon, JP Morgan Chase, Clearstream Banking in Euroclear Bank. Običajno borzni posredniki uporabljajo enega ali več, odvisno od posameznih pogojev skrbniških storitev (Bassler & Oliver, 2015, str. 11).

Kot bomo videli tudi v 3. poglavju, prinaša najem omenjenih specializiranih agentov vrsto prednosti tako za posojilodajalca kot tudi za posojilojemalca. Agent opravlja vse dnevne aktivnosti, povezane z posojlo vrednostnih papirjev, in sicer: razporejanje, oblikovanje cen, preverjanje, izračun dnevnih zahtev po kritju, razna poročanja za vse udeležene stranke, skratka, opravlja vse aktivnosti posoje in izposoje vrednostnih papirjev in samega zavarovanja. To vse pa omogoča popolno transparentnost in je za posojilodajalca zagotovo zelo učinkovit način za upravljanje tveganja zavarovanja.

Slika 10 prikazuje postopek začetka in zaključka izposoje vrednostnih papirjev in koleracije med udeleženiimi strankami v primeru, ko je posojilo zavarovano z vrednostnimi papirji. Iz Tabele 1 pa je razviden izračun denarnega toka prav tako v primeru, ko finančno zavarovanje ni v denarni obliki.⁷

⁷ Pri izračunu je upoštevana predpostavka, da se cena vrednostnega papirja na posoji ne spreminja. V realnosti se cena običajno vsakodnevno spreminja.

Slika 10: Postopek posoje vrednostnih papirjev in koleracije med udeleženi strankami v primeru, ko je posojilo zavarovano z vrednostnimi papirji – začetek in zaključek izposoje



Vir: F. J. Fabozzi in S. V. Mann, *Securities Lending and Repurchase Agreements*, 2005, str. 6.

Tabela 1: Izračun denarnega toka v primeru, ko finančno zavarovanje ni v denarni obliki

Datum sklenitve posla	13. junij 2007
Datum poravnave posla.....	16. junij 2007
Vrsta posla	odprt
Vrednostni papir	XYZ
Cena vrednostnega papirja	£ 10.000
Količina	100.000
Sposojena vrednost	£ 1.000.000,00
Provizija posojanja	50 b.t.
Varščina	VP, ki sestavljajo indeks FTSE 100 (DBVs) ⁸
Zahtevana marža	5 %
Zahtevana varščina	£ 1.050.000,00 v DBVs
Dnevni prihodek	£ 1.000.000,00 x 0,005 x (1/365) = £ 13,70
V primeru posoje vrednostnega papirja za obdobje enega meseca (do 16. julija 2007) dobimo naslednje prihodke:	
- prihodki do 30. junija 2007 znašajo £ 91,80 (£ 3,70 x 14 dni)	
- prihodki do 16. julija 2007 znašajo £ 219,20 (£ 13,70 x 16 dni)	
Skupni prihodki torej znašajo £ 411,00.	

Vir: M. C. Faulkner, *An Introduction to Security Lending*, 2007, str. 17.

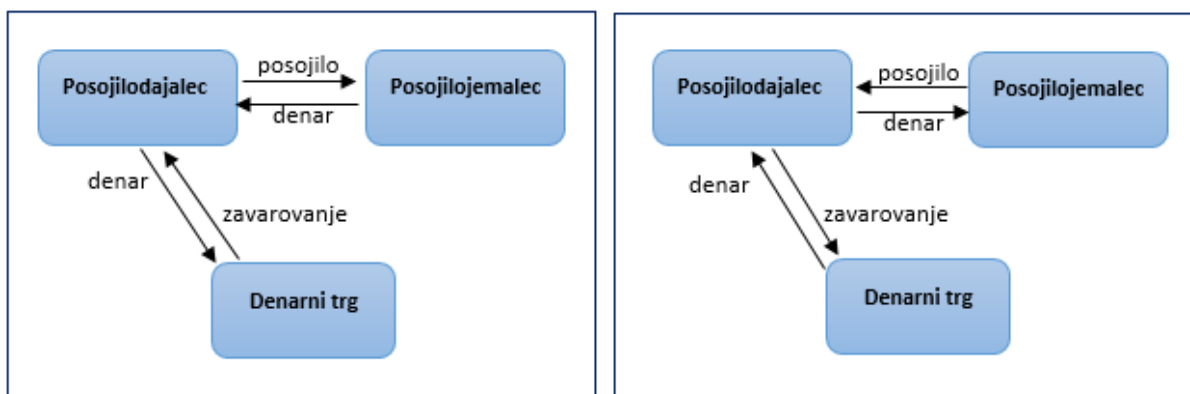
⁸ DBV (angl. *delivery by value*, v nadaljevanju DBV) – Zbirka vrednostnih papirjev, zbranih s strani CREST-a po nekem notranjem algoritmu. Ti vrednostni papirji služijo kot zavarovanje posojenih vrednostnih papirjev.

1.9.2 Transakcije, zavarovane z denarjem

V ZDA je 80 % transakcij v programu posojanja vrednostnih papirjev zavarovanih z gotovino. Najpogostejša valuta je USD, čeprav se lahko uporabljajo tudi druge valute, kot na primer EUR, GBP itd. Denarno zavarovanje se izvede v obliki transakcije proti plačilu (angl: *delivery versus payment*, v nadaljevanju DVP), kar pomeni, da gre za simultano poravnavo denarja in posojenih vrednostnih papirjev. V kolikor takšna oblika poravnave ni možna, je potrebno najprej izvesti plačilo. Denar, prejet kot zavarovanje, se naprej investira v sklade ali v kratkoročne instrumente denarnega trga (Bassler & Oliver, 2015, str. 10 in 11). Po zaključku posojila posojilodajalec vrne posojilodajalcu vrednostne papirje, posojilodajalec pa vrne denar, prejet kot zavarovanje.

Slika 11 prikazuje postopek začetka in zaključka izposoje vrednostnih papirjev in koleracije med udeleženiimi strankami v primeru, ko je posojilo zavarovano z gotovino.

Slika 11: Postopek posoje vrednostnih papirjev in koleracije med udeleženiimi strankami v primeru, ko je posojilo zavarovano z gotovino – začetek in zaključek izposoje



Vir: F. J. Fabozzi in S. V. Mann, *Securities Lending and Repurchase Agreements*, 2005, str. 8.

Prihodek iz naslova posoje vrednostnih papirjev, katerih zavarovanje je v obliki gotovine, je drugačen od tistega z negotovinsko transakcijo, in sicer gre za razliko med plačano in prejeto obrestno mero z upoštevanjem diskontne stopnje, kot je razvidno iz spodnjega izračuna.

V primeru posoje zelo iskanih vrednostnih papirjev, po katerih je povpraševanje zelo visoko, je diskontna stopnja negativna (Bassler & Oliver, 2015, str. 10 in 11) kar pomeni, da posojilojemalec dejansko plača posojilodajalcu določeno provizijo. Iz tega izhaja, da prihodek posojilodajalca predstavlja celotni iztržek iz naslova obrestne mere za reinvesticijo denarja plus provizijo iz naslova vrste vrednostnega papirja, ki je predmet posojila.

Izračun denarnega toka v primeru, ko je finančno zavarovanje v denarni obliki je razviden iz Tabele 2.⁹

Tabela 2: Izračun denarnega toka v primeru, ko je finančno zavarovanje v denarni obliki

Datum sklenitve posla	13. junij 2007
Datum poravnave posla.....	16. junij 2007
Vrsta posla	odprt
Vrednostni papir.....	XYZ
Cena vrednostnega papirja	£ 10.000
Količina	100.000
Sposojena vrednost	£ 1.000.000,00
Diskontna stopnja.....	80 b.t.
Varščina	denar (USD)
Zahtevana marža	5 %
Zahtevana varščina	\$ 1.718.850,00 (£ 1.050.000,00 x 1,637)
Obrestna mere (za reinvesticijo).....	130 b.t.
Dnevni prihodek	\$23.87 oz £14.58 (\$ 1.718.850,00 x 0,005 x (1/360))
Tečaj menjave: 1 GBP je 1,637 USD	
V primeru posoje vrednostnega papirja za obdobje enega meseca (do 16. julija 2007) pride do dveh denarnih tokov. Prihodek za posojilodajalca izhaja iz razlike med diskontno stopnjo in obrestno mero za reinvesticijo denarja (50 b.t.).	
Plačilo posojilojemalcu:	
(\$1.718.850,00 x 0,008 x (1/360) = \$ 38.20)	
- do 30. junija 2007 znaša \$534,80 (\$38.20 x 14 dni)	
- do 16. julija 2007 znaša \$611.20 (\$38.20 x 16 dni)	
Prihodek posojilodajalca:	
- do 30. junija 2007 znaša £ 204,12 (£ 14,58 x 14 dni)	
- do 16. julija 2007 znaša £ 233.28 (£ 14.58 x 16 dni)	
Skupni prihodek torej znaša £ 437,40.	

Vir: M. C. Faulkner, *An Introduction to Security Lending*, 2007, str. 19.

⁹ Pri izračunu je upoštevana predpostavka, da se cena vrednostnega papirja na posoji ne spreminja. V realnosti se cena običajno vsakodnevno spreminja.

Če povzamemo, je težko reči, katero zavarovanje je boljše od drugega. V večini primerov je to bolj povezano z regulatornimi zahtevami kot pa s komercialnimi prednostmi posojilodajalcev, posojilojemalcev ali agentov.

Ameriški zakon o stečajih na primer izvzema iz stečajne mase gotovinsko zavarovanje za posojilo vrednostnih papirjev. Rezultat tega je, da daje večina posojilodajalcev v ZDA prednost denarnemu zavarovanju. Ameriški in kanadski vzajemni skladi ter ameriški pokojninski skladi ne morejo sprejeti lastniških vrednostnih papirjev v zavarovanje, ampak lahko sprejmejo samo gotovino ali pa visoko ocenjen državni dolg. V Evropi pa je bolj razširjeno nedenarno zavarovanje, medtem ko uporabljajo denarno zavarovanje samo določeni investitorji. Za večino vzajemnih skladov UCITS določajo pravila dopustne načine zavarovanja. Katerakoli oblika likvidnega zavarovanja (denar, delnice, obveznice) je lahko primerna toliko časa, dokler so marže, določene na osnovi likvidnosti in cenovne volatilnosti, oblike zavarovanja, enako tudi koleracije med zavarovanjem in posojenim vrednostnim papirjem (BlackRock, 2012, str. 5).

1.10 Prihodki iz naslova obresti, dividend in korporacijske akcije

1.10.1 Prihodki iz naslova obresti in dividend

Posojilojemalec, ki je v obdobju trajanja izposoje vrednostnih papirjev pravni imetnik izposojenih papirjev in tako tudi upravičenec do izplačila dividend oziroma kuponskih obresti, se v sporazumu o izposoji obveže, da bo posojilodajalcu na dan plačila ali na kak drug dan, ki je naveden v pogodbi (običajno skupaj z izposojenimi vrednostnimi papirji), vrnil prejete dohodke iz naslova obresti in dividend oz. ekvivalent teh dohodkov (angl. *manufacturing*). Enako velja tudi v primeru zavarovanja z vrednostnimi papirji. Posojilodajalec je zaradi prenosa lastništva pravni imetnik vrednostnih papirjev, ki predstavljajo varščino, in tako tudi upravičenec do izplačila dividend oziroma kuponskih obresti. Prav tako se tudi on v sporazumu v okviru finančnega zavarovanja zaveže, da bo posojilojemalcu na dan plačila oziroma na v pogodbi določen dan (običajno skupaj z vračilom zavarovanja) vrnil prejete dohodke iz naslova obresti in dividend oziroma njihov ekvivalent (ISLA, 2010a, str. 15; Faulkner, 2007, str. 38, 47–50).

1.10.2 Prihodki iz naslova dividend v obliki novih vrednostnih papirjev

V primeru upravičenosti posojenih vrednostnih papirjev do izplačila dividend v obliki novih vrednostnih papirjev se ti novo pridobljeni vrednostni papirji dodajo posojenim vrednostnim papirjem in se ne prenesejo k posojilodajalcu, dokler se ne izteče obdobje izposoje vrednostnih papirjev in dokler niso izpolnjene obveznosti iz naslova posojila. Enako velja tudi v primeru prejetja dividend v obliki novih vrednostnih papirjev za vrednostne papirje, ki predstavljajo zavarovanje (ISLA, 2010a, str. 15).

1.10.3 Glasovalne pravice

Ekonomске koristi vključujejo poleg pravice do dividend in natečenih obresti tudi pravico do uveljavljanja glasovalnih pravic, ki pa jih ni mogoče prenesti nazaj na posojilodajalca.

V preteklosti so obstajali primeri, ko so se glasovalne pravice iz posojenih vrednostnih papirjev koristile z namenom vplivanja na izdajatelja (na primer, ko se je odločalo o prevzemu podjetja ...); to pa velja za nesprejemljivo poslovno prakso, čeprav ni nujno v nasprotju z zakonodajo.

V ZDA si na primer noben borzni posrednik ne sme izposoditi vrednostnih papirjev, če razlog za to ni opredeljen kot dovoljen s strani njihovega regulatorja Federal Reserve. Izposoja vrednostnih papirjev z namenom vplivanja na glasovanje na skupščini delničarjev ali posoja vrednostnih papirjev s tem namenom lahko privede borzno hišo do zelo resnih kazni (RMA, 2010, str.10).

V primeru, da bi posojilodajalec želel uveljavljati svojo pravico do glasovanja, mora odpoklicati posojilo v vnaprej določenem času in pred dnevom, ko se ugotavlja upravičenost za glasovanje (angl. *record date*). Ne glede na to pa je potrebno povedati, da niso vse glasovalne pravice iz naslova posojenih vrednostnih papirjev izgubljene. Določen del posojenih delnic je bil na trgu zagotovo tudi prodan (na primer pri izposoji vrednostnih papirjev za kritje kratke prodaje). Kupci teh vrednostnih papirjev ne vedo, da so to izposojene delnice, saj jih bodo imeli na računu evidentirane kot svojo lastnino in tako bodo lahko izkoristili svojo pravico za glasovanje na skupščini delničarjev. Vseeno pa določen odstotek izgube glasovalnih pravic zagotovo nastane pri posojanju vrednostnih papirjev, in sicer iz naslova vrednostnih papirjev, namenjenih zavarovanju (Faulkner, 2007, str. 47–50; ISLA, 2013).

1.10.4 Korporacijske akcije

Koristi iz naslova korporacijskih akcij (bonusna izdaja delnic, delitev delnic, ponudba za odkup delnic ...) pripadajo posojilodajalcu. Če pride do korporacijske akcije v času izposoje vrednostnih papirjev, mora posojilojemalec pravočasno in ustrezno obvestiti nasprotno stran o poteku korporacijske akcije in upoštevati željo posojilodajalca (Fabozzi & Mann, 2005, str. 30).

1.11 Drugi podobni posli posojanju vrednostnih papirjev

Vsebinsko podobna posla posojanju vrednostnih papirjev sta:

- repo posel (angl. *repurchase agreement*),
- transakcije nakupa in ponovne prodaje (angl. *buy/sell back*).

Pri repo poslu gre za transakcijo, ki obsega prodajo instrumenta ob sočasnem dogovoru za njegov povratni odkup po določeni ceni na določen dan v prihodnosti (ali na odpoklic). Ročnost je odvisna od interesa strank in običajno traja od enega dne do enega leta.

Obstajata dva razloga, ki vodita k sklenitvi repo poslov. Prvi razlog je potreba po financiranju. V tem primeru prodajalec proda vrednostne papirje z namenom, da bi zbral določena denarna sredstva. Kupec bo v tem primeru sprejel katerekoli vrednostne papirje, seveda pod pogojem, da so primerne kakovosti. Pobudnik posla je prodajalec, vrsta repo posla pa se imenuje splošni repo (angl. *general collateral*) (Snoj, 2001, str. 2). To je tudi ena od ključnih razlik med posojanjem vrednostnih papirjev in repo poslom, saj je pri posojanju vrednostnih papirjev glavni razlog potreba po vrednostnih papirjih in ne potreba po financiranju.

Drugi razlog za sklenitev repo poslov, ki ga navaja Snojeva (2001, str. 2), pa je potreba po točno določeni vrsti vrednostnih papirjev. V tem primeru je pobudnik posla kupec vrednostnih papirjev, ki ima kratko pozicijo v določeni vrsti vrednostnih papirjev. Ta vrsta repo posla se imenuje posebni repo (angl. *special*). Razlogi, da neka vrsta vrednostnih papirjev postane »posebna«, so v povpraševanju in ponudbi teh vrednostnih papirjev na trgu. Razumljivo je, da so ti vrednostni papirji dražji, kar na drugi strani pomeni, da si njihov prodajalec lahko izbere nižjo obrestno mero za pridobivanje denarnih sredstev prek repo posla. Omenjeno pa nakazuje na osnovni posel posoje vrednostnih papirjev.

Kot že omenjeno v poglavju 1.10, pride pri posojanju vrednostnih papirjev z izposojjo poleg prenosa pravnega lastništva tudi do prenosa glasovalnih pravic in korporacijskih akcij, zato pri posojanju obstaja možnost preklica posojila s strani posojilodajalca, če bi ta želel uveljavljati glasovalne pravice ali sodelovati pri korporacijski akciji. Repo posel pa ne dovoljuje posojilodajalcu, oziroma v tem primeru prodajalcu, preklica vrednostnega papirja med samim postopkom transakcije, razen če res ni že ob sklenitvi posla prav posebej dogovorjeno, da je možno vrednostni papir nadomestiti z drugim (ICMA, b.l.).

»Buy/sell-back« posel je po svojih značilnostih podoben repo poslu, vendar pa se za razliko od repo-ja vsak del posla obravnava ločeno kot svoj posel. Pri obeh poslih se lastništvo vrednostnih papirjev prenese na kupca, za razliko od repo posla pa pri »buy/sell-back« poslu ni dnevnega vrednotenja zavarovanja (angl. *marking to market*), dohodki iz naslova zavarovanja (obresti) se prodajalcu kot osnovnemu lastniku ne vrnejo takoj, temveč se vračunajo v ceno ponovnega odkupa. Oboje povečuje kreditno tveganje. »Buy/sell-back« posel za razliko od repo-ja tudi ne omogoča zamenjave vrednostnih papirjev, prav tako pa pravno ni urejen z nobeno standardno splošno pogodbo (Snoj, 2001, str. 6).

1.12 Tveganja pri posojanju vrednostnih papirjev

Tako kot pri ostalih investicijskih aktivnostih obstaja tudi pri posojanju vrednostnih papirjev več različnih tveganj, ki jih ne smemo podcenjevati. Ključni rezultat globalne finančne krize je zagotovo spoznanje, da je tveganje potrebno identificirati, razumeti in ga tudi znati obvladovati. V nadaljevanju so opisana različna tveganja pri posojanju vrednostnih papirjev, ki so razdeljena v tri glavne kategorije, in sicer: v tržno tveganje (angl. *market risk*), operativno tveganje (angl. *operational risk*) in pravno tveganje (angl. *legal risk*).

1.12.1 Tržno tveganje

Najpomembnejše tveganje pri posojanju vrednostnih papirjev je tako imenovano kreditno tveganje (angl. *credit risk*), ponekod imenovano tudi tveganje nasprotne stranke (angl. *counterparty risk*) – tveganje, da posojilodajalec ne bo vrnil izposojenih vrednostnih papirjev (Bassler & Oliver, 2015, str. 13). Vsa druga tveganja so dejansko povezana s kritjem kreditnega tveganja. Poznamo določene korake za zmanjšanje omenjenega tveganja. Posojilodajalec mora znati oceniti, komu želi posoditi vrednostne papirje. Znati mora oceniti bonitetno oceno nasprotne stranke pred samim začetkom posojilne aktivnosti in prav tako mora stalno spremljati posojilodajalca tudi kasneje, v celotnem obdobju trajanja posojila. Posojilodajalec se lahko proti tovrstnemu tveganju tudi odškodninsko zavaruje¹⁰ (Bianconi et al., 2010, str. 56).

V primeru sklenitve posojilne pogodbe, kot je na primer »Global Master Securities Lending Agreement« (v nadaljevanju GMSLA)¹¹, je posojilodajalec izpostavljen izgubi samo v primeru, če je vrednost premoženja danega v zavarovanje, nezadostna za pokritje ponovnega nakupa posojenih vrednostnih papirjev (ISLA, 2009, str. 10).

Pomembno je, da se dobro preuči usklajenost zavarovanja z izposojenimi vrednostnimi papirji. Če bi bilo zavarovanje popolnoma usklajeno, ne bi prišlo do nobenih tržnih tveganj, ki bi lahko vplivala na vrednost posojila ter zavarovalnega kritja, vendar v praksi to ni tako, saj sta zavarovanje in predmet posojila običajno zelo različna. Tveganje, da vrednost zavarovanja pade pod stroške nadomestitve izposojenih vrednostnih papirjev, se imenuje tveganje neskladja oziroma tveganje zavarovanja (angl. *mismatch risk or collateral risk*) (Faulkner, 2007, str. 42). Določitev pravil za urejanje zavarovanja je lahko zelo kompleksno. Zavarovalna politika posojilodajalca ima vpliv na donose. Prvi korak k obvladovanju tveganja zavarovanja je poglobljena pravna dokumentacija, ki vključuje:

¹⁰ Gre za neko vrsto zavarovalne politike za upravljanje tveganja, povezanega s posojanjem vrednostnih papirjev. Običajno skrbniške banke ponujajo svojim strankam, ki posojajo vrednostne papirje, neke vrste zavarovanje odškodninske odgovornosti preko zavarovalnih družb v primeru, da posojilodajalec ne vrne vrednostnih papirjev (Bianconi et al. 2010, str. 95).

¹¹ GMSLA je podrobneje opredeljena v poglavju 1.13 Standardne pogodbe.

načrt zavarovanja, način ponovnega vrednotenja ter proces v primeru, da posojilojemalec ne vrne izposojenega vrednostnega papirja (Bianconi et al. 2010, 56). Posojilodajalci morajo presoditi, kakšne vrste zavarovanja so pripravljeni sprejeti in v kakšni meri je sprejemljiva posamezna vrsta zavarovanja. Lahko definirajo strogo določena merila primerljivosti zavarovanja, ki so določena skladno z izpostavljenostjo tveganju. Posojilodajalec se lahko odloči, da sprejme tako državne dolžniške vrednostne papirje G10 kot tudi lastniške vrednostne papirje, vendar le do določene meje, ki zagotavlja diverzifikacijo zavarovanja. Verjetnost deficita zavarovanja je odvisna od volatilnosti vrednosti posojila, volatilnosti vrednosti zavarovanja ter koleracije med obema (ISLA, 2009, str. 11). Zato je potrebno dobro preučiti tudi raven kovariance med obema. Ključnega pomena pri tveganju zavarovanja je dnevno vrednotenje (tako posojila, kot tudi zavarovanja), pravočasni pozivi h kritju, stalno spremljanje pokritosti posojila z zavarovanjem in zagotavljanje poravnave ustreznega zavarovalnega kritja.

Potrebno oziroma zaželeno je določiti tudi raven zavarovanja, ki je dejansko višja kot bi bilo potrebno (angl. *overcollateralization*), kar pomeni, da se doda neka marža na vrednost posojila (npr. 102 %–110 % tržne vrednosti posojenih vrednostnih papirjev). To služi kot zaščita posojilodajalca pred možnostjo, da bi vrednost zavarovanja padla pod vrednost posojila, med tem ko posojilodajalec ne bi mogel vrniti vrednostnih papirjev in ko bi bilo potrebno ponovno kupiti posojene vrednostne papirje. Izračun odstotka, za katerega se poveča vrednost zavarovanja glede na tržno vrednost posojenih vrednostnih papirjev (angl. *haircut*), mora biti narejena na podlagi likvidnosti, volatilnosti in kovariance parametrov med obema (ISLA, 2009, str. 11 in 12).

Izračun prej omenjenega odstotka je pomemben tudi pri upravljanju likvidnostnega tveganja (angl. *liquidity risk*), ki je pomembno z vidika možnosti vnovčenja zavarovanja. Če namreč zavarovanje ni dovolj likvidno, ga ne bo možno hitro vnovčiti v primeru, da posojilodajalec ne bo vrnil posojenih vrednostnih papirjev.

Nelikvidni vrednostni papirji bodo najverjetneje prodani po nižji ceni, kot so bili ovrednoteni. Izračun te razlike oziroma odbitka do polne vrednosti zavarovanja se uporablja za upravljanje tega tveganja (zavarovanja se vrednotijo na primer 98 % ali 95 % od trenutne tržne vrednosti). Odbitek je lahko odvisen od naslednjega: deleža celotne količine vrednostnih papirjev v portfelju – večja kot je pozicija, večji je odbitek; povprečnega dnevnega prometa trgovanja z vrednostnim papirjem – manjši kot je promet, višji je pribitek; in volatilnosti vrednostnega papirja – večja kot je volatilnost, večji je pribitek (Faulkner, 2007, str. 42).

Z vidika posojilojemalca je likvidnostno tveganje povezano z vračilom zavarovanja in potemtakem tudi s tveganjem reinvesticije le-tega. Gotovina je zaradi svoje enostavnosti upravljanja in široke sprejemljivosti ena najbolj primernih oblik zavarovanja. Posojilodajalec običajno plača obresti iz naslova zavarovanja, zato mora biti denar

reinvestiran po čim višji obrestni meri, da se ustvari nek določen dobiček iz tega naslova. Tveganje zavarovanja v obliki denarja (angl. *cash collateral risk*) je opredeljeno kot tveganje, da posojilodajalec utрпи škodo iz naslova reinvesticije denarja, danega kot zavarovanje (ISLA, september 2010b, str. 5). Posojilodajalec mora zagotoviti, da so mu pravila reinvestiranja denarja, danega v zavarovanje, v celoti razumljiva, prav tako pa mora zagotoviti sprejemljiv nivo tveganja in donosa.

Reinvestiranje se običajno prenese na agente, ki se ukvarjajo s posojanjem vrednostnih papirjev, vendar brez odškodninske odgovornosti iz naslova izgube same reinvesticije (Faulkner, 2007, str. 42). Posledično pride na strani končnega upravičenca (posojilojemalca) do tveganja pri reinvesticiji, medtem ko agent na račun tega dobi del prihodkov. Zavarovanje v obliki gotovine se lahko investira na ločene račune ali pa se naloži v mešane investicijske bazene (angl. *mixed investment pools*). Za reinvesticijo denarja agenti običajno ponujajo številne namenske sklade s točno določeno investicijsko politiko, s čimer ponudijo uporabniku širok nabor izbire različne stopnje tveganja in donosa (ISLA, 2009, str. 16).

Pri kontroliranih reinvesticijah (običajno preko agentov) se uporabljajo kvantitativne analize tveganja, kot na primer izračun mere tržnega tveganja VaR (angl. *value at risk*) v odnosu do različnih pričakovanih prihodkov alternativnih naložb. V izogib tveganju iz naslova zavarovanja v obliki gotovine se, kot že omenjeno, lahko uporabi druga oblika zavarovanja, in sicer vrednostni papirji, kar pa prav tako prinaša določena tveganja, ki jih bom izpostavila v nadaljevanju.

Likvidnostno tveganje prav tako lahko prinaša določene težave pri izvedbi dostave vrednostnih papirjev na strani nasprotne stranke posojilojemalca. S tega vidika lahko opredelimo tveganje, da nasprotna stranka (angl. *counterparty*) iz kakršnegakoli razloga ne more izvesti poravnave vrednostnih papirjev na pogodbeno določen dan (angl. *settlement date*) (Bianconi et al. 2010, str. 56). Razlogi za to so lahko različni, kot na primer ta, da jih preprosto nima ali pa da pride do različnih težav pri samem procesu poravnave (neujemanje vseh ključnih parametrov z nasprotno stranko pri poravnavi ...). Težave se lahko pojavijo tudi v sezoni velike količine izplačila dividend, ko prihaja do množičnega odpoklica posojenih vrednostnih papirjev in njihove zamenjave v izogib težavam s korporativnimi dejanji (korporacijske akcije). Posojilojemalec ima lahko v takšnem primeru težave s pridobitvijo zadostne količine ustreznih nadomestitvenih vrednostnih papirjev za zavarovanje.

1.12.2 Operativno tveganje

Tveganje, da vrednostni papirji ne bodo dostavljeni (angl. *delivery risk*) je najbolj splošna oblika operativnega tveganja. Do tega lahko pride v primeru, ko so vrednostni papirji že dani v izposajo, zavarovanje pa še ni bilo prejeto (načeloma bi moralo biti istočasno ali pa celo prej). Takšno tveganje lahko imenujemo tudi tveganje poravnave (angl. *settlement*

risk), saj se predpostavlja, da je bilo zavarovanje dogovorjeno in prav tako je bil sklenjen posel z namenom zavarovanja, vendar pa iz različnih razlogov ni prišlo do poravnave na trgu. V primeru dogovora, da se posojilo poravna samo v primeru, da je zavarovanje že poravnano, je potrebno plačilo zavarovanja izvesti vnaprej (ISLA, 2009, str. 15).

Na trgih, kjer so roki za poravnavo precej kratki ali pa gre za pomembno veliko posojilo, se običajno zavarovanje dogovori in poravna že en dan pred samo poravnavo posojila, saj se na ta način omogoči, da bodo navodila za poravnavo pravočasno poslana na trg in se bo poravnava lahko izvedla naslednji dan. V primeru, da se plačilo zavarovanja izvede vnaprej, se zavarovanje vrne samo v primeru, da so bili posojeni vrednostni papirji prav tako vrnjeni. Plačilo zavarovanja vnaprej izpostavi posojilojemalca tveganju neporavnave. V določenih primerih se lahko tudi zgodi, da se zavarovanje po nesreči vrne, še preden se izvede poravnava vračila posojila na trgu, in v takšnih primerih pride do izpostavljenosti tveganju posojilodajalca. Lahko pa se zgodi tudi to, da se nepravilno izračuna vrednost zahtevanega zavarovanja v primeru posojila z odpoklicem ali zamenjavo vrednostnih papirjev; posledično lahko tako posojilodajalec vrne preveč zavarovanja in se na ta način tudi izpostavi tveganju.

Posojilodajalci lahko uporabijo poravnavo na osnovi DVP ali pa na osnovi »Delivery Versus Delivery« (v nadaljevanju DVD) procesa (ISLA, 2009, str. 15; Bianconi et al. 2010, str. 56). V teh modelih poravnave se vrednostni papirji in denar poravnajo simultano, kar omogoča avtomatsko obdelavo podatkov ter zmanjšuje tveganja pri poravnavi. Ta način zmanjšuje izpostavljenost tveganju tudi na strani posojilojemalca, saj prav tako zmanjšuje tveganja pri poravnavi v primerjavi z dogovori o vnaprejšnjem plačilu zavarovanja. Primer takšnih načinov poravnave je poravnava DBV poslov na angleškem trgu CREST – sistem poravnave vrednostnih papirjev za britanske lastniške vrednostne papirje in menice. Ta sistem omogoča članom, da dajejo in prejema tako imenovane pakete vrednostnih papirjev kot zavarovanje – običajno proti plačilu ali pa tudi brez plačila (angl. *free of payment*) (CRESTCo Ltd, 2004, str. 13). To je uporabno na primer takrat, ko nasprotna stranka posojilojemalca (angl. *borrowing counterparty*) zagotovi denarna sredstva na račun čez dan (angl. *during the day*), vrednostne papirje pa čez noč (angl. *overnight*). DBV omogoča varno in simultano poravnavo na obeh straneh, čeprav se v takšnih primerih lahko trguje z zneski v več sto milijonov GBP.

Dodatno operativno tveganje zmanjšuje uporaba posebnih tripartitnih agentov, ki ponujajo posebne programe posojanja vrednostnih papirjev (na primer večje globalne skrbniške banke) v primerjavi z bilateralnimi pogodbami med posojilodajalci in posojilojemalci. V primeru določenih težav pri poravnavi ali v primeru poznih dogovorov lahko ti agenti izvršijo poravnavo tudi izven rokov, določenih s strani trga, če ima posojilojemalec zadostno količino sredstev na svojem računu pri agentu.

Naslednje sredstvo za zmanjševanje tveganja nepravočasne poravnave je tako imenovan »Straight Through Processing – STP« (Bianconi et al., 2010, str. 56). Ta proces pomeni elektronsko obdelavo podatkov za prenos informacij med obema stranema pri poravnavi brez ročnega obdelovanja, kar omogoča hiter in natančen prenos informacij. Primer takšne platforme sta finančni platformi BondLend (za obveznice) in EquiLend (za delnice)¹², ki sta vodilna ponudnika storitev trgovanja (angl. *trading services*), ter storitev po trgovanju (angl. *post trading services*) v finančni industriji vrednostnih papirjev. Uporabljata se s strani posojilodajalcev in posojilojemalcev na globalni ravni.

Splošni problem pri posojanju vrednostnih papirjev je napačna določitev cene vrednostnim papirjem. Tveganje, ki opredeljuje to težavo, se imenuje tveganje napačnega izračuna cene (angl. *mispricing risk*) in ga opredelimo kot tveganje izpostavljenosti posojilodajalca zaradi precenjenosti vrednostnih papirjev, prejetih kot zavarovanje, ali pa zaradi podcenjenosti vrednosti posojenih vrednostnih papirjev (Faulkner, 2007, str. 42). Glede na to, da udeleženci trga uporabljajo različne ponudnike finančnih informacij, na podlagi katerih dnevno vrednotijo svoje vrednostne papirje, prihaja do razlik v ceni na dnevni ravni. Upravitelji zavarovanja morajo preveriti in uskladiti evidence na obeh straneh in ugotoviti pomembna razhajanja, da se lahko dogovorijo za ustrezno izpostavljenost. Osnovna težava so različne valute. Če so delnice ali obveznice vrednotene v tujih valutah in če pride do uporabe napačnega tečaja ali pa se tečaj sploh ne upošteva, to privede do razhajanja v ceni. To se največkrat lahko zgodi pri tistih vrednostnih papirjih, ki trgujejo na več različnih trgih hkrati. Do razlik običajno prihaja pri vrednotenju obveznic, ki je odvisno od določitve njihove polne cene (angl. *dirty price*). To je cena obveznice, ki jo investitor plača, če želi pridobiti ta vrednostni papir, v ceni so upoštevane tudi že vse natečene obresti, uporablja pa se predvsem v Evropi. Določitev vrednosti je odvisna od metode izračuna natečenih obresti. Že zelo majhna razlika lahko povzroči nestrinjanje v stopnji izpostavljenosti in s tem tudi nestrinjanje v višini zavarovanja, sploh v primerih, ko gre za visoke vrednosti.

Druge vrste operativnega tveganja so pogojene z uporabo informacijske tehnologije, neavtomatizacijo procesov ali s pomanjkanjem internih kontrol (Bianconi et al., 2010, str. 56). Eden najpogostejših vzrokov operativnega tveganja je najverjetneje človeški faktor.

1.12.3 Pravno tveganje

Najpomembnejše pravno tveganje za posojilodajalca je, da pogodba ne zagotavlja popolne ustrezne zaščite v primeru, da posojilojemalec ne vrne izposojenih vrednostnih papirjev (ISLA, september 2010b, str. 5). Pogodbe je potrebno temeljito pregledati, zelo priporočljiva je uporaba standardiziranih pogodb, kot je na primer GMSLA. Ti standardni

¹² Platformi EquiLend in BondLend sta trgovni platformi podjetja EquiLend, ki je vodilni ponudnik trgovnih in podpornih storitev v finančni industriji. Več informacij je dostopnih na spletni strani podjetja (Equilend, b.l.).

sporazumi obravnavajo različne pravne vidike posojanja vrednostnih papirjev in pojasnjujejo različne vloge in odgovornosti udeležencev kakor tudi pravni okvir v določeni državi. Zaradi globalne narave posojanja vrednostnih papirjev in velike količine čezmejnih poslov (angl. *cross-border trades*) je zelo pomembno, da se zagotovi skladnost z zakoni in regulacijami posameznih trgov vrednostnih papirjev.

Druga oblika pravnega tveganja pa je povezana z nepričakovanim sprejetjem določene zakonodaje, vezane na to tematiko.

Kot je bilo že omenjeno, je eden od ključnih lekcij nedavne finančne nestabilnosti, gledano z vidika upravljanja s tveganjem, spoznanje, da je potrebno tveganja identificirati, razumeti in jih nadzorovati. Posojanje vrednostnih papirjev je povezano s celo paleto različnih tveganj, ki ne smejo biti podcenjena, prav tako pa tudi ne precenjena. Večina tveganj je merljivih in obvladljivih, vendar morajo biti ustrezno interpretirana in nadzorovana.

1.13 Standardne pogodbe

GMSLA je standardizirana pogodba za posojanje vrednostnih papirjev na mednarodnih trgih. Izdana je s strani Mednarodne organizacije za posojanje vrednostnih papirjev (angl. *International Securities Lending Association*, v nadaljevanju ISLA¹³); sprejeta je bila s strani številnih udeležencev na evropskih in azijskih trgih.

V Evropi je poleg GMSLA možno uporabljati tudi evropsko različico pogodbe, ki se uporablja za posle posojanja vrednostnih papirjev in repo posle; imenuje se »European Master Agreement« (v nadaljevanju EMA). Več informacij sledi v nadaljevanju.

1.13.1 »The General Master Securities Lending Agreement«

Pogodbena subjekta sta posojilodajalec in posojilojemalec. Pogodba določa pogoje, ki urejajo posojanje vrednostnih papirjev med obema stranema v celotnem pogodbenem ciklu in vsebuje naslednja glavna poglavja (ISLA, 2010a, str. 3–29):

- posojila vrednostnih papirjev (angl. *loans of securities*)
- dostava vrednostnih papirjev (angl. *delivery*)
- zavarovanje (angl. *collateral*)
- distribucija in korporacijske akcije (angl. *distributions and corporate actions*)
- cena posojanja vrednostnih papirjev in denarnega zavarovanja (angl. *rates applicable to loaned securities and cash collateral*)

¹³ ISLA je neodvisno trgovsko združenje, ustanovljeno leta 1989 z namenom zastopanja skupnih interesov udeležencev v industriji posojanja vrednostnih papirjev in tesno sodeluje z evropskimi regulatorji (ISLA, b.l.).

- dostava ekvivalentnih vrednostnih papirjev (angl. *delivery of equivalent securities*)
- nedostava vrednostnih papirjev (angl. *failure to deliver*)
- dogodki nevračila vrednostnih papirjev in posledice (angl. *events of default and consequences*)
- davki (angl. *taxes*)
- posojilodajalčeva in posojilojemalčeva soglasja (angl. *lender's and borrower's warranties*)
- obresti na neporavnana plačila (angl. *interest on outstanding payments*)
- prekinitev pogodbe (angl. *termination of the agreement*)

V zadnjih letih so tovrstne standardne pogodbe v primeru resničnega scenarija stečaja nekega podjetja (na primer banke Lehman Brothers) pokazale svojo vrednost in dokazale svojo robustnost. GMSLA je bila kot posledica propada banke Lehman Brothers julija 2009 spremenjena. Ključne spremembe so bile na področju tehnik vrednotenja vrednostnih papirjev po bankrotu izdajatelja teh vrednostnih papirjev ter na področju možnih rešitev v primeru, da nasprotna stranka ne vrne posojenih vrednostnih papirjev. Druge spremembe odražajo predvsem različne pravne in davčne sisteme praks na različnih trgih. Manjše spremembe so bile nato tudi v letu 2010 kot odgovor na pomisleke na trgu (Bianconi et al., 2010, str. 21 in 22). Naknadno je prišlo do manjših sprememb tudi v letih 2012, 2013 in 2014, vendar predvsem zaradi davčnega vidika (izdana sta bila dva dodatka k osnovni pogodbi).

Če nasprotna stranka ne dostavi izposojenih vrednostnih papirjev, je posojilodajalec izpostavljen izgubi samo v primeru, če je vrednost zavarovanja nižja od vrednosti odprtega posojila, kar pomeni, da vrednost zavarovanja ne zadošča za nadomestitev (ponovni nakup) izposojenih vrednostnih papirjev (skupaj z vsemi dividendami in izkupički iz naslova korporacijskih akcij).

Izpostavljenost tveganju pa se za posojilodajalca pojavi tudi v primeru nelikvidnosti posojenih vrednostnih papirjev ali zavarovanja. Da se temu izognemo, je potrebno natančno opredeliti parametre zavarovanja z vidika likvidnosti. Odbitki (angl. *haircuts*) na zavarovanje ali marže na posojila so pomembni, da se zagotovi ustrezna, zadostna vrednost zavarovanja, ki pokriva ali presega tržno vrednost posojenih vrednostnih papirjev.

1.13.2 »The European Master Agreement«

Evropska različica pogodbe je bila izdana leta 1999 s strani The Banking Federation of the European Union v sodelovanju z European Savings Bank Group. Gre za sporazum, ki je namenjen več vrstam produktov in prav tako različnim jurisdikcijam. V osnovi je bila namenjena združitvi tovrstnih standardiziranih pogodb z različnih področij evro območja (zlasti za repo posle in za posojanje vrednostnih papirjev) v en združen in celovit dokument (Bianconi et al., 2010, str. 23). Uporabnice EMA lahko pogodbo implementirajo

v svojo nacionalno raven in izberejo ustrezno pravo, jurisdikcijo in pogodbeni jezik. Sporazum prav tako z eno samo pogodbo omogoča uporabnikom izvajanje različnih poslov, povezanih s trgovanjem. Strukturirana je na način, da je odprta za dodajanje novih aneksov za nove produkte. EMA z vidika posojanja vrednostnih papirjev pokriva podobna področja kot GMSLA, vendar ne tako obširno kot GMSLA.

Glavne točke EMA so: dostava in prejem vrednostnih papirjev, distribucija in vpis pravic, cena posojanja vrednostnih papirjev in predpisi glede kritja (Banking Federation of the European Union, 2001, str. 1–3).

2 POSOJANJE VREDNOSTNIH PAPIRJEV ZA INVESTICIJSKE SKLADE V SLOVENIJI

2.1 Zakonodaja¹⁴

V Sloveniji zaenkrat še nimamo veljavnih zakonov s področja trga kapitala, ki bi izrecno urejali posojanje vrednostnih papirjev za investicijske sklade. Posojanje vrednostnih papirjev sodi v eno izmed tehnik upravljanja investicijskih skladov, ki jih je ATVP na podlagi četrtega odstavka 193. člena ZISDU-2 opredelila v Sklepu o tehnikah upravljanja sredstev investicijskega sklada (Ur.l. RS, št. 33/2012, v nadaljevanju Sklep).

DZU oziroma skrbnik premoženja investicijskega sklada (v nadaljevanju skrbnik) lahko po pooblastilu DZU skladno z omenjenim sklepom z namenom ustvarjanja dodatnih prihodkov investicijskega sklada za njegov račun in iz njegovega premoženja posoja vrednostne papirje.

Posli posojanja vrednostnih papirjev iz premoženja investicijskega sklada se lahko sklenejo neposredno z nasprotno stranko ali posredno preko standardiziranega sistema posojanja vrednostnih papirjev, ki ga organizira splošno priznana klirinška družba, oziroma preko sistema posojanja, ki ga organizira nadzorovana finančna družba.

V nadaljnjih podpoglavjih so podrobno opredeljeni posamezni sklopi Sklepa, vezani na posojanje vrednostnih papirjev.

¹⁴ 4. 5. 2015 je bil sicer objavljen novi Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Ur.l. RS št. 31/2015, v nadaljevanju ZISDU-3), ki je nadomestil ZISDU-2, in je začel veljati 19. 5. 2015. ATVP bo v roku devetih mesecev od uveljavitve zakona izdala splošne akte, potrebne za njegovo izvajanje. Do izdaje splošnih aktov na podlagi ZISDU-3 se uporabljajo obstoječi splošni akti, izdani na podlagi ZISDU-2; akt, ki ureja tehnike upravljanja sredstev investicijskih skladov na podlagi ZISDU-3, v času pisanja naloge še ni bil izdan in je še vedno v veljavi akt, izdan na podlagi ZISDU-2.

2.2 Tehnike upravljanja sredstev

Tehnike upravljanja sredstev investicijskega sklada se uporabljajo za učinkovito upravljanje naložb investicijskega sklada v prenosljive vrednostne papirje; obsegajo tehnike in instrumente, ki izpolnjujejo naslednje pogoje:

1. so ekonomični oziroma izvedeni na stroškovno učinkovit način;
2. uporabljajo se za enega ali več od naslednjih namenov:
 - varovanje pred tveganji oziroma njihovo zmanjševanje;
 - znižanje stroškov;
 - doseganje kapitalskih dobičkov ali prihodkov investicijskega sklada, in sicer s takšno stopnjo tveganja, ki ustreza tveganosti investicijskega sklada in omejitvam izpostavljenosti iz 245.¹⁵ in 246.¹⁶ člena ZISDU-2;
3. upravljanje tveganj investicijskega sklada omogoča ugotavljanje, merjenje, obvladovanje in spremljanje tveganj, ki izvirajo iz uporabljenih tehnik.

Tehnike in instrumenti, ki izpolnjujejo zgoraj navedena merila in se nanašajo na instrumente denarnega trga, se štejejo za tehnike upravljanja sredstev investicijskega sklada, povezane z instrumenti denarnega trga.

Tehnike upravljanja sredstev investicijskega sklada med drugim vključujejo dogovore o finančnem zavarovanju, kot so opredeljeni v Zakonu o finančnih zavarovanjih (Ur.l. RS, št. 67/11 – ZFZ-UPB2), posle začasne prodaje/začasnega nakupa (repo posli), prejete garancije, posle posojanja vrednostnih papirjev, izvedene finančne instrumente in kritna posojila. Nasprotna stranka pri poslih posojanja vrednostnih papirjev iz premoženja investicijskega sklada in pri poslih začasne prodaje/začasnega nakupa je lahko samo nadzorovana finančna družba. Če DZU uporablja kot tehnike upravljanje sredstev posle začasne prodaje/začasnega nakupa ali posle posojanja vrednostnih papirjev, jih upošteva tudi pri izračunu skupne izpostavljenosti investicijskega sklada.

2.3 Omejitve

DZU oziroma skrbnik po pooblastilu DZU lahko za račun investicijskega sklada iz premoženja investicijskega sklada posodi vrednostne papirje v skupni vrednosti največ 40 % sredstev investicijskega sklada, posamezni nasprotni stranki in z njo povezanim osebam pa v skupni vrednosti največ 10 % sredstev investicijskega sklada.

¹⁵ 245. člen ZISDU-2 govori o dopustni izpostavljenosti investicijskega sklada posamezni osebi.

¹⁶ 246. člen ZISDU-2 navaja, da se lahko za posamezno osebo štejeta tudi dve ali več oseb, ki sta/so med seboj povezani/-e tako, da za vzajemni sklad predstavljajo eno samo tveganje. To zlasti velja za osebe, ki so vključene v skupino, oziroma za nadrejene družbe in morajo pripraviti konsolidirane izkaze poslovanja v skladu z ZGD-1, s Slovenskimi računovodskimi standardi oziroma s priznanimi mednarodnimi računovodskimi standardi.

2.4 Dogovor o posojanju

Dogovor o posojanju vrednostnih papirjev iz premoženja investicijskega sklada (v nadaljevanju dogovor o posojanju) mora biti sestavljen v obliki pogodbe oziroma mora biti ustrezno pisno dokumentiran. Vsebovati mora določbo, da je nasprotna stranka dolžna investicijskemu skladu zagotoviti vrnitev posojenih vrednostnih papirjev ali vrednostnih papirjev, ki so posojenim vrednostnim papirjem identični po vrsti, izdajatelju, emisiji ali razredu ter nominalni vrednosti, inkorporiranih pravicah in količini. Določati mora vrsto, obseg, vrednotenje in druge pogoje zavarovanja, ki ga investicijski sklad prejme kot jamstvo za primer neizpolnitve obveznosti vračila posojenih vrednostnih papirjev s strani nasprotne stranke. Vsebovati mora določbo, da je nasprotna stranka dolžna investicijskemu skladu nemudoma zagotoviti dodatno zavarovanje, če pade vrednost že danega zavarovanja pod vrednost posojenih vrednostnih papirjev.

Če dogovor o posojanju določa, da se vrednostni papirji posojajo za nedoločen čas, mora imeti DZU oziroma skrbnik investicijskega sklada pravico dogovor o posojanju kadarkoli odpovedati in zahtevati vračilo dela ali vseh posojenih vrednostnih papirjev. Skrajni rok za vrnitev posojenih vrednostnih papirjev v tem primeru ne sme biti daljši od petih delovnih dni. Če dogovor o posojanju iz premoženja investicijskega sklada določa posojanje vrednostnih papirjev za določen čas, rok posojanja ne sme biti daljši od 30 dni. Dogovor o posojanju mora določati tudi višino nadomestila (provizije) za posojene vrednostne papirje.

2.5 Merila za prejeta zavarovanje

Da bi se izognili tveganju nasprotne stranke mora investicijski sklad za vsak posel, v katerem posoja vrednostne papirje iz premoženja sklada, prejeti zavarovanje. Prejeto zavarovanje mora izpolnjevati naslednja merila:

1. Instrument, prejet v zavarovanje, mora biti dovolj likviden, tako da ga je mogoče hitro prodati po ceni, ki je blizu ceni, po kateri je bilo zavarovanje vrednoteno pred prodajo. Z instrumentom za zavarovanje se mora trgovati na zelo likvidnem trgu s transparentnimi določanjem cen.
2. Instrument, prejet v zavarovanje, je mogoče vrednotiti vsaj enkrat dnevno, pri čemer ne sme priti do možnosti tako imenovanih starih cen (angl. *stale prices*). Če ga ni mogoče vrednotiti z uporabo neodvisne metodologije, je treba to šteti kot dodatno tveganje, ki mu je izpostavljen investicijski sklad.
3. Izdajatelj instrumenta, prejetega v zavarovanje, mora imeti ustrezno visoko bonitetno oceno, v nasprotnem primeru je treba vrednost tega instrument ustrezno oslabiti.
4. Zavarovanja ne smejo predstavljati vrednosti papirji, katerih izdajatelj je nasprotna stranka ali z njo povezana pravna oseba ali pravna oseba iz skupine izdajateljev iz 246. člena ZISDU-2. Pri poslih z izvedenimi finančnimi instrumenti, sklenjenimi na trgu

- institucionalnih vlagateljev, kreditna kvaliteta nasprotne stranke in vrednost instrumenta, prejetega v zavarovanje, ne smeta biti v bistveni pozitivni korelaciji.
5. Tveganje, ki bi nastalo zaradi koncentracije instrumenta, prejetega v zavarovanje, na eno samo izdajo, sektor ali državo, mora biti ustrezno zajeto pri upravljanju tveganj.
 6. DZU mora imeti sisteme, operativne zmožnosti in pravno znanje, da lahko izvaja aktivnosti, povezane s prejemanjem zavarovanj.
 7. Instrumenti, prejeti v zavarovanje, morajo biti v hrambi pri nadzorovani finančni družbi, ki opravlja skrbniške storitve in ni povezana z izdajateljem instrumenta, prejetega v zavarovanje ali pa nanjo stečaj izdajatelja ne more vplivati.
 8. Investicijski sklad lahko unovči instrumente, prejete v zavarovanje, brez predhodnega soglasja ali dovoljenja nasprotne stranke.
 9. Zavarovanje mora biti dano v obliki, opredeljeni v točki 2.6, in v skladu z naložbenimi cilji in naložbeno politiko investicijskega sklada.
 10. Zavarovanj, ki niso v obliki denarja, se za račun investicijskega sklada ne sme prodati, reinvestirati ali zastaviti.
 11. Denar, prejet v zavarovanje, se lahko naloži le v netvegane naložbe, kot je opredeljeno v 2.7 točki.
 12. Vrednost zavarovanja mora biti v celotnem obdobju trajanja posla posojanja enaka ali večja od vrednosti posojenih vrednostnih papirjev.
 13. Denar in instrumente, prejete v zavarovanje, je treba upoštevati pri izračunu izpostavljenosti investicijskega sklada do posamezne osebe.

2.6 Oblike zavarovanja

Zavarovanje mora biti dano v eni ali več izmed naslednjih oblik:

1. denarju in/ali
2. potrdilih o depozitu, izdanih s strani kreditne institucije s sedežem v državi članici, in/ali s strani kreditne institucije s sedežem v eni od naslednjih držav: ZDA, Kanada, Japonska, Švica, Avstralija in Nova Zelandija in/ali
3. obveznicah, ki jih je izdala ali zanje jamči država članica¹⁷ ali država članica OECD¹⁸ ali njena lokalna oziroma regionalna skupnost oziroma katerakoli mednarodna organizacija, ki ji pripada vsaj ena država članica, in/ali
4. obveznicah, izdanih s strani kreditne institucije s sedežem v državi članici in/ali s strani kreditne institucije s sedežem v eni od naslednjih držav: ZDA, Kanada, Japonska, Švica, Avstralija in Nova Zelandija in/ali

¹⁷ Država članica je država članica Evropske unije ali država podpisnica Sporazuma o ustanovitvi Evropskega gospodarskega prostora.

¹⁸ Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj (OECD) je mednarodna medvladna organizacija, ki družuje 32 gospodarsko najrazvitejših držav članic, med katerimi je od julija 2010 tudi Republika Slovenija.

5. delnicah, uvrščenih v priznani indeks, ki odraža gibanje tržnih cen delnic na enem izmed organiziranih trgov držav članic, ali v eni od priznanih borz naslednjih držav: ZDA, Kanada, Japonska, Švica, Avstralija in Nova Zelandija.

Potrebno je poudariti, da zavarovanje v zgoraj navedenih oblikah ni potrebno, če investicijski sklad posoja vrednostne papirje v okviru standardiziranega sistema posojanja vrednostnih papirjev, ki ga organizira splošno priznana klirinška družba, ki posojilodajalcem sama zagotavlja ustrezno jamstvo. V standardiziran sistem posojanja vrednostnih papirjev spadajo tudi programi posojanja, ki jih ponujajo globalne skrbniške banke.

2.7 Naložbe denarja, prejetega v zavarovanje

Denar, prejet v zavarovanje, je lahko, če tako določajo pravila upravljanja oziroma statut ali prospekt investicijskega sklada, naložen v naslednje oblike naložb:

1. denarne depozite, ki izpolnjujejo pogoje iz 6. točke prvega odstavka 244. člena¹⁹ ZISDU-2 in dajejo pravico do dviga najkasneje v petih delovnih dneh, pri čemer kreditna institucija ne sme biti nasprotna stranka ali z njo povezana oseba in/ali
2. potrdila o depozitu, izdana s strani kreditne institucije s sedežem v državi članici in/ali s strani kreditne institucije s sedežem v eni od naslednji držav: ZDA, Kanada, Japonska, Švica, Avstralija in Nova Zelandija in/ali
3. obveznicah, ki jih je izdala ali zanje jamči država članica ali država članica OECD ali njena lokalna oziroma regionalna skupnost, oziroma javna mednarodna organizacija, ki ji pripada vsaj ena država članica, in/ali
4. enote investicijskih skladov denarnega trga, s katerimi se dnevno sklepajo posli nakupa in prodaje ter imajo bonitetno oceno najmanj AAA ali ekvivalentno tej oceni.

3 POSOJANJE VREDNOSTNIH PAPIRJEV PREKO AGENTA – GLOBALNEGA SKRBNIKA

Biti del celostne ponudbe, kjer je posojanje v celoti integrirano v ponudbo skrbniških storitev, zagotavlja dodano vrednost investitorjem, minimizira tveganja pri posojanju vrednostnih papirjev in prejemu upravičenj iz naslova samega lastništva (prejemki po

¹⁹ 6. točka prvega odstavka 244. člena navaja naslednje za vzajemni sklad dopustne vrste naložb: denarni depoziti pri kreditnih institucijah, če gre za kreditno institucijo s sedežem v državi članici; če gre za kreditno institucijo s sedežem v tretji državi, kadar zanjo veljajo oziroma kadar izpolnjuje najmanj enako stroga pravila o upravljanju tveganj, varnosti in skrbnosti poslovanja ter zaščiti interesov vlagateljev in druga pravila, ki jih določa Agencija; če izhaja iz depozitnih pogodb pravica do odpoklica ali dviga depozitov pred zapadlostjo, njihova ročnost pa ne presega 12 mesecev in glede drugih pravic in obveznosti iz depozitnih pogodb izpolnjujejo pogoje, ki jih določi Agencija.

korporacijskih akcijah, dividende, obresti), po drugi strani pa prinaša najbolj varno okolje za posojilodajalca, vključenega v program posojanja vrednostnih papirjev (Securities Lending Times, 2012, str. 22 in 23). Večina vlagateljev sodeluje v posojanju vrednostnih papirjev preko enega izmed agentov oz posrednikov.

ISLA (september 2010c) ima v enem izmed svojih dokumentov objavljen nabor vprašanj, na katera je priporočeno, da vsak posojilodajalec odgovori, preden začne s pregledom posameznega programa posojanja vrednostnih papirjev.

V primeru vključitve investitorja v program posojanja vrednostnih papirjev izvaja posojanje agent v imenu posameznega investitorja. Investitor in agent v pogodbi natančno določita posamezne sklope programa, določita, katere vrednostne papirje se lahko izposoja in komu, kakšno mora biti zavarovanje itd. (ISLA, 2014, str. 5).

V večini primerov večji investitorji za agenta izberejo svojo globalno skrbniško banko, ki v celoti servisira skrbniške storitve in nudi vključitev v program posojanja vrednostnih papirjev v okviru ene izmed dodatnih storitev. Podrobnosti o tem sledijo v nadaljevanju.

Obstajajo pa tudi nekateri primeri, ko večje družbe za upravljanje, ki upravljajo sklade, razvijejo svoje lastne programe posojanja vrednostnih papirjev, vendar so stroški razvoja tovrstnega programa zelo visoki, zato je takšna možnost dostopna le največjim upravljavcem premoženja. Večina družb za upravljanje tako izbere za svoje sklade kot posojilnega agenta skrbniško banko.

Na splošno se posojanje vrednostnih papirjev obravnava kot pomožna dejavnost, programi pa so oblikovani na način, da imajo kar najmanj vpliva na vsakodnevno poslovanje iz vidika tveganja. Upravljavec premoženja lahko z vrednostnimi papirji ves čas prosto razpolaga tudi, če so le ti izposojeni, razen v primeru, da je dogovor med agentom in posojilodajalcem drugačen. Odgovornost agenta, ki izvaja program posojanja vrednostnih papirjev, je, da zagotovi, da so prodani vrednostni papirji pravočasno odpoklicani od posojilojemalca in se bo poravnava izvedla v pogodbeno dogovorjenem roku (ISLA, 2014, str. 7).

Izbira ustreznega posojilnega agenta je glede na njegovo funkcijo vsekakor zelo pomembna. V Sloveniji nimamo predpisov, ki bi urejali njegovo izbiro, imamo pa v okviru ZISDU-3 natančno predpisano izbiro ustrezne skrbniške banke. Več o tem v poglavju 3.3.

3.1 Vloga agentov

Agenti so specialist, veliko vlagajo v tehnologijo in v znanje ljudi, svojim strankam zagotavljajo številne storitve, za katere seveda prejemajo določeno provizijo, ki se v večini primerov določi kot odstotek ustvarjenih prihodkov.

Vloga agentov (ISLA, 2014, str. 8) je naslednja:

- dostopnost do povpraševanja na trgu: pogodbe imajo sklenjene z največjimi povpraševalci (posojilojemalci) po posojanju vrednostnih papirjev in najemajo kakovostne programe, kar pripomore k ustvarjanju prihodkov za njihove stranke;
- agregirana ponudba: agenti pridobijo večje število vrednostnih papirjev s strani različnih investitorjev in jih na ta način naredijo posojilojemalcem (ki si običajno izposojajo večjo količino vrednostnih papirjev) bolj privlačne;
- upravljanje s tveganjem: agenti implementirajo upravljanje s tveganjem na ta način, da se kar najbolj približajo željam strank, kar lahko vključuje mejne vrednosti izpostavljenosti in omejitve količine določene vrste vrednostnih papirjev, ki se lahko posodijo;
- upravljanje zavarovanja: zagotavljajo primerno zavarovanje na dnevni ravni in na ta način zaščitijo strankino izpostavljenost tveganju posojenih vrednostnih papirjev;
- skladnost s predpisi: svojim strankam pomagajo zagotoviti skladnost z regulatornimi zahtevami;
- zbiranje prihodkov na osnovi lastništva vrednostnih papirjev in zagotavljanje upravičenosti: zbirajo prihodke na osnovi lastništva vrednostnih papirjev na strani posojilojemalcev in zagotovijo, da te prihodke prejme posojilodajalec, poleg tega zbirajo tudi kakršnekoli druge pripadajoče dohodke iz naslova lastništva vrednostnih papirjev, danih v posojilo;
- odškodninska odgovornost: strankam nudijo dodatno zaščito pred nekaterimi tveganji, kot na primer kritje izgube v primeru plačilne nesposobnosti posojilojemalca in v primeru, da vrednost zavarovanja ne zadostuje za kritje nadomestila posojenih vrednostnih papirjev.

3.2 Pogodbeni odnos

V primeru vključitve v program posojanja preko agenta sta dva pogodbeni odnosa v verigi (ISLA, 2014, str. 9), osnovna posojilna pogodba (angl. *master securities lending agreement*, v nadaljevanju MSLA) med posojilojemalcem in agentom, ter avtorizacijska posojilna pogodba (angl. *securities lending authorization agreement*, v nadaljevanju SLAA) med posojilodajalcem in agentom, kot je razvidno s Slike 12. Tako MSLA kot tudi SLAA izhajata iz standardizirane pogodbe za posojanje vrednostnih papirjev GMSLA, ki je opredeljena v poglavju 1.13.

Pri posojanju vrednostnih papirjev preko agenta je za posojilodajalca ključna pogodba SLAA. Z njo se natančno popišejo vsi procesi in način dela čez celoten cikel storitve, torej od samega začetka, ko se začnejo pogajanja, pa vse do zaključka storitve. Takšen dogovor je ključnega pomena, saj sta tako obe strani v pogodbi seznanjeni z vsemi oziroma vsaj z večino podrobnosti.

Slika 12: Pogodbena razmerja v programu posojanja vrednostnih papirjev



Vir: ISLA, *Establishing an Agency Securities Lending Program*, 2014, str. 9.

3.3 Model posojanja vrednostnih papirjev preko agenta (globalnega skrbnika) za investicijske sklade v Sloveniji

3.3.1 Skrbniške storitve

Skrbniške storitve v zvezi z upravljanjem investicijskih skladov opredeljuje ZISDU-3, po katerem mora biti premoženje investicijskega sklada zaupano v hrambo skrbniku; vsak investicijski sklad ima lahko le enega skrbnika (ZISDU-3, 164. člen).

Skrbnik na podlagi pogodbe o opravljanju skrbniških storitev za račun investicijskega sklada opravlja naslednje storitve (ZISDU-3, 165. člen):

1. vodi račune nematerializiranih vrednostnih papirjev,
2. izvaja hrambo vrednostnih papirjev, in če je potrebno, tudi hrambo ostalih sredstev investicijskega sklada,
3. vodi poseben denarni račun oziroma posebne denarne račune in zagotavlja, da se v breme tega računa opravljajo samo izplačila, ki jih je v pravilih upravljanja oziroma v statutu investicijskega sklada dovoljeno opraviti v breme premoženja investicijskega sklada,
4. zagotavlja, da se obveznosti iz poslov, ki jih je družba za upravljanje sklenila za račun investicijskega sklada, opravijo v običajnih poslovnih rokih,
5. zagotovi, da se čista vrednost sredstev investicijskega sklada in vrednost sredstev na enoto premoženja investicijskega sklada izračunavata v skladu z zakonom in s predpisi, izdanimi na njegovi podlagi, ter s pravili upravljanja oziroma statutom investicijskega sklada,
6. zagotovi, da se prihodek investicijskega sklada uporabi v skladu z zakonom oziroma s predpisi, izdanimi na njegovi podlagi, kot tudi v skladu s pravili upravljanja oziroma s statutom investicijskega sklada,

7. zagotovi, da prodaja, izdaja, odkup, izplačilo in začasna oziroma delna zaustavitev ponovnega nakupa ali odkupa enot investicijskega sklada poteka v skladu z določbami zakona in s pravili upravljanja oziroma statutom investicijskega sklada,
8. druge storitve v skladu z zakonom.

Kot navaja 166. člen ZISDU-3 zgoraj omenjene skrbniške storitve, lahko na podlagi dovoljenja Banke Slovenije opravlja samo banka s sedežem v Republiki Sloveniji, podružnica banke države članice ali podružnica banke tretje države²⁰, ustanovljene v Republiki Sloveniji, v skladu z zakonom, ki ureja bančništvo. V Sloveniji imajo tovrstno dovoljenje štiri banke: Abanka Vipa d.d., NLB d.d., Banka Koper d.d. in Unicredit Banka Slovenija d.d.

3.3.2 Odškodninska odgovornost skrbnika

Skrbnik mora pri opravljanju skrbniških storitev ravnati v skladu z ZISDU-3, z zakonom, ki ureja bančništvo, in s predpisi, izdanimi na njuni podlagi, ter z drugimi predpisi, ki se nanašajo na izvajanje njegove dejavnosti, v skladu s pravili stroke opravljanja skrbniških storitev ter v vsem paziti na interese vlagateljev v investicijski sklad.

Skrbnik odgovarja imetnikom enot investicijskega sklada za račun, za katerega opravlja skrbniške storitve, in za škodo, ki jo povzroči premoženju investicijskega sklada z ravnanjem, ki je v nasprotju s prej omenjenimi zakoni in predpisi.

Tožbo za povrnitev škode je upravičena za račun oziroma v imenu in za račun investicijskega sklada vložiti DZU. V kolikor tega ne stori v roku 30 dni od prejema pisne zahteve imetnika enot investicijskega sklada oziroma člana nadzornega sveta investicijskega sklada, lahko tako tožbo za račun oziroma v imenu in za račun investicijskega sklada vloži vsak imetnik enot investicijskega sklada ali nadzorni svet investicijskega sklada.

Odškodninske odgovornosti skrbnika ni mogoče niti izključiti niti omejiti (ZISDU-3, 169. člen).

Iz navedenega lahko vidimo, da je odgovornost skrbnika zares zelo obsežna, in ker je praktično nemogoče, da bi domača skrbniška banka ponudila možnost investiranja na vseh trgih, dovoljenih s strani ATPV, lahko skrbniška banka skladno z zakonom prenese opravljanje posameznih skrbniških storitev na drugo osebo pod pogoji, ki so opredeljeni v nadaljevanju. Vse štiri skrbniške banke v Sloveniji so tako pooblastile svetovno uveljavljene in specializirane globalne skrbniške banke, kot so na primer The Bank of New York Mellon, Euroclear Bank, State Street Bank Luxembourg, Clearstream Banking. Globalni skrbniki v okviru skrbniških storitev ponujajo investiranje na preko 150 trgih po

²⁰ Tretja država je država, ki ni država članica Evropske unije ali država podpisnica Sporazuma o ustanovitvi Evropskega gospodarskega prostora.

celem svetu in na ta način se investicijskim skladom omogoči investiranje tako na običajnih trgih, kot so to evropski in ameriški, kot tudi na bolj eksotičnih, kot so Indija, Šrilanka, Jordanija, Nigerija, Vietnam ...

3.3.3 Zakaj uporabiti globalnega skrbnika?

Veliki institucionalni vlagatelji z namenom večjih zaslužkov in čim večje razpršenosti naložb, ki zmanjšuje morebitna naložbena tveganja, razpršijo naložbe po celem svetu, kar vodi do tega, da bi investitorji morali poznati vse pravne, davčne, monetarne in druge predpise posamezne države oziroma trga, na katerega vlagajo. Vse to je namreč potrebno za uspešno izvedbo določene transakcije, kar pa je seveda zelo težka naloga in bi pomenila, da mora investitor ali pa domača srkbniška banka, ki servisira tovrstne informacije investitorju, imeti v vsaki državi svoje lokalne predstavnike, ki bi obveščali o regulatornih spremembah in drugih spremembah pravil, ki bi lahko imele posledice na izvedbo transakcije in/ali kasneje tudi na vrednost premoženja (The Bank of New York Mellon, Brussels, 2008, str. 6–7).

Zaradi navedenega je obveščanje o dogodkih in spremembah na posameznem trgu zaupano strokovnosti globalnih skrbnikov, ki imajo po celem svetu svojo mrežo korespondenčnih bank oziroma tako imenovanih podskrbnikov (angl. *subcustodians*), ki servisirajo globalnega skrbnika z vsemi potrebnimi informacijami. To vsekakor pomeni velik prihranek tako časa kot tudi z vidika stroškov. Globalni skrbniki morajo zagotavljati storitve 24 ur dnevno vsak dan med tednom, saj imajo stranke locirane po vsem svetu. Dejansko sta samo dva dneva, ko na primer globalni skrbnik The Bank of New York Mellon ne posluje, in sicer je to na božični dan in prvi dan novega leta, vse ostale dni v letu mora biti operativen, saj so nedelovni dnevi zelo različno razporejeni znotraj posamezne tuje države, v kateri izvaja skrbniške storitve (The Bank of New York Mellon, Brussels, 2008, str. 4–7).

Ena izmed pomembnih nalog tako domače kot tudi globalne skrbniške banke je nudenje ažurnih informacij za učinkovitejše odločanje ter tudi preoblikovanje podatkov v za uporabnika smislene informacije za naložbeni proces.

3.3.4 Pogoji za prenos opravljanja posameznih skrbniških storitev na drugo osebo

Domači skrbnik lahko skladno s 172. členom ZISDU-3 s pogodbo pisno pooblasti banko oziroma drugo pravno osebo, ki je na podlagi svoje nacionalne zakonodaje upravičena opravljati skrbniške storitve vodenja računov vrednostnih papirjev oziroma hrambe vrednostnih papirjev in jo nadzoruje pristojni organ druge države članice oziroma tretje države, da za račun enega ali več investicijskih skladov, za katere skrbnik opravlja skrbniške storitve, vodi račune oziroma hrani tiste vrednostne papirje, s katerimi se trguje na organiziranih trgih drugih držav članic oziroma na organiziranih trgih tretjih držav, ter

druge vrednostne papirje izdajateljev drugih držav članic oziroma tujih izdajateljev, ki predstavljajo naložbe posameznega investicijskega sklada.

Pogoji za pooblastilo so skladno s prej omenjenim členom naslednji:

1. Skrbnik:

- pridobi pred sklenitvijo pogodbe pisno soglasje DZU, s katero je sklenil pogodbo o opravljanju skrbniških storitev,
- ni sam član sistema izravnave in izpolnitev obveznosti,
- lahko kljub opravljanju skrbniških storitev deluje v najboljšem interesu vlagateljev v investicijski sklad, katerega skrbnik je,
- z opravljanjem skrbniških storitev poveča učinkovitost opravljanja skrbniških storitev za investicijske sklade in lahko v vsakem trenutku utemelji to učinkovitost, med drugim upošteva vsakokratne ponudbe konkurenčnih bank oziroma drugih pravnih oseb za opravljanje storitev,
- lahko v vsakem trenutku poda banki oziroma drugi pravni osebi, ki jo je pooblastil, nadaljnja navodila glede opravljanja storitev ter lahko v vsakem trenutku prekliče dano pooblastilo,
- lahko v vsakem trenutku pridobi od banke oziroma druge pravne osebe, ki jo je pooblastil, vse podatke in dokumentacijo, ki je potrebna, da lahko nemoteno opravlja skrbniške storitve in da ima vedno pregled nad izvajanjem posameznih skrbniških storitev.

2. Z opravljanjem posameznih skrbniških storitev:

- se ne zmanjša možnost opravljanja skrbniških storitev oziroma nalog skrbnika za posamezen investicijski sklad,
- se ne zmanjša možnost izpolnjevanja navodil DZU in drugih pogodbenih obveznosti skrbnika,
- se ne zmanjša učinkovitost in možnost nadzora Agencije in Banke Slovenije nad skrbnikom,
- se zagotavlja najmanj enaka raven varstva imetnikov enot investicijskega sklada, kot če bi skrbniško storitev neposredno opravljal skrbnik, s katerim ima DZU sklenjeno pogodbo o opravljanju skrbniških storitev.

3. Banka oziroma druga pravna oseba, ki jo je skrbnik pooblastil:

- hrani oziroma vodi stanje vrednostnih papirjev in njihov promet za posamezen investicijski sklad tako, da lahko skrbnik ali DZU kadarkoli preverita stanje in promet z vrednostnimi papirji posameznega investicijskega sklada,
- ne opravlja za te investicijske sklade storitev upravljanja njihovega premoženja.

4. Banka oziroma druga pravna oseba, ki jo je skrbnik pooblastil, je predmet nadzora pristojnega organa države članice oziroma tuje države, s katero ATPV izmenjuje

podatke in informacije na podlagi vzajemnosti; sodelovanje med tem organom in ATVP je zagotovljeno.

5. Interes banke oziroma druge pravne osebe, ki jo je skrbnik pooblastil, ni in ne bo v konfliktu z interesi vlagateljev v posamezen investicijski sklad, za katerega po pooblastilu opravlja skrbniške storitve.

Z opravljanjem skrbniških storitev v primeru pooblastitve druge osebe skladno s tretjim odstavkom 172. člena ZISDU-3 prav tako ni mogoče niti omejiti niti izključiti odškodninske odgovornosti skrbnika za opravljanje navedenih storitev.

Iz navedenega lahko vidimo, da je izbira ustreznega globalnega skrbnika kompleksen postopek, saj domača skrbniška banka s prenosom dela opravljanja skrbniških storitev na globalnega skrbnika ne zmanjša svoje odškodninske odgovornosti do posameznega investicijskega sklada, ampak dejansko po trenutni zakonodaji odgovarja za odškodninsko odgovornost tudi globalnega skrbnika.

3.3.5 Odnos med globalnim in domačim skrbnikom:

- Skrbniški račun vrednostnih papirjev: pri globalnem skrbniku se za vsakega končnega upravičenca (investicijski sklad ...) odpre ločen skrbniški račun vrednostnih papirjev, na katerem so ti hranjeni v evidenci globalnega skrbnika.
- Račun vrednostnih papirjev na posameznem trgu: skrbniški račun se nato poveže s skupnimi (angl. *omnibus*) računi na določenih trgih, kjer je to omogočeno, nekateri trgi pa zahtevajo ločitev na ravni končnega upravičenca, kar pomeni, da je potrebno za vsakega končnega upravičenca odpreti ločen račun (angl. *segregated account*) pri podskrbniku globalnega skrbnika, v večini primerov pa celo neposredno pri lokalnem depozitarju.
- Denarni poravnavni račun: posli z vrednostnimi papirji se na lokalnih trgih poravnavajo v lokalnih valutah, zato je potrebno imeti za vsako valuto svoj denarni račun, ki služi izključno poravnavi kupnine iz naslova poslov in prejemu drugih upravičenj na osnovi lastništva vrednostnih papirjev.
- Poravnava vrednostnih papirjev: globalni skrbnik izvaja poravnavo vrednostnih papirjev na ta način, da navodila za poravnavo o posameznem sklenjenem poslu, posredovana s strani domače skrbniške banke, posreduje naprej na lokalni trg k svojemu podskrbniku, ta pa naprej lokalnemu depozitarju, kjer se posel dejansko poravnava in se tudi dejansko hranijo vrednostni papirji. Hkrati globalni skrbnik tudi ažurno obvešča domačo skrbniško banko o raznih zapletih pri poravnavi, na primer pri

neujemanju določenih ključnih podatkov, zahtevanih za poravnavo vrednostnih papirjev, z nasprotno stranko pri poravnavi ...

- Korporacijske akcije: globalni skrbnik na dnevni ravni zagotavlja informacije o korporacijskih akcijah (delitev delnic, bonusne izdaje, združitve podjetij, izdaje pravic ...), ki se dogajajo na vrednostnih papirjih, hranjenih na skrbniških računih, lokalna skrbniška banka pa te informacije v prijaznejši obliki za uporabnika posreduje naprej do končnega upravičenca.
- Prihodki na osnovi lastništva vrednostnih papirjev, hranjenih v tujini: globalni skrbnik zagotavlja informacije na dnevni ravni tako o napovedanih kot tudi o plačanih prihodkih na osnovi lastništva tujih vrednostnih papirjev.
- Skupinske tožbe (angl. *class actions*): globalni skrbnik lahko izvaja informiranje in omogoča sodelovanje v skupinskih tožbah.
- Sodelovanje na skupščini delničarjev (angl. *proxy voting*): globalni skrbnik lahko izvaja informiranje in omogoča sodelovanje na skupščini delničarjev preko svojih pooblaščenecv in/ali omogoči udeležbo pooblaščenecv posamezne stranke.
- Vpis in prodaja točk skladov, ki ne kotirajo na borzi (angl. *fund settle*): globalni skrbnik lahko omogoča preko posebnega sistema vpis in prodajo točk netrgovanih vzajemnih skladov.
- Informiranje o dogajanjih na tujih trgih: globalni skrbnik dnevno obvešča o dogajanjih na tujih trgih in spremembah davčne obravnave ter regulative posameznega trga.
- Davčni status in storitve: globalni skrbnik na določenih trgih ob predložitvi ustrezne dokumentacije omogoča oprostitvev davka že na viru, v nekaterih primerih pa naknadno povračilo davka na podlagi posebne zahteve (angl. *tax reclaim*).
- Poročila: globalni skrbnik omogoča veliko število – tako za stranko kot tudi domačo skrbniško banko – različnih pomembnih poročil, ki jih zagotavlja na dnevni ravni z možnostjo spremljanja posamezne naložbe z različnih vidikov.
- Način komuniciranja: globalni skrbniki imajo svoje lastne spletne platforme, preko katerih zagotavljajo večino zgoraj naštetega; korespondenca poteka v večini po elektronski pošti, nekaj pa tudi po telefonu in faksu.
- Posli valutne menjave (angl. *foreign exchange trades*): za vse valute, ki jih domača skrbniška banka ne procesira, je potrebno izvesti konverzijo v eno izmed valut, ki jih procesira (običajno je to v EUR ali pa v USD); s posebnim dogovorom med lokalno

skrbniško banko in globalnim skrbnikom se dogovori, da te posle in vse, kar je s tem povezano, izvede globalni skrbnik.

- Denarne transakcije: vsak nakupni ali prodajni posel povzroči tok denarja, ki ga je potrebno ali nakazati z računa stranke na račun v tujino pri globalnem skrbniku (nakupni posel) ali obratno (prodajni posel). Podobno velja tudi v primeru prihodkov na osnovi lastništva tujih vrednostnih papirjev in v primeru korporacijskih akcij.

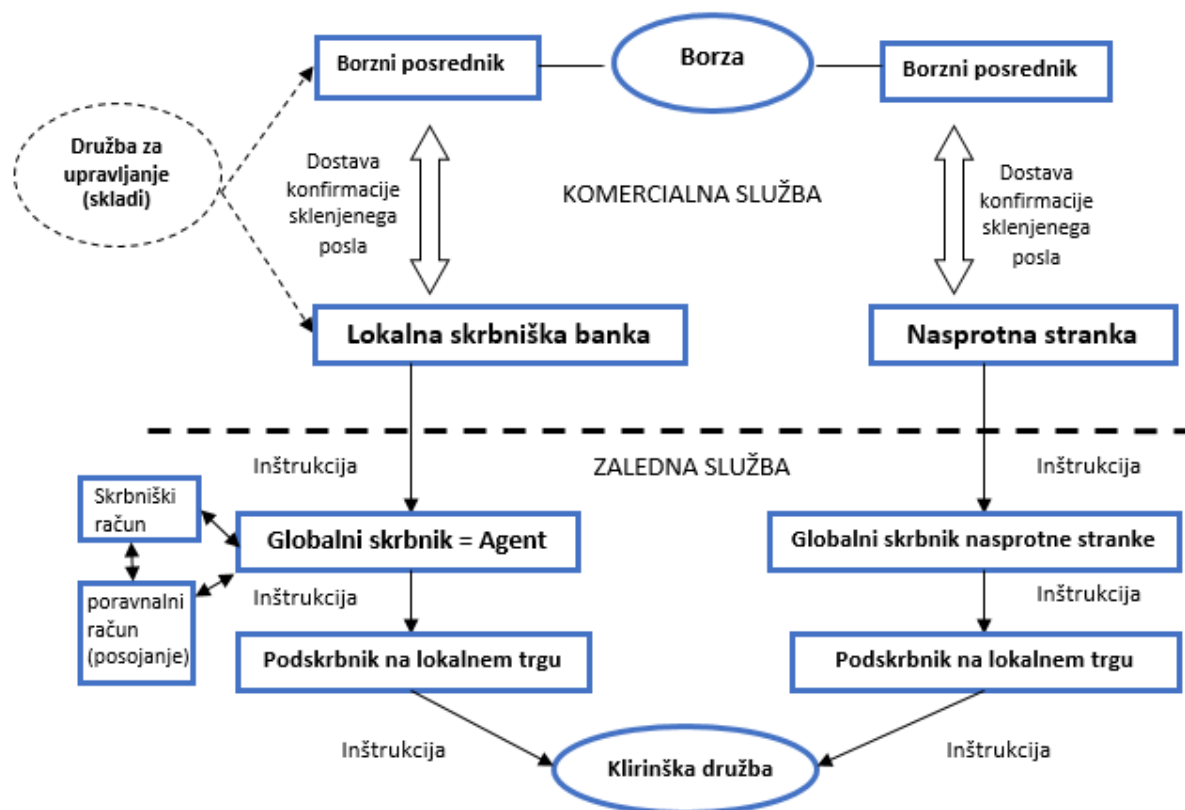
Domača skrbniška banka ima pri opravljanju zgoraj opisanih skrbniških storitvah dejansko vlogo posrednika med posameznim investicijskim skladom in globalnim skrbnikom.

3.3.6 Odnosi med udeleženci – globalna skrbniška banka v vlogi agenta za posojanje vrednostnih papirjev

Procesi se v grobem delijo v dve skupine, in sicer na tiste, ki se odvijajo znotraj komercialnih služb (angl. *front offices*), in na tiste, ki se odvijajo v zalednih službah (angl. *back offices*). Da se zagotovi pravočasno poravnavo sklenjenih poslov, je potrebno slediti točno določenemu postopku, kar je tudi razvidno s Slike 13.

Po sklenitvi posla s strani borznega posrednika na podlagi naročila stranke stranka ali borzni posrednik posreduje konfirmacijo o sklenitvi posla domači skrbniški banki, ki posel vnese v sistem globalnega skrbnika. Globalni skrbnik po prejemu informacije najprej preveri ustreznost navodila za poravnavo, nato pa to navodilo posreduje naprej svojemu podskrbniku na zahtevan lokalni trg, kjer se poravnava tudi izvede. Če se navodila za poravnavo v vseh ključnih informacijah ujemajo z navodili za poravnavo nasprotne stranke (angl. *counterparty*) pri poravnavi, se poravnava izvede, in sicer na način, da se vrednostni papirji poknjžijo na skrbniški račun pri globalnem skrbniku, istočasno pa se za višino kupnine bremeni denarni račun (v primeru nakupnega posla). Vse transakcije (razen v izjemnih primerih) se tako poravnajo proti plačilu, kar pomeni, da gre za simultano denarno in papirno poravnavo. Na ta način se zagotavlja maksimalna varnost investitorjev. V primeru vključitve investitorja v program posojanja, globalni skrbnik vzpostavi povezavo med skrbniškim računom posameznega investitorja in posebnim poravnalnim računom, preko katerega se izvajajo posojilne transakcije, kar je podrobneje opredeljeno v naslednjem poglavju.

Slika 13: Odnosi med udeleženci in njihova vloga – globalna skrbniška banka v vlogi skrbnika in agenta za posojanje vrednostnih papirjev



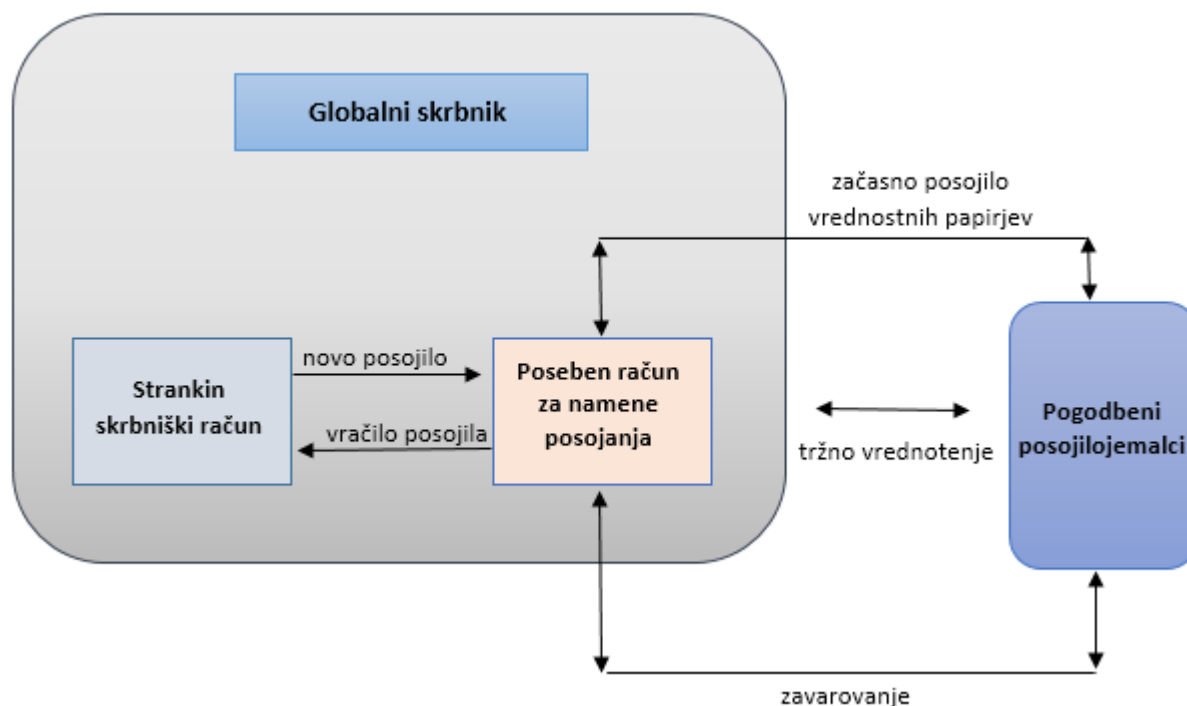
Vir: Prirejeno po The Bank of New York Mellon, Brussels, Recruitment Brochure 2008, str. 4–7; ISLA, Establishing an Agency Securities Lending program – Institutional Investors and Asset Managers, 2014, str. 13 in 14.

Glede na paleto skrbniških storitev, ki jih globalni skrbnik servisira, in glede na to, da so vrednostni papirji hranjeni na pri njem odprtih skrbniških računih vrednostnih papirjev, je zagotovo optimalna odločitev, da se tudi posojanje vrednostnih papirjev izvaja preko istega agenta.

3.3.7 Proces posoje vrednostnih papirjev – globalna skrbniška banka v vlogi skrbnika in agenta za posojanje

Slika 14 prikazuje proces prenosa vrednostnih papirjev za posojilo pri globalnem skrbniku v primeru, ko ta opravlja za svojo stranko tudi skrbniške storitve.

Slika 14: Proces prenosa vrednostnih papirjev za posojilo pri globalnem skrbniku v primeru, ko ta opravlja za svojo stranko tudi skrbniške storitve

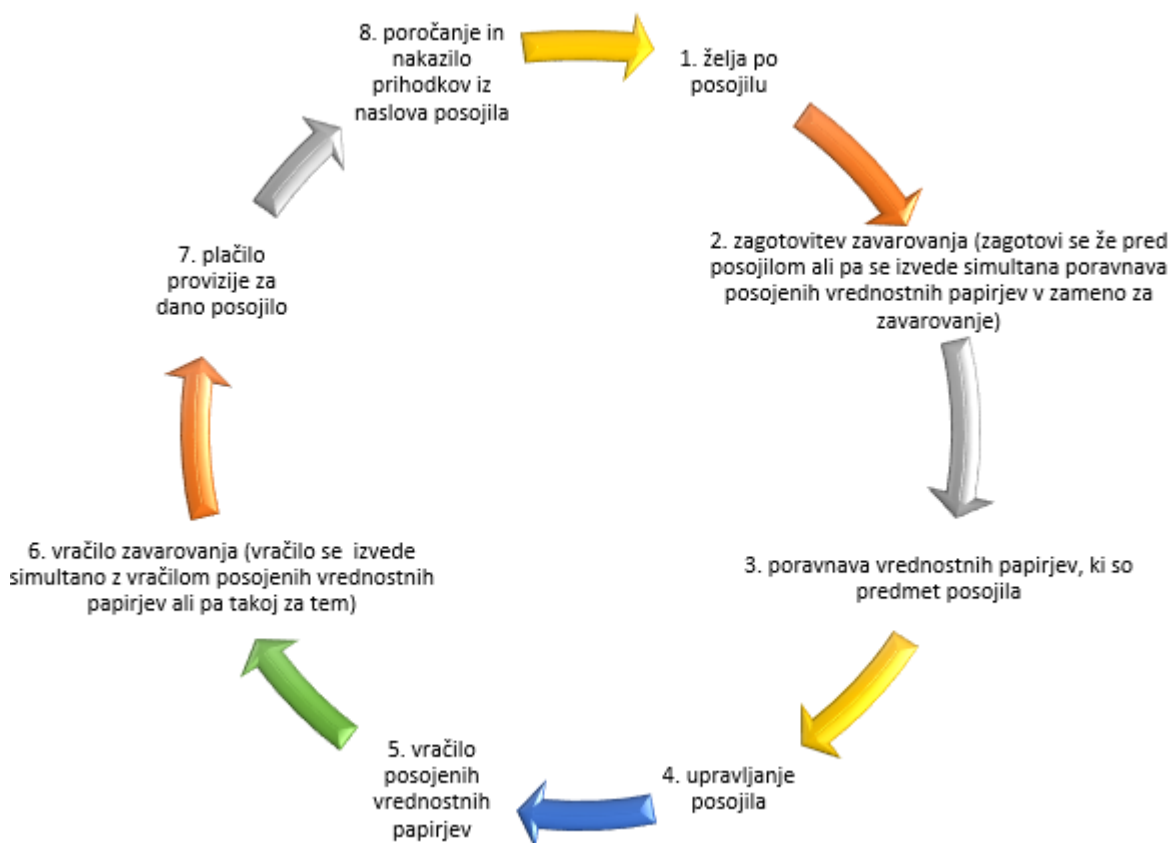


Vir: *The Bank of New York, Securities Lending, 2007, str. 3.*

Kot že omenjeno, so v primeru skrbniških storitev vrednostni papirji posamezne stranke hranjeni na skrbniških računih pri globalnem skrbniku. Ob odločitvi stranke, da vključi določene papirje v proces posojanja, se ti prenesejo na poseben poravnalni račun in na ta način postanejo vrednostni papirji na razpolago za posojilo že vnaprej izbranim posojilojemalcem. Če obstaja povpraševanje po vrednostnih papirjih s strani posojilojemalcev, s katerimi ima globalni skrbnik sklenjeno pogodbo, se ti prenesejo proti plačilu zavarovanja na račun vrednostnih papirjev posojilojemalca. V primeru zavarovanja v denarni obliki se prejeti znesek investira izključno na predhodno dogovorjen način s posojilodajalcem, vnaprej dogovorjen del obresti (angl. *rebate*) izplača globalni skrbnik posojilojemalcu. Globalni skrbnik dnevno izračunava posojenim vrednostnim papirjem njihovo vrednost (jih dnevno vrednoti) in s tem zagotavlja zavarovanje za celotno vrednost posojila (The Bank of New York, 2007, str. 3; Clearstream Banking AG, 2011, str. 11, 12, 23; Euroclear Bank SA/NV, 2010, str. 5–7).

Transakcija posojila z vrednostnimi papirji je v grobem sestavljena iz osmih ključnih točk, ki so razvidne iz cikličnega prikaza v Sliki 15.

Slika 15: Cikel transakcije posojila z vrednostnimi papirji



V primeru vključitve v program posojanja sta celotna administracija in upravljanje oziroma vzdrževanje posojila na strani agenta, kar predstavlja prednost za posojilodajalca.

3.3.8 Koristi za posojilodajalca iz naslova posojanja vrednostnih papirjev

Posojanje vrednostnih papirjev za posojilodajalca pomeni vir dodatnega zaslužka na razmeroma preprost način, saj so programi posojanja, kot bomo videli v nadaljnjih poglavjih, oblikovani na način, da imajo kar najmanj vpliva na vsakodnevno poslovanje.

Kaj je cena posojanja in od česa je odvisna, je opredeljeno že v okviru poglavja 1.8, sedaj pa pogledajmo, kako je izračunana provizija posojilodajalca; formula (1) je zelo preprosta (Clearstream Banking AG, 2011, str. 41):

$$\text{provizija posojilojemalca} = \text{vrednost posojila} \times (\text{število dni posoje} / 360 \times \text{cena posojanja})$$

(1)

Provizija posojilojemalca se računa na dnevni ravni, odvisna pa je od cene posojanja in tržne vrednosti posojila. V Tabeli 3 so navedene najnovejše tarife za posojanje globalnega depozitarja in skrbnika Clearstream Banking (Clearstream Banking, 2015c).

Tabela 3: Cena posojanja vrednostnih papirjev pri Clearstream Banking

Valuta	Cena posojanja v b.t./leto	
	Dolžniški vrednostni papirji	Lastniški vrednostni papirji
AUD	125,00	125,00
CAD	50,00	225,00
CHF	50,00	25,00
CZK	50,00	225,00
DKK	50,00	100,00
EUR	50,00	100,00
GBP	50,00	100,00
JPY	50,00	25,00
NOK	50,00	225,00
NZD	175,00	225,00
SEK	50,00	225,00
USD	60,00	100,00
ZAR	375,00	225,00
Druge valute	245,00	225,00

Vir: Clearstream Banking, Securities Lending and Borrowing Service: rates from 1 July 2015, 2015c.

Povprečna cena za dolžniške vrednostne papirje na letni ravni pri Clearstream Banking za mesec julij 2015 je približno 102 b.t., za lastniške vrednostne papirje pa 154 b.t. Konkretnih cen posojanja vrednostnih papirjev drugih agentov ni bilo mogoče pridobiti.

Agenti posojilodajalcem za vrednostne papirje, vključene v program posojanja, ne zaračunavajo stroškov, vezanih na skrbniške storitve (Clearstream Banking AG, 2011, str. 9), kar pomeni dodatno korist, saj si lahko investitor na ta način tudi zniža stroške skrbniških storitev.

3.3.9 Vpliv korporacijskih akcij na posojanje vrednostnih papirjev

Kot že povedano, so programi posojanja oblikovani tako, da posojilodajalci ves čas ohranijo svoje ekonomske koristi in upravičenosti, posojilojemalci pa povrnejo vsa prejeta upravičenja (npr. pravice, ki omogočajo določene koristi) ali izkupičke iz naslova upravičenosti, kot na primer nove delnice iz naslova izposojenih vrednostnih papirjev.

Če posamezen investitor sodeluje v programu posojanja, prejema popolnoma enake informacije glede vseh možnih upravičenj na osnovi lastništva določenega vrednostnega papirja ne glede na to, ali je vrednostni papir na izposoji, ali ne. Glede načina in pravil procesiranja korporacijskih akcij so si vsi trije agenti enotni. Značilnosti posameznih upravičenj so razvidne v nadaljevanju (The Bank of New York, 2007, str. 7 in 8; Clearstream Banking AG, 2011, str. 31–36; Clearstream Banking S.A., 2014a, str. 12–13; Clearstream Banking S.A., 2015b, str. 159–189; Euroclear Bank SA/NV, 2010, str. 9–13).

3.3.9.1 Porazdelitev denarja in delnic za posojilodajalca

3.3.9.1.1 Porazdelitev denarja

Agent zagotavlja, da posojilodajalec prejme vsa plačila, do katerih je upravičen, avtomatsko na svoj denarni račun pri globalnem skrbniku, na enak način kot bi jih prejel, če bi bili vrednostni papirji na skrbniškem računu.

3.3.9.1.2 Izplačilo dividend in obresti

Izplačilo dividend na posojenih vrednostnih papirjih prejme posojilojemalec, vendar ostaja posojilodajalec ne glede na to še vedno upravičen do prejema kompenzacije (angl. *cash compensation*) iz tega naslova. V takem primeru bremeni agent za izplačilo denarni račun posojilojemalca in na dan plačila (angl. *pay date*) kreditira denarni račun posojilodajalca.

3.3.9.1.3 Zapadlost glavnice

Običajno se posojilo zaključi, preden pride do zapadlosti glavnice. Če to ni mogoče in prejme glavnico posojilojemalec, agent avtomatsko bremeni posojilojemalca za ta znesek in kreditira račun posojilodajalca na dan zapadlosti glavnice (angl. *redemption date*).

3.3.9.1.4 Plačilo davka pri obdavčljivih prihodkih

Glede na to, da se vrednostni papirji prenesejo na račun posojilojemalca, se plačilo izvede z davčnim odtegljajem skladno s pravili in zakonodajo, veljavno za posojilojemalca. Če pride do razlike v davčni stopnji odtegljaja med izplačilom posojilojemalcu in izplačilom posojilodajalcu, posojilojemalec izvede ustrezno kompenzacijo izplačila (angl. *respective compensation payment*). Potrebno je poudariti, da agent zagotavlja, da posojilodajalec v vsakem primeru prejme enaka upravičenja, kot bi jih prejel, če njegovi vrednostni papirji ne bi bili predmet posojila.

3.3.9.1.5 Porazdelitev delnic

V primeru prejema dodatnih delnic po korporacijski akciji sta dve možnosti:

- novo prejete delnice se doda v že obstoječe posojilo
- obstoječe posojilo se zamenja z novim posojilom še za dodatne delnice

Izjema: če novo prejetih delnic ni možno vključiti v program posojanja, se posojilo prekliče.

3.3.9.2 Vrste reorganizacije in vpliv na odločitev posojilodajalca

3.3.9.2.1 Zavezujoče (angl. *mandatory*)

Takšne vrste korporacijske akcije so na primer: bonusna izdaja delnic (angl. *bonuss issue*), delitev delnic (angl. *stock split*), združitev podjetij (angl. *merger*), razdružitev podjetij (angl. *demerger*), zamenjava delnic (angl. *stock conversion*) ...

- Brez možnosti izbire (angl. *without options*): agent v takšnem primeru doda vrednostne papirje k obstoječemu posojilu ali pa zamenja obstoječe posojilo z novim posojilom še za dodatne delnice oziroma druga upravičenja, tako da posojila ni potrebno odpoklicati.
- Z možnostjo izbire (angl. *with options*): če želi posojilodajalec sodelovati pri korporacijski akciji, mora svojo odločitev sporočiti agentu pred določenimi rokom. Če pa pri korporacijski akciji ne namerava sodelovati, potem v takšnih primerih velja privzeta opcija (angl. *default options*). Tudi v tem primeru posojila ni potrebno odpoklicati, ampak se celotna pozicija ali pa samo njen del nadomesti, poveča ... (odvisno od zahteve posojilodajalca).

Posebej želim izpostaviti upravičenja v obliki prejema pravic (angl. *rights distribution*), ki so lahko trgovane (angl. *tradable*) ali pa netrgovane (angl. *non-tradable*). Programi so oblikovani tako, da omogočajo posojilojemalcem vračilo trgovanih pravic pred zaključkom unovčitve oziroma trgovanja z njimi na borzi (angl. *exercise deadline*); na ta način se posojilodajalcu omogoči, da lahko sam proda trgovane pravice.

3.3.9.2.2 Prostovoljne z možnostjo izbire (angl. *voluntary with options*)

Če gre za prostovoljne korporacijske akcije in se posojilodajalec sam odloči zanje ali želi pri njih sodelovati, mora upoštevati skrajne roke za odločitev, saj je potrebno navodilo za sodelovanje posredovati pred vnaprej določenim skrajnim rokom, v nasprotnem primeru pri korporacijski akciji ne bo mogel sodelovati. Če želi posojilodajalec sodelovati in agentu pošlje navodilo za sodelovanje pred rokom, ki je enak ali daljši od obdobja, potrebnega za

preklic posojila, agent poskuša vrednostne papirje nadomestiti; če pa to ni možno, zahteva od posojilodajalca zavezujoč preklic (angl. *mandatory recall*). V primeru, da ta pravočasno ne vrne vrednostnih papirjev, agent prekliče preklic posojila in doda vrednostne papirje k posojilu ali pa nadomesti posojilo z novim, skladno z želeno izbrano možnostjo posojilodajalca. Da bi zaščitil posojilodajalca, agent po preteku roka za izbiro, onemogoči posojilojemalcu, da bi v določenem času vrnil vrednostne papirje; posojilodajalčevo posojeno pozicijo pa začasno zamrzne, dokler procesiranje upravičenj skladno z izbiro posojilodajalca ni zaključeno.

Takšne vrste korporacijske akcije so na primer: prednostna ponudba delnic (angl. *priority offer*), reinvesticija dividend (angl. *dividend reinvestment*), izbira izplačila dividend (angl. *dividend options*) ...

3.3.9.3 Uveljavljanje glasovalnih pravic kot posojilodajalec

Po opravljeni poravnavi posojenih vrednostnih papirjev opravi agent registracijo vrednostnih papirjev na ime posojilojemalca in s tem se glasovalne pravice prenesejo na novo registriranega imetnika.

Če želi posojilodajalec uveljavljati svoje glasovalne pravice iz naslova vrednostnega papirja, danega v posojilo, lahko agent izvede naslednje, da mu to omogoči:

1. Če je možno, poskuša agent v primeru odpoklica posojila s strani posojilodajalca nadomestiti vrednostni papir iz bazena vrednostnih papirjev, namenjenih posojanju, če je seveda vrednostni papir na razpolago.
2. Odpokliče posojilo pri posojilojemalcu. Vračilo se izvede v običajnem ciklu za poravnavo vrednostnih papirjev.
3. Sproži postopek nadomestitve posojenega vrednostnega papirja, če se ne realizira 1. ali 2. točka.

Potrebno je poudariti, da je vsak posojilodajalec sam odgovoren, da pravočasno odpokliče posojilo, če želi uveljavljati glasovalne pravice.

V Tabeli 4 je povzeto, kako posamezna vrsta korporacijskih akcij vpliva na potek posojila.

Tabela 4: Vpliv posamezne vrste korporacijskih akcij na potek posojila

Vrsta korporacijske akcije	Vpliv na posojilo
Zapadlost glavnice	Odpoved posojila
Obresti in dividende	Nadaljevanje

se nadaljuje

nadaljevanje

Vrsta korporacijske akcije	Vpliv na posojilo
Zavezujoče korporacijske akcije	Nadaljevanje
Prostovoljne korporacijske akcije	Nadaljevanje
Glasovalne pravice	Obvezen preklic

3.3.10 Prodaja in odpoklic vrednostnega papirja, vključenega v program posojanja

Vrednostne papirje, vključene v posojilo, je možno kadarkoli odpoklicati (Clearstream Banking AG, 2011, str. 29; Euroclear Bank SA/NV, 2010, str. 7; The Bank of New York, 2007, str. 8), in sicer se vračilo posojenega vrednostnega papirja vrne na dan poravnave ob upoštevanju poravnalnega cikla, ki je odvisen od posameznega trga. Obdobje odpoklica (angl. *recall period*) je tako običajno enako ciklu poravnave na posameznem trgu. Na ta način se zagotovi, da se poravnava vrednostnega papirja (v primeru prodaje vrednostnega papirja, danega v posojilo) izvede pravočasno.

Če ima agent na računu vrednostnih papirjev, namenjenem za posojilo, na razpolago zadostno količino odpoklicanih vrednostnih papirjev drugih posojilodajalcev, vključenih v program (angl. *outstanding loans*), potem ne pride do odpoklica posojila pri posojilodajalcu, temveč se vrednostne papirje zagotovi iz tako imenovanega posojilnega bazena. Če pa na posojilnem računu ni zadostne količine vrednostnih papirjev, agent zahteva odpoklic posojila direktno pri posojilojemalcu.

Če posojilojemalec ne vrne vrednostnih papirjev na zadnji dan v obdobju odpoklica (angl. *the end of the recall period*), poskuša agent na trgu kupiti vrednostne papirje (angl. *buy-in*), in če mu to ne uspe, sta pri vseh treh obravnavanih agentih dve možnosti, in sicer:

- kompenzacija v denarju (angl. *cash compensation*)

Nadomestilo v denarju je enako tržni vrednosti nevrnjenih vrednostnih papirjev na dan zaključka posojila ali na dan, ko je bila dana zahteva za preklic posojila (odvisno od dogovora), plus natečene obresti (če je do njih prišlo).

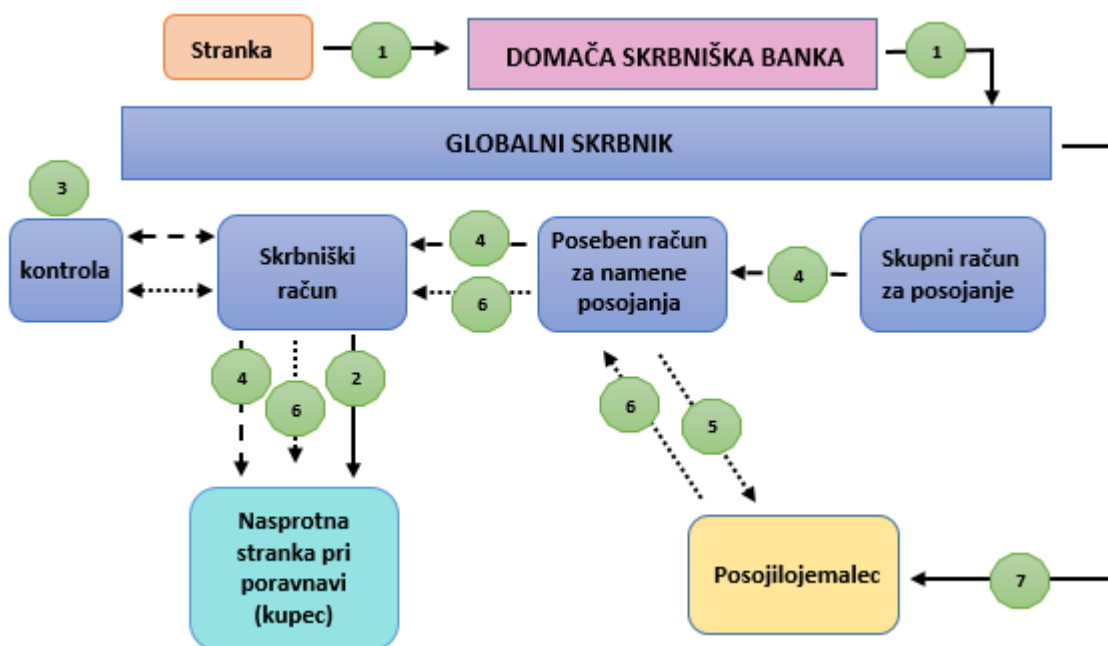
- zagotovitev podobnih vrednostnih papirjev (angl. *equivalent securities*)

Vsi stroški, povezani z vračilom podobnih vrednostnih papirjev, se zaračunajo posojilojemalcu. V tem primeru agent samo obvesti posojilojemalca o višini zneska, ki ga bo zaračunal, in datum valute, torej kdaj bo znesek bremenil njegov denarni račun.

V primeru nepravočasne vrnitve vrednostnih papirjev mora posojilojemalec plačati penale. Clearstream Banking (2015a, str. 28) na primer zaračuna posojilojemalcu fiksni strošek

nevračila (angl. *failed return fee*) v višini 1.250,00 EUR ter prav tako dodatne stroške nevračila (angl. *supplementary fee*). Fiksni strošek nevračila je vnaprej določen, 500,00 EUR pripada posojilodajalcu, preostali del (750,00 EUR) obdrži agent za kritje administrativnih stroškov. Dodaten strošek pa je odvisen od tržne vrednosti vrednostnih papirjev, ki jih posojilojemalec ni vrnil ali pa vsaj ne pravočasno. Ta dodatni strošek se zaračunava dnevno, in sicer do dne, ko posojilodajalec ne prejme ustreznega nadomestila (ali v denarju ali v podobnih vrednostnih papirjih).

Slika 16: Prikaz postopka prodaje in hkrati odpoklica posojila vrednostnega papirja, vključenega v program posojanja



Vir: Prirejeno po Clearstream Banking S.A., *Securities Lending and Borrowing Rules*, 2014b, str. 8–9; RMA, *Best Practice for Recalls and Buy-Ins*, b.l.

Opis postopka v primeru prodaje vrednostnega papirja, danega v posojilo, in v primeru odpoklica posojila, kot nam prikazuje Slika 16, lahko opredelimo v naslednjih sedmih korakih (prirejeno po Clearstream Banking S.A., 2014b, str. 8–9 in RMA, b.l.):

1. Investitor (posojilodajalec) o prodaji vrednostnega papirja, vključenega v portfelj za posojilo, obvesti najprej domačo skrbniško banko, ta pa posreduje informacijo naprej do globalnega skrbnika; idealno je, da se to stori na dan sklenitve posla.
2. Če obstaja zadostna količina vrednostnih papirjev na skrbniškem računu, se navodilo za poravnavo takoj verifikira in s pomočjo skrbniškega sistema posreduje naprej na trg.
3. Če zaradi danih vrednostnih papirjev na posojilo na skrbniškem računu ni zadostne količine vrednostnih papirjev za izvedbo poravnave, se takšni transakciji na skrbniškem računu dodeli poseben status in se je ne posreduje naprej na trg.

4. Takšen status se spremlja s strani globalnega skrbnika, in če je mogoče, se posojilo zamenja ali realocira s stranko s podobnim profilom. Gre dejansko za avtomatski proces, ki omogoča, da se posojilo ne odpokliče pri posojilodajalcu. Po prerazporeditvi vrednostnih papirjev nazaj na skrbniški račun, se omenjeni status sprosti in navodilo za prodajo se v okviru skrbniških storitev posreduje naprej na trg.
5. V kolikor realokacija ni možna, se posojilo odpokliče pri posojilojemalcu skladno z roki za poravnavo na posameznem trgu (skladno s sporazumom med agentom in posojilojemalcem).
6. Po uspešni poravnavi odpoklicanega vrednostnega papirja se navodilo za prodajo znotraj skrbniškega sistema pošlje na trg. Odpoklic posojila v okviru sistema posojanja posledično sproži tudi vračilo s posojilom povezanega zavarovanja posojilojemalcu.
7. Če se vračilo ne izvede pravočasno, globalni skrbnik na posojilojemalca prenese s tem povezane stroške.

3.3.11 Izbira posojilojemalcev

Posojilojemalci, vključeni v program posojanja, so previdno izbrani na podlagi temeljitega pregleda vsakega izmed njih. Postopek odobritve in določitve ustreznih kreditnih limitov je funkcija več oddelkov znotraj posameznega globalnega skrbnika oziroma agenta. Agent opravi finančno analizo in na podlagi lastnega sistema določi bonitetno oceno posameznega posojilojemalca ter na podlagi tega sprejme odločitev, ali vključi posameznega posojilojemalca v program ali ne, in tudi določi kreditne limite. Končna odobritev gre dalje v presojo še posebnemu odboru za posojanje vrednostnih papirjev, področju obvladovanja tveganja in področju skladnosti poslovanja (The Bank of New York Mellon Corporation, 2015, str. 24, 26, 27 in 28).

Večkrat letno potekajo tudi posebni odbori za pregled celotnega seznama posojilojemalcev. Vsak v program sprejet posojilojemalec je tudi stalno nadzorovan s strani agenta in v rednem kontaktu. Prav tako se spremljajo tudi bonitetne ocene zunanjih neodvisnih izvajalcev in na ta način se zagotavlja celovitost informacij. Ko je pogodbeno razmerje s posojilojemalcem vzpostavljeno, se kreditni limiti spremljajo na dnevni ravni.

The Bank of New York Mellon (2007, str. 4 in 9) na primer zahteva od ameriških posojilojemalcev, da predložijo računovodske izkaze vsako četrtelej, od mednarodnih pa na letni ravni. Namen rednih in podrobnih finančnih pregledov je, da se čim prej prepozna, če je posojilojemalec v finančni nevarnosti. Če finančno stanje sproža vprašanja o kreditni sposobnosti, se podrobno pregleda odnos, in če je potrebno, se ta odnos tudi prekine. Agent prav tako odstrani posojilojemalca s svojega seznama, če ugotovi, da pogodbeni odnos ne prinaša koristi nobeni od pogodbenih strank.

Poleg zgoraj navedenega pa agenti v okviru svojih programov tudi omogočajo posojilodajalcem, da sami izberejo, katerim posojilojemalcem se lahko posojajo njihovi

vrednostni papirji, ter tudi, da sami določijo kreditne limite za posameznega posojilojemalca. Na ta način se prilagodijo posojilodajalčevim zahtevam, povezanim s kreditnim tveganjem (The Bank of New York, 2007, str. 4).

3.3.12 Proces zavarovanja posojila

Agenti imajo ustanovljena posebna področja, ki se ukvarjajo z uspešnim upravljanjem zavarovanj (angl. *collateral management*) tako v denarni obliki kot tudi zavarovanj v obliki vrednostnih papirjev. V tej vlogi delujejo kot neodvisna tretja stranka (angl. *tri-party agent*) v dogovoru med posojilodajalcem in posojilojemalcem.

3.3.12.1 Zavarovanje v obliki vrednostih papirjev

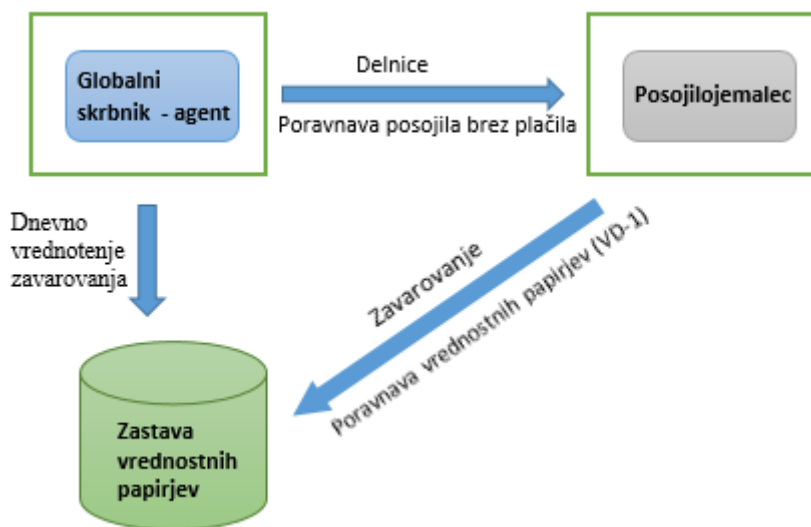
Slika 17 prikazuje proces zavarovanja v primeru, ko je posojilo zavarovano z vrednostnimi papirji. Posojilojemalec običajno en dan pred najemom posojila dostavi vrednostne papirje (delnice ali obveznice), ki se prenesejo na poseben račun za zastavo vrednostnih papirjev (angl. *pledge account*) v okviru področja, ki upravlja zavarovanje in zagotavlja upoštevanje smernic in limitov. Prenos vrednostnih papirjev se izvede brez plačila, kar pomeni, da gre samo za papirno poravnavo (angl. *free of payment*) (Clearstream Banking AG, 2011, str. 23 in 24).

Zahteve po višini zavarovanja se računajo na dnevni ravni in na ta način zmanjšujejo morebino dnevno izpostavljenost. Popravek zahtevane pokritosti zavarovanja se zagotavlja še isti dan do konca dneva, ko je bilo ugotovljeno razhajanje.

Običajno velja, da se zagotovi 102 % tržne vrednosti, če gre za izposajo dolžniških vrednostnih papirjev, 105 %, če je zavarovanje v valuti, različni od danega posojila ter če gre za izposajo lastniških vrednostnih papirjev, in 110 %, če gre za izposajo obveznic z zavarovanjem v obliki delnic (The Bank of New York Mellon Corporation, 2015, str. 41). Vse podrobnosti o zavarovanju se dnevno poročajo preko sistema agenta. Dokler ni izvršena poravnava posojenih vrednostnih papirjev s strani posojilojemalca, se zavarovanje zadrži.

Vsak agent ima izoblikovan svoj seznam vrednostnih papirjev, ki jih sprejema v zavarovanje, običajno pa so to državne obveznice in delnice znanih in že uveljavljenih delniških družb, ki kotirajo na najpomembnejših svetovnih borzah in katerih izdajatelj slovi po prvovrstni kreditni sposobnosti, dobrih perspektivah gospodarske rasti in rednih izplačilih dividend (angl. *blue chip equities*).

Slika 17: Proces zavarovanja – zavarovanje v obliki vrednostnih papirjev



Vir: Prirejeno po BlackRock, *Securities Lending: The Facts*, 2015.

3.3.12.2 Zavarovanje v denarni obliki

S Slike 18 pa je razviden proces zavarovanja, ko je zavarovanje v denarni obliki. Posli z dolžniškimi in lastniškimi vrednostnimi papirji se v primeru denarnega zavarovanja poravnajo proti plačilu, in sicer običajno v vrednosti 102 % od tržne vrednosti posojila (The Bank of New York Mellon Corporation, 2015, str. 41; Clearstream Banking AG, 2011, str. 26). Pribitek na tržno ceno pa se nekoliko razlikuje od agenta do agenta, in sicer je to odvisno od valute, v kateri je zagotovljeno denarno kritje, saj pri določitvi pribitka agent upošteva tudi menjalno razmerje za posamezno valuto (Eurocler Bank, 2014, str. 61). The Bank of New York (2007, str. 7) sprejema denarno zavarovanje v različnih valutah in ima v ta namen odprte tudi večvalutne račune (angl. *multi-currency accounts*). Glede na pridobljene podatke pa Clearstream Banking AG (2011, str. 23) sprejema zavarovanje samo v EUR.

Simultana poravnava vrednostnih papirjev in denarja zmanjša kakršnokoli izpostavljenost tveganju. Obstaja pa tudi možnost, da se zavarovanje v denarni obliki zagotovi dan pred poravnavo posojila, kar ponovno zmanjšuje kakršnokoli morebino izpostavljenost tveganju.

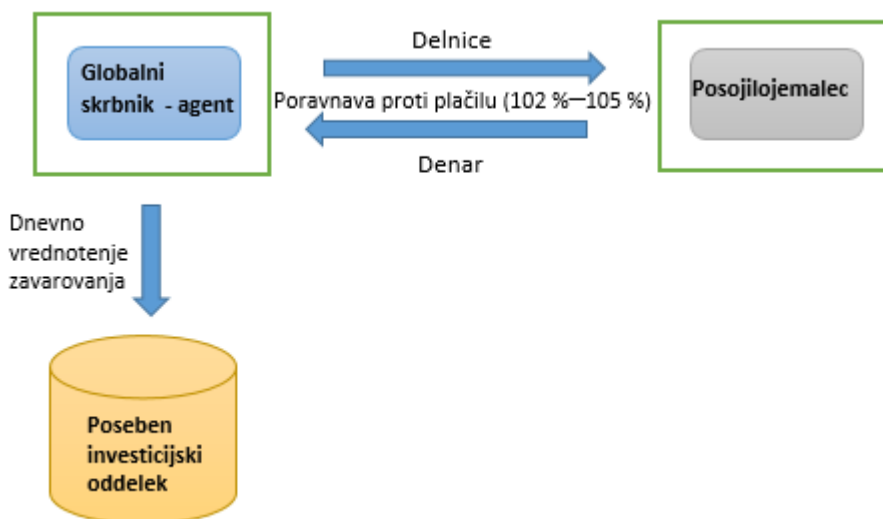
V tem primeru se zavarovanje prav tako nakaže na poseben denarni račun in se s strani agenta takoj naprej reinvestira skladno s politiko, ki je predhodno pogodbeno dogovorjena s posojilodajalcem. Reinvestiranje denarja upravljajo posebej za to oblikovani strokovni investicijski oddelki (angl. *cash investment strategies team*). Popravek zahtevane pokritosti

(angl. *margin adjustments*) zavarovanja se zagotavlja naslednji dan potem, ko je bilo ugotovljeno razhajanje.

Po preteku posojila se denar vrne posojilojemalcu prav tako na osnovi simultane papirne in denarne poravnave ali pa po prejemu konfirmacije, da je posojilo (vrednostni papirji) vrnjeno.

V strokovni literaturi je navedeno, da se poleg vračila zneska zavarovanja posojilojemalcu nakaže tudi določen odstotek (angl. *rebate*) prihodka iz naslova reinvesticije, preostali del pa se razdeli med agenta in posojilodajalca, vendar pri pregledu vsebin posameznih posojilnih programov iz prakse nisem tega nikjer zasledila, zato predvidevam, da je to povezano z obdobjem zelo nizkih obrestnih mer.

Slika 18: Proces zavarovanja – zavarovanje v obliki denarja



Vir: Prirejeno po BlackRock, *Securities Lending: The Facts*, 2015.

3.3.13 Kreditno tveganje oziroma tveganje nasprotne stranke

Kreditno tveganje oziroma tveganje nasprotne stranke, ki predstavlja dejansko najpomembnejše tveganje in kot tudi že povedano v poglavju 1.12.1, pomeni tveganje, da posojilojemalec ne bo vrnil izposojenih vrednostnih papirjev, v primeru izvajanja posojanja vrednostnih papirjev preko agenta po mojem mnenju ni potrebno pripisati večje teže, saj daje agent posojilodajalcu maksimalno zaščito.

Vsi trije agenti, katerih programe sem podrobneje preučila, nudijo posojilojemalcu enako zaščito (The Bank of New York, 2007, str. 4; Clearstream Banking AG, 2011, str. 29; Euroclear Bank SA/NV, 2012). Posojilodajalcu garantirajo:

- vračilo posojenih vrednostnih papirjev ali pa nadomestilo v denarju,
- ekonomska upravičenja, ki mu pripadajo na osnovi lastništva vrednostnega papirja,
- plačilo provizije za posojanje.

Če posojilodajalec ne vrne posojenih vrednostnih papirjev, začne agent postopek pridobitve enakih vrednostnih papirjev na trgu. Če enakih vrednostnih papirjev ni mogoče dobiti, ima posojilodajalec pravico zahtevati:

- kompenzacijo v denarju
- ali pa poplačilo v obliki ekvivalentnih vrednostnih papirjev z določenimi enakimi karakteristikami vrednostnim papirjev, ki so predmet posojila.

Z vidika tveganja sta zelo pomembni še dve vprašanji, in sicer:

- Kaj se zgodi v primeru insolventnosti posojilodajalca?

Posojilodajalec, ki je vključen v program posojanja, nima nobenega pogodbenega razmerja s posojilodajalcem. Le ta za posojilodajalca ves čas dejansko ni znan (Euroclear Bank SA/NV, 2014, str. 12). V takšnem primeru agent takoj prekine posojanje novih vrednostnih papirjev in začne postopek nadomestitve posojenega vrednostnega papirja za posojilodajalca, kot je prej navedeno. Agent dejansko likvidira posojilodajalčevo zavarovanje (The Bank of New York Mellon Corporation, 2015, str. 40; Euroclear Bank SA/NV, 2012). Iz tega sledi, da ostaja posojilodajalec še vedno popolnoma zaščiten.

- Kaj se zgodi v primeru insolventnosti agenta?

Insolventnost posojilnega agenta nima vpliva na posojilodajalčevo obvezo vračila izposojenih vrednostnih papirjev. Takoj, ko posojilodajalec vrne vrednostne papirje na svoj račun, se ti direktno prenesejo na račun posojilodajalca ne glede na insolventnost agenta (Euroclear Bank SA/NV, 2012).

Postopki insolventnosti se od države do države sicer nekoliko razlikujejo in padejo pod jurisdikcijo tiste države, v kateri je agent ustanovljen, potrebno pa je poudariti, da so vrednostni papirji strank v takšnem primeru izključeni iz stečajne mase (The Bank of New York, 2007, str. 4; Euroclear Bank SA/NV, 2012).

The Bank of New York Mellon Corporation, eden največjih globalnih skrbnikov in agentov posojanja vrednostnih papirjev v svetovnem merilu, zahteva od posojilodajalcev zavarovanje v višini najmanj 102 % od poštene vrednosti (angl. *fair value*) izposojenih vrednostnih papirjev. To vrednost dnevno izračunava in s tem zmanjšuje tveganje; dodatno pa ga zmanjšuje tudi s tem, da v svoj program vključi le posojilodajalce z visokimi bonitetnimi ocenami. Konec marca letošnjega leta je imel ta agent za 310 milijard USD

aktivnosti posojanja vrednostnih papirjev, ki so bile zavarovane v skupni vrednosti 323 milijard USD (The Bank of New York Mellon Corporation, 2015, str. 39). Torej je znašalo zavarovanje za 13 milijard USD več, kot je bila vrednost posojenih vrednostnih papirjev.

3.3.14 Primerjava med direktnim posojanjem in posojanjem preko globalnega skrbnika

Glede na vsebino zadnjega poglavja lahko hitro ugotovimo, da izvajanje aktivnosti posojanja vrednostnih papirjev preko agenta, ki ima hkrati vlogo tako globalnega skrbnika kot tudi agenta za posojanje, prinaša za posameznega investitorja številne prednosti. Te so na podlagi spoznanj v celotni nalogi povzete v Tabeli 5, v kateri je prikazana primerjava med neposrednim posojanjem in posojanjem preko agenta – globalnega skrbnika.

Tabela 5: Primerjava med neposrednim posojanjem in posojanjem preko agenta – globalnega skrbnika

Posojanje preko agenta – globalnega skrbnika	Neposredno posojanje
Zamenjava oziroma nadomestitev posojenih vrednostnih papirjev iz portfelja, namenjenega posojanju vseh strank, vključenih v program, se lahko izvede.	Ni mogoče izvesti zamenjave oziroma nadomestitve posojenih vrednostnih papirjev iz portfelja, namenjenega posojanju od drugih strank.
Postopek odpoklica posojila je posojilodajalcu in posojilojemalcu vnaprej točno določen in poznan. Če se posojilo ne vrne na pogodbeno določen dan, agent sproži postopek nadomestitve vrednostnih papirjev.	Posojilojemalci v izogib nepravočasni poravnavi vrednostnih papirjev na trgu morda ne vrnejo pravočasno izposojenih vrednostnih papirjev.
Agenti so specializirane institucije, ki zelo veliko vlagajo v tehnologijo.	Nedohitevanje tehnoloških standardov (visoki stroški ...)
Agent garantira za vse pogodbeno določene obveznosti.	Tveganje neizpolnjenosti pogodbenih obveznosti posojilojemalca je povečano.
Med posojilodajalcem in posojilojemalcem ni pogodbenega odnosa, drug drugemu nista znana.	Popolno razkritje premoženja in tržne strategije posojilodajalca posojilojemalcu.
Agenti imajo običajno razvite lastne spletne aplikacije, ki omogočajo stranki celovito transparentnost storitve.	Komunikacija poteka po drugih kanalih, spletne aplikacije za namene posojanja niso razvite.
Agenti imajo svojo mrežo posojilojemalcev, ki si običajno izposojajo veliko količino vrednostnih papirjev.	Na trgu je veliko ponudbe in posojilojemalci niso tako agresivni.
V primeru nastale škode zaradi posojilojemalca agent zagotovi posojilodajalcu odškodnino, kar zmanjšuje tveganje.	Posojilodajalec se glede nastale škode zaradi posojilojemalca pogaja neposredno s posojilojemalcem.

se nadaljuje

nadaljevanje

Posojanje preko agenta – globalnega skrbnika	Neposredno posojanje
Aktivnost posojanja je povezana z obsežnimi administrativnimi in operacijskimi storitvami, ki jih agent sam opravlja za svoje stranke.	Precej administrativnih in operacijskih storitev pade na posojilodajalca.
Programi posojanja so oblikovani na način, da ni vpliva na trgovanje z vrednostnimi papirji. Posojilodajalec lahko posojene vrednostne papirje kadarkoli proda in na svoj račun jih prejme po standardnem ciklu poravnave za posamezen trg.	Vpliva na trgovanje ni mogoče izključiti, večja verjetnost je, da pride do zamude pri poravnavi.
Stranka si lahko oblikuje svoj program posojanja vrednostnih papirjev in si s tem izbere nabor svojih izposojevalcev in oblike zavarovanja.	Posli se sklepajo s točno določenim posojilodajalcem.
Programi omogočajo, da se pri izplačilu dividende in kuponov iz naslova posojenih vrednostnih papirjev posojilodajalcu upošteva pravilna davčna stopnja, ki je skladna z regulatornimi zahtevami.	To pri neposrednem posojanju ni vedno izvedljivo, saj se ti prihodki nakažejo skladno z upravičeno davčno stopnjo trenutnega lastnika vrednostnih papirjev (posojilojemalca), ki pa ni nujno enaka davčni stopnji posojilodajalca, saj se davčne stopnje med državami razlikujejo.
Skrbniške storitve in storitve posojanja vrednostnih papirjev so med seboj močno prepletene, saj se med seboj dopolnjujejo. Skrbnik, ki je hkrati agent, razpolaga s točnimi informacijami glede sestavljenosti portfelja posamezne stranke in na ta način zagotavlja pravilno upravičenost do prihodkov na osnovi lastništva vrednostnih papirjev in korporacijskih akcij.	Skrbniške storitve in storitve posojanja vrednostnih papirjev se izvajajo popolnoma ločeno kljub temu, da so med seboj močno prepletene. Posojilodajalec mora biti glede korporacijskih akcij in prihodkov na osnovi lastništva vrednostnih papirjev zelo pozoren, saj obstaja verjetnost, da ni obveščen o vseh korporacijskih akcijah, in tudi, da ne prejme vseh upravičenj, ki mu kot lastniku vrednostnega papirja pripadajo.
Osebe je strokovno in izkušeno, v njihovo znanje se veliko investira.	Manjše število izkušenih strokovnjakov, manjše investicije v znanje ljudi.
Veliko število sklenjenih posojilnih poslov na dnevni ravni, kar omogoča doseganje ekonomije obsega.	Število sklenjenih poslov je neprimerljivo manjše, posli se sklepajo priložnostno.
Svoje strokovnjake imajo tudi na več kot 100 svetovnih trgih in na ta način lažje spremljajo regulatorne zahteve posameznega trga in tudi lažje svetujejo stranki.	Svojim strankam težje pomagajo zagotavljati skladnost z regulatornimi zahtevami.
En pogodben odnos, ki zajema tako skrbniške storitve kot tudi storitve posojanja vrednostnih papirjev.	Več pogodbenih odnosov.
Tveganje je razpršeno med veliko udeleženci.	Tveganje je koncentrirano na enega.

SKLEP

Posojanje vrednostnih papirjev, na svetovnih finančnih trgih zelo uveljavljena dodatna tehnika učinkovitega upravljanja premoženja, v Sloveniji pa popolnoma nepoznana kljub temu, da jo slovenska zakonodaja slovenskim investicijskim skladom dovoljuje, predstavlja posameznemu posojilodajalcu (na primer investicijskemu skladu) dodaten vir dohodka, ki lahko zmanjšuje stroške poslovanja ali pa pripomore k povečevanju donosnosti posameznih izbranih naložbenih strategij; privlačna je predvsem zaradi zelo nizke stopnje tveganja.

Skrbniške storitve in storitve posojanja vrednostnih papirjev so med seboj močno prepletene in se dopolnjujejo. Skrbnik, ki je hkrati agent, razpolaga z vsemi potrebnimi informacijami, povezanimi s sestavo portfelja, za učinkovito opravljanje obeh storitev.

Agenti so specialisti, ki veliko vlagajo v tehnologijo in v znanje ljudi, svojim strankam zagotavljajo številne storitve, za katere seveda prejema določeno provizijo, ki se v večini primerov določi kot odstotek ustvarjenih prihodkov. Pogodbe imajo sklenjene z največjimi povpraševalci (posojilojemalci) po posojanju vrednostnih papirjev in najemajo najsodobnejšo programsko opremo, kar pripomore k ustvarjanju prihodkov za svoje stranke. S strani različnih investorjev pridobijo večje število vrednostnih papirjev in jih na ta način naredijo posojilojemalcem (ki si običajno izposojajo večjo količino vrednostnih papirjev) bolj privlačne. Zagotavljajo primerno zavarovanje na dnevni ravni in na ta način zaščitijo strankino izpostavljenost tveganju izgube posojenih vrednostnih papirjev.

Na primer The Bank of New York Mellon Corporation, eden največjih globalnih skrbnikov in agentov posojanja vrednostnih papirjev v svetovnem merilu, zahteva od posojilojemalcev zavarovanje v višini najmanj 102 % od poštene vrednosti izposojenih vrednostnih papirjev. To vrednost dnevno izračunava in s tem zmanjšuje tveganje. Konec marca letošnjega leta je imel ta agent za 310 milijard USD aktivnosti posojanja vrednostnih papirjev, ki so bile zavarovane v skupni vrednosti 323 milijard USD (The Bank of New York Mellon Corporation, 2015, str. 39). Torej je znašalo zavarovanje za 13 milijard USD več, kot je bila vrednost posojenih vrednostnih papirjev.

Svojim strankam pomagajo zagotoviti skladnost z regulatornimi zahtevami, zbirajo prihodke na osnovi lastništva vrednostnih papirjev in zagotavljajo upravičenja na strani posojilojemalcev ter zagotovijo, da te prihodke prejme posojilodajalec. Poleg tega zbirajo tudi kakršnekoli druge pripadajoče dohodke iz naslova lastništva vrednostnih papirjev, vključenih v posojanje.

Programi posojanja so torej oblikovani tako, da posojilodajalci ves čas ohranijo svoje ekonomske koristi in upravičenosti, posojilojemalci pa povrnejo vsa prejeta upravičenja ali

izkupičke iz naslova upravičenosti, kot na primer nove delnice iz naslova izposojenih vrednostnih papirjev.

Pomembno je tudi, da posamezni investitor, ki sodeluje v programu posojanja, prejema popolnoma enake informacije glede vseh možnih upravičenj na osnovi lastništva določenega vrednostnega papirja ne glede na to, ali je vrednostni papir na izposoji ali ne.

Dodatna, za investitorja ključna ugotovitev je ta, da so programi posojanja oblikovani na način, ki ne vpliva na trgovanje z vrednostnimi papirji. Posojilodajalec lahko posojene vrednostne papirje kadarkoli proda in na svoj skrbniški račun jih prejme po standardnem ciklu poravnave za posamezen trg, saj se lahko vrednostne papirje, vključene v posojilo, kadarkoli odpokliče. Na ta način se zagotovi, da se poravnava vrednostnega papirja (v primeru prodajnega posla) pravočasno izvede.

Naslednja pomembna informacija je, da agenti posojilodajalcem za vrednostne papirje, vključene v program posojanja, posebej ne zaračunavajo stroškov, vezanih na skrbniške storitve; vsi stroški so namreč že vkomponirani v dogovorjeno provizijo za posojanje, kar pomeni dodatno korist, saj si lahko investitor na ta način tudi zniža stroške skrbniških storitev.

Prav tako svojim strankam nudijo dodatno zaščito pred določenimi pomembnimi tveganji. Tveganje, da posojilojemalec ne bo vrnil izposojenih vrednostnih papirjev, ki je dejansko največje tveganje, pri uporabi agenta tako ne predstavlja ključne vloge, saj je posojilodajalec maksimalno zaščiten. Če pride do takšne situacije, agent takoj začne postopek pridobitve enakih vrednostnih papirjev na trgu. Če enakih vrednostnih papirjev ni mogoče dobiti, ima posojilodajalec pravico zahtevati kompenzacijo v denarju ali pa poplačilo v obliki ekvivalentnih vrednostnih papirjev z določenimi enakimi karakteristikami, kot jih imajo vrednostni papirji, ki so predmet posojila.

Zelo podbna logika velja v primeru insolventnosti posojilojemalca. Posojilodajalec, ki je vključen v program posojanja, nima nobenega pogodbenega razmerja s posojilojemalcem. Le-ta za posojilodajalca ves čas dejansko ni znan. V takšnem primeru agent takoj prekine posojanje novih vrednostnih papirjev s takšnim posojilojemalcem in začne postopek nadomestitve posojenega vrednostnega papirja. Agenti se takšnim situacijam v največji meri že v osnovi izognejo tako, da se zelo posvečajo ustrezni izbiri. The Bank of New York Mellon vsakega posojilojemalca, preden ga vključi v svoj program, temeljito pregleda, opravi finančno analizo in na podlagi lastnih ugotovitev določi bonitetno oceno, ki njemu služi kot merilo za vključitev posameznega posojilojemalca v program. Dokončna odobritev gre dalje v presojo še posebnemu odboru za posojanje vrednostnih papirjev, področju obvladovanja tveganja in področju skladnosti poslovanja.

Poleg zgoraj omenjenega pa agenti upoštevajo tudi posojilodajalčeve zahteve glede kreditnega tveganja in se jim prilagajajo, in sicer na način, da jim omogočajo samostojno izbiro posojilojemalev, ki jim lahko agent ponudi njihove vrednostne papirje, sami pa lahko določijo tudi kreditne limite za posameznega posojilojemalca.

Prav tako insolventnost posojilnega agenta nima vpliva na posojilojemalčevo obvezo vračila izposojenih vrednostnih papirjev. Takoj ko posojilojemalec vrne vrednostne papirje na svoj račun, se ti direktno prenesejo na račun posojilodajalca ne glede na insolventnost agenta. Pomembno je dejstvo, da se vrednostni papirji strank vodijo na ločenih računih od računov lastnega premoženja skrbnika oziroma agenta in so izključeni iz stečajne mase. Iz tega sledi, da posojilodajalec tudi v takšnih primerih še vedno ostaja popolnoma zaščiten.

Na podlagi vseh navedenih ugotovitev je po mojem mnenju na začetku postavljena hipoteza, da je posojanje vrednostnih papirjev preko globalnega skrbnika varna oblika posla, ki na razmeroma preprost način prinaša dodaten vir zaslužka, potrjena in jo lahko smatramo za primerno sekundarno metodo učinkovitega upravljanja premoženja, ki bi jo slovenski skladi skladno z zakonodajo lahko izvajali.

LITERATURA IN VIRI

1. The Bank of New York. (2007). *Securities Lending* (interno gradivo). London: The Bank of New York.
2. The Bank of New York Mellon. (2008). Recruitment Brochure 2008. Najdeno 2. aprila 2015 na spletnem naslovu <http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:7k5Kq9TlGz4J:www.unav.es/econom/files/file/empleoypractic/Brochure%25202008%2520new%2520front%2520sun.doc+&cd=1&hl=en&ct=clnk&gl=si>
3. The Bank of New York Mellon Corporation. (2015). Pillar 3 Disclosure. Najdeno 23. aprila 2015 na spletnem naslovu https://www.bnymellon.com/_globalassets/pdf/investor-relations/the-bank-of-new-york-mellon-corporation-pillar-3-disclosure-report-march-31-2015.pdf
4. Banka Slovenije. (2015). Posojanje obveznic PSPP. Najdeno 1. julija 2015 na spletnem naslovu <https://www.bsi.si/ekonomska-in-monetarna-unija.asp?MapaId=1772>
5. Banking Federation of the European Union. (2001). Master Agreement for Financial Transaction – Product Annex for Securities Loans. Najdeno 9. aprila 2015 na spletnem naslovu <http://www.ebf-fbe.eu/european-master-agreement-ema/>
6. Bassler, P., & Oliver, E. (2015). Securities Lending Best Practice. A guidance Paper for Institutional Investors. Najdeno 15. aprila 2015 na spletnem naslovu <http://www.isla.co.uk/images/PDF/Publications/corporate%20gov%20%20sec%20lending.pdf>
7. Bianconi, M., Collot, N., & Knepper, G. (2010). Securities Lending & Repo Markets – A Practical Guide. Najdeno 17. aprila 2015 na spletnem naslovu http://www.caceis.com/fileadmin/pdf/reference_papers_en/securities_lending.pdf
8. BlackRock. (2012, maj). Securities Lending: Balancing Risks and Rewards. Najdeno 28. aprila 2015 na spletnem naslovu <http://www.blackrock.com/corporate/enbr/literature/whitepaper/balancing-risks-and-rewards-may-2012.pdf>
9. BlackRock. (2015, maj). Securities Lending: The Facts. Najdeno 20. maja 2015 na spletnem naslovu <http://www.blackrock.com/corporate/engb/literature/whitepaper/viewpointsecurities-lending-the-facts-may-2015.pdf>
10. Clearstream Banking AG. (2011). Automated Securities Lending Program. Najdeno 7. aprila 2015 na spletnem naslovu <http://www.clearstream.com/blob/11346/af4e3054fa1e3e8e5e09ceea5c4983bd/automated-securities-lending-product-guide-endata.pdf>
11. Clearstream Banking S.A. (2014a). Automated Securities Lending Programme. Product Guide. Najdeno 17. maja na spletnem naslovu <http://www.clearstream.com/blob/12014/31c1a76d251375fc5d14f0a3bc2e8f3a/asl-product-guide-pdf-data.pdf>
12. Clearstream Banking S.A. (2014b). Securities Lending and Borrowing Rules. Najdeno 29. maja na spletnem naslovu <http://www.clearstream.com/blob/69522/9c9bb0185aafb217960b41ffa5dde51d/slbrr-pre-data.pdf>
13. Clearstream Banking. (2015a). Fee Schedule for customers of Clearstream Banking. Najdeno 7. julija 2015 na spletnem naslovu <http://www.clearstream.com/blob/74456/12caf31b1ddb76a2e2a5bb06e48a8541/fee-schedule-20150701-en-data.pdf>

14. Clearstream Banking S.A. (2015b). Customer Handbook for Customers of Clearstream Banking S.A. Najdeno 23. julija 2015 na spletnem naslovu <http://www.clearstream.com/blob/10702/85c393bf1e4bf4be6c09ddefc987969c/hbecomp-pdf-data.pdf>
15. Clearstream Banking. (2015c). Securities Lending and Borrowing Service: rates from 1 July 2015. Najdeno 2. julija 2015 na spletnem naslovu <http://www.clearstream.com/clearstream-en/products-and-services/global-securitiesfinancing/a15115/74918>
16. CRESTCo Ltd. (2004). White Book – Securities Lending and Collateral Transfers in CREST. Najdeno 19. aprila 2015 na spletnem naslovu http://www.crestco.co.uk/publications/white_books/sec-lending.pdf
17. The Economic Times. (b.l.). V *Equity Terms and Definitions*. Najdeno 29. aprila 2015 na spletnem naslovu <http://economictimes.indiatimes.com/definition/arbitrage>
18. ESMA. (2011). Frequently Asked Questions – A Guide to Understanding ESMA. Najdeno 19. aprila 2015 na spletnem naslovu http://www.esma.europa.eu/system/files/2011_009.pdf
19. ESMA. (2012). Final Report – Guidelines on repurchase and reverse repurchase agreements. Najdeno 21. aprila 2015 na spletnem naslovu <http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-722.pdf>
20. ESMA. (2015). Report on Trends, Risks and Vulnerabilities No. 1. Najdeno 1. junija 2015 na spletnem naslovu <http://www.esma.europa.eu/page/Trends-risks-andvulnerabilities-financial-markets>
21. Euroclear Bank SA/NV. (2010). Supplementary Terms and Conditions governing the Lending and Borrowing of Securities through Euroclear. Najdeno 25. aprila 2015 na spletni strani <https://www.euroclear.com>
22. Euroclear Bank SA/NV. (2012). Securities Lending and Borrowing. The Euroclear Bank Guarantee explained. Najdeno 25. aprila 2015 na spletni strani <https://www.euroclear.com/dam/Brochures/MA2489-euroclear-guarantee.pdf>
23. Euroclear Bank SA/NV. (2014). Disclosure Framework. Najdeno 25. aprila 2015 na spletni strani <https://www.euroclear.com/dam/DisclosureFrameworks/MA3023-Euroclear-Bank-Disclosure-Framework-Report-2012.pdf>
24. *Equilend*. Najdeno 15. aprila 2015 na spletnem naslovu <http://www.equilend.com/>
25. Fabozzi, F. J. (1996). *Securities Lending and Repurchase Agreement* (1st ed.). United States of America, Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.
26. Fabozzi, F. J., & Mann, S. V. (2005). *Securities Lending and Repurchase Agreements*. United States of America, Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc, Hoboken.
27. Faulkner, M. C. (2007). An Introduction to Securities Lending (4th ed.). Najdeno 15. aprila 2015 na spletnem naslovu http://www.esecclending.com/pdfs/Data_Explorer_Intro_to_Sec_Lending.pdf
28. Harding, P. C., & Johnson, C. A. (2011). *Mastering Securities Lending Documentation: A Practical Guide to the Main European and US Master Securities Lending Agreements*. UK, Edinburgh Gate Harlow: Financial Times Prentice Hall.

29. ICMA. (b.l.). What is the Difference between Repo and Securities Lending? Najdeno 20. aprila 2015 na spletnem naslovu <http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/short-term-markets/Repo-Markets/frequently-asked-questions-onrepo/14-what-is-the-difference-between-repo-and-securities-lending/>
30. ISLA. (b.l.). Najdeno 13. aprila 2015 na spletnem naslovu <http://www.isla.co.uk/>
31. ISLA. (2009). Securities Lending: Your Questions Answered. Najdeno 27. aprila 2015 na spletnem naslovu http://www.esecclending.com/pdfs/ISLA_Securities_Lending_Your_Questions_Answered_Apr09.pdf
32. ISLA. (2010a). Global Master Securities Lending Agreement (GMSLA). Najdeno 20. aprila 2015 na spletnem naslovu <http://www.isla.co.uk/index.php/industry-documents/gms-la>
33. ISLA. (2010b, september). Securities Lending: An introductory guide. Najdeno 13. aprila 2015 na spletnem naslovu http://www.isla.co.uk/images/PDF/Publications/sl_intro_guide_9_10.pdf
34. ISLA. (2010c, september). Securities Lending: Checklist for Lenders. Najdeno 13. aprila 2015 na spletnem naslovu http://www.isla.co.uk/images/PDF/Publications/sl_checklist_lenders_9_10.pdf
35. ISLA. (2012). Securities Lending Guide for policy makers. Najdeno 13. aprila 2015 na spletnem naslovu http://www.isla.co.uk/images/PDF/Publications/sl_aGuide_for_Policy_makers.pdf
36. ISLA. (2013). Securities Lending and Voting: Basics Issues for Beneficial Owners. Najdeno 13. 2015 aprila na spletnem naslovu http://www.isla.co.uk/images/PDF/Corporate_Governance/SecuritiesLendingVotingIssuesforBeneficialOwners.pdf
37. ISLA. (2014). Establishing an Agency Securities Lending program. Institutional Investors and Asset Managers. Najdeno 13. aprila 2015 na spletnem naslovu http://www.isla.co.uk/images/PDF/Publications/Guide_for_Institutional_Investors.pdf
38. Office of Financial Research. (2013). Asset Management and Financial Stability. Najdeno 17. maja 2015 na spletnem naslovu http://financialresearch.gov/reports/files/ofr_asset_management_and_financial_stability.pdf
39. Phillip SBL. (b.l.). History and Development of Securities Lending Industry. Najdeno 27. aprila 2015 na spletnem naslovu http://www.phillipsbl.com/pages/view/history_and_development_of_securities_lending_industry
40. Petkovšek, A. (2011). *Empirična analiza dejavnikov donosnosti arbitraže z zamenljivimi obveznicami* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
41. RMA. (2010, 20. oktober). Committee on Securities Lending. *File Number S7-14-10*. Najdeno 5. maja 2015 na spletnem naslovu <https://www.sec.gov/comments/s7-1410/s71410-174.pdf>
42. RMA. (b.l.) Best Practice for Recalls and Buy-Ins. Najdeno 23. maja 2015 na spletnem naslovu <http://www.rmahq.org/securities-lending/best-practices>
43. Securities Lending Times. (2012). A summer for European securities lending. Najdeno 25. aprila 2015 na spletnem naslovu http://www.securitieslendingtimes.com/slimes/SLTimes_issue_53.pdf

44. Sklep o tehnikah upravljanja sredstev investicijskega sklada. *Uradni list RS* št. 33/2012.
45. Snoj, A. (2001, december). Prikazi in analize IX/5. Repo posli. Najdeno 5. maja 2015 na spletnem naslovu <http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:9WH1V56RW0J:https://www.bsi.si/library/includes/datoteka.asp%3FDatotekaId%3D1015+&cd=1&hl=en&ct=clnk&gl=si>
46. Zakon o finančnih zavarovanjih. *Uradni list RS* št. 67/11 – ZFZ-UPB2.
47. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-2). *Uradni list RS* št. 77/2011, 10/2012-ZPre – 1C, 55/2012 in 96/2012 – ZPIZ-2.
48. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-3). *Uradni list RS* št. 31/2015.
49. *Quadrisk*. Najdeno 15 aprila 2015 na spletnem naslovu <https://www.tradeaqs.com/index.html>