

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

ORGANIZIRANOST REPO TRGOV V EVROSISTEMU

Ljubljana, november 2006

GAŠPER BINTER

IZJAVA

Študent Gašper Binter izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Marka Košaka, docenta, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, 15. 11. 2006

Podpis:_____

KAZALO

UVOD	1
1 POSLI ZAČASNEGA ODKUPA Z OBVEZNIŠKIM POVRATNIM ODKUPOM	2
1.1 Razlogi za sklenitev repo posla	3
2 VRSTE REPO POSLOV	4
2.1 Bilateralni repo	5
2.2 Imeti v posesti repo	5
2.3 Tripartitni repo	6
2.4 Repo z dostavo	7
2.5 Splošni repo posel	7
2.6 Posebni repo	8
2.7 Splošni finančni repo	8
2.7.1 Primerjava splošnega finančnega repoja z navadnim repojem	9
3 TVEGANJA, POVEZANA Z REPO POSLI	9
3.1 Zunanji dejavniki tveganja	10
3.2 Notranji dejavniki tveganja	10
4 UDELEŽENCI REPO POSLOV	11
5 TRG REPOJEV V SLOVENIJI IN V DRŽAVAH ČLANICAH EU	11
5.1 Trg repojev v Sloveniji	12
5.2 Tehnična izvedba repo posla v Sloveniji	12
5.3 Repo posel kot instrument medbančnega trga v Sloveniji	13
5.3.1 Slovenija	14
5.3.2 Tehnična izvedba repo poslov z državnimi vrednostnimi papirji	14
5.4 Metoda izbora protiponudb na avkciji	16
6 SISTEM PORAVNAVE	17
6.1 Kaj je poravnava?	17
6.2 Proces obračuna in poravnave z vrednostnimi papirji	18
6.3 Ovire, ki onemogočajo učinkovito trgovanje v evro območju	18
6.3.1 Razlike v tehnični podpori in tržni praksi	19
6.3.2 Razlike v davčni ureditvi	20
6.3.3 Razlike v pravni ureditvi	20
7 IZKUŠNJE Z REPO POSLI V DRŽAVAH EVROPSKE UNIJE	21
7.1 Francija	22
7.1.1 Francoska zakladniška agencija (AFT) in primarni trg	23
7.1.2 Pregled pogodbenega in operativnega tveganja	25
7.1.3 Uvedba novega zakona o proračunskih aktih in informacijskega sistema	26
7.2 Portugalska	26
7.2.1 Primarni trg na Portugalskem	27
7.2.1.1 Trg državnih obveznic	28
7.2.1.2 Trg zakladnih menic	28
7.2.2 Sekundarni trg na Portugalskem	28
7.2.3 Financiranje repo poslov	30
7.3 Irska	31
7.3.1 Državna agencija za upravljanje zakladnice	32
7.3.2 Primarni trg na Irskem	32
7.3.2.1 Elektronsko poslovanje – EuroMTS in MTS Ireland	33
7.3.3 Repo posli na Irskem	33
7.3.4 Sekundarni trg	34
7.4 Finska	34
7.4.1 Primarni trg Finske	34

7.4.1.1	Razvoj skupnega obvezniškega trga	35
7.4.1.2	Trg zakladnih menic	36
7.4.2	Repo trg	36
7.4.3	Sekundarni trg na Finskem.....	37
7.5	Italija.....	38
7.5.1	Primarni trg	38
7.5.2	Poslovanje na repo trgu	39
7.5.3	Sekundarni trg	40
8	MOŽNOST RAZVOJA REPO TRGA V SLOVENIJI	40
8.1.	Primerjava Slovenije s proučevanimi državami	42
9	SKLEP.....	44
	LITERATURA.....	45
	VIRI.....	456
	PRILOGE	

KAZALO SLIK

Slika 1:	Grafični prikaz transakcij repo posla (primer NLB).....	3
Slika 2:	Potek delovanja tripartitnega repo posla.....	6
Slika 3:	Prihodki in izdatki na zakladniškem računu (v milijonih evrov).....	23
Slika 4:	Investicijska stopnja AFT in stopnja EONIA v letu 2004	25
Slika 5:	Proračunski primanjkljaj in državni dolg v letu 2004 (v %).....	27
Slika 6:	Portugalska krivulja donosnosti na koncu leta 2004.....	27
Slika 7:	Gibanje 10-letnih državnih obveznic, glede na relativne stroške (v %)	29
Slika 8:	Prikaz povprečja dnevnega prometa zakladnih menic.....	29
Slika 9:	Prikaz državnega dolga v BDP med državami Evropske unije za leto 2005.....	31
Slika 10:	Prikaz MTS prometa z Irskimi državnimi obveznicami leta 2004, na Irski borzi	33
Slika 11:	Trgovanje s finskimi državnimi obveznicami (v milijardah evrov)	35
Slika 12:	Bančno financiranje v Italiji (v milijardah evrov)	39
Slika 13:	Prikaz gibanja delniških cen na koncu meseca (v milijardah evrov).....	40

KAZALO TABEL

Tabela 1:	Število kreditnih institucij in podružnic med letoma 2001 in 2005	21
Tabela 2:	Število združitvev in prevzemov med letoma 2001 in do prve polovice leta 2005 ...	22
Tabela 3:	Prikaz prihodkov v milijonih evrov	24
Tabela 4:	Primerjava med proučevanimi državami v letu 2004.....	43
Tabela 5:	Povprečni dnevni promet posamezne države in ocene likvidnosti na elektronsko-tržnih platformah v Evropi (od januarja do avgusta 2004)	43

UVOD

Repo je eden izmed največjih segmentov denarnega trga. Predstavlja najučinkovitejši mehanizem, s katerim financiramo obveznice. Repo transakcije omogočajo dealerjem¹ fleksibilno sklepanje kratkoročnih in dolgoročnih poslov. Repo poslovanje predstavlja kratkoročnim investitorjem fleksibilno in varno investiranje. Izvajanje repo poslov je zlasti pomembno za zakladnice v manj razvitih državah. Tako postane likvidni repo trg glavni del likvidnostnega obvezniškega trga.

Repo posel je sporazum, v katerem se stranki dogovorita o izvedbi dveh nasprotnosmernih poslov v paketu. Pri tej pogodbi prodaja ena stran drugi vrednostni papir in se hkrati obveže, da ga bo na točno določen dan v prihodnosti odkupila po vnaprej dogovorjeni ceni.

Predmet mojega diplomskega dela je razvitost repo poslov v posameznih evropskih državah. Osredotočil sem se na pet držav: Francijo, Portugalsko, Irsko, Finsko in Italijo. Zanje sem se odločil zaradi podobnosti s Slovenijo (Irska in Portugalska) ter zaradi dostopnih informacij. Vedno pa je treba proučevano zakladnico primerjati z najboljšo (Francija in Italija). Le tako dobimo boljšo predstavbo o njenem položaju. Tako vidimo, ali smo na pravi poti.

Diplomsko delo sem razdelil na dva dela. V prvem sem opredelil repo posle: katere vrste poznamo, kakšna so tveganja, povezana z njimi, in kdo so udeleženci. Predstavil sem potek in izvedbo repo poslov v Sloveniji ter prikazal sistem poravnave. Pri slednjem sem opredelil sistem poravnave ter predstavil proces obračuna in poravnave z vrednostnimi papirji. Na koncu so predstavljene ovire, ki onemogočajo učinkovito trgovanje v evroobmočju.

V drugem delu sem primerjal, kako sta razvita primarni in sekundarni trg v posamezni državi, število transakcij in količino prometa, ki jo naredi država z repo posli. Drugi del se torej začne s 6. poglavjem (Izkušnje z repo posli v državah Evropske unije). Temu sledi pregled po izbranih petih državah (Francija, Portugalska, Irska, Finska in Italija). V 8. poglavju sem predstavil možnosti za razvoj repo trga v Sloveniji in podal primerjavo proučevanih držav s Slovenijo.

Na koncu je sklep, v katerem povzemam ugotovitve, povezane s proučevanimi državami.

¹ Beseda dealer v prevodu pomeni borzni trgovec (Mramor, 1999, str. 96). Vendar sem se odločil, da bom besedo dealer uporabljal tudi v nadaljevanju, saj bi s prevodom izgubil pravi pomen.

1 POSLI ZAČASNEGA ODKUPA Z OBVEZNIŠKIM POVRATNIM ODKUPOM

Posle začasnega odkupa z obvezniškim povratnim odkupom imenujemo tudi repo posli. Repo oziroma v angleščini repurchase agreement (pogodba o ponovnem nakupu) je sporazum, v katerem se stranki dogovorita o izvedbi dveh nasprotnosmernih poslov v paketu. Pri tej pogodbi proda ena stran drugi vrednostni papir in se hkrati obveže, da ga bo na točno določen dan v prihodnosti odkupila po vnaprej dogovorjeni ceni. Pri repo poslih uporabljamo več terminov, in sicer: repo, obratni repo (angl. reverse repo) in ponovna prodaja (angl. resale). Vsi ti termini opisujejo enake transakcije. Torej lahko rečemo: če ima ena stranka repo, potem ima druga obratni repo. Pri tem gre za enako transakcijo, le da jo gledamo z dveh različnih zornih kotov. Na primer: če si dealer izposodi denar, opravlja repo posel; če dealer prejme obveznice, opravlja obratni repo (Barclays Capital, 2002, str. 3; Snoj, 2001, str. 47).

Repo je v večini primerov kreditiranje. Kreditodajalec (kupec repoja) dobi v zavarovanje vrednostni papir, ki mora imeti visoko bonitetno oceno. Pri tem moramo vedeti, kako se opravlja prenos pravnih in ekonomskih pravic vrednostnega papirja. Z dnem valute posla *pravna pravica* nad vrednostnim papirjem (lastništvom) preide na kupca repoja (kreditodajalca). Ta lahko med trajanjem repoja z vrednostnim papirjem prosto razpolaga, pri čemer lahko vrednostni papir tudi proda. Pomembno je le, da ga ima na svojem računu vrednostnih papirjev na dan zapadlosti repo posla, ko ga bo moral vrniti prodajalcu repoja. V kupčevo trajno last bi prišel le, če bi šlo podjetje medtem v stečaj (Snoj, 2001, str. 47).

Nekoliko drugače je s prenosom *ekonomskih pravic*. Te predstavljajo vsi donosi, ki jih prinaša vrednostni papir (dividende pri lastniških vrednostnih papirjih, kuponi pri dolžniških vrednostnih papirjih). Ti pripadajo prvotnemu lastniku vrednostnega papirja ves čas trajanja repoja. Ta prevzema tudi tveganje morebitne spremembe tržne cene vrednostnega papirja. Poleg finančnih vlagateljev uporabljajo repo posle tudi mnoge centralne banke pri uresničevanju svoje denarne politike, in sicer za natančno uravnavanje likvidnosti na denarnem trgu. Uporabljajo se kot instrument upravljanja državne likvidnosti in državnega dolga. Če je likvidnost previsoka, kupijo repo instrument. Če je likvidnost prenizka, ga prodajo. S spremembo obrestne mere, po kateri ponujajo repo instrumente, centralne banke neposredno vplivajo na kratkoročne obrestne mere na denarnem trgu (Snoj, 2001, str. 47).

V Sloveniji repo posel imenujemo tudi začasni odkup (reodkup) vrednostnih papirjev (BZBS)² ali deviz s strani centralne banke. Uporablja se le kot centralnobančni instrument.

Kot način trgovanja med poslovnimi bankami in drugimi udeleženci denarnega trga se repo poslu ni uspelo razviti. Glavni razlog za to je v tem, da trgovanje na denarnem trgu temelji bolj na zaupanju kot pa na ustreznem jamstvu. Drugi razlog se kaže v pomanjkanju zadostnega portfelja vrednostnih papirjev najboljše bonitete (Snoj, 2001, str. 48).

² BZBS – Blagajniški zapis Banke Slovenije.

Slika 1: Grafični prikaz transakcij repo posla (primer NLB)



Vir: Spletne strani in javno dostopni podatki NLB Skupine, 2006.

1.1 Razlogi za sklenitev repo posla

Za prodajalca vrednostnih papirjev pomeni repo posel takojšnjo prodajo in hkraten terminski nakup. Za kupca pa ravno nasprotno. Pri njem gre za terminsko prodajo in takojšnji nakup vrednostnih papirjev. Temu načinu pravimo *obratni repo* (angl. reverse repo).

Ko govorimo o *repo* oziroma *obratnem repo poslu*, imamo v mislih enako transakcijo, le da pri enem gledamo z vidika prodajalca, pri drugem pa z vidika kupca vrednostnih papirjev. Ko govorimo o prodajalcu, mislimo na izposojevalca denarja, nasprotno je pri kupcu, za katerega govorimo, da je posojevalec denarja (Snoj, 2001, str. 48).

Za sklenitev repo posla poznamo več razlogov:

Prvi razlog je *potreba po financiranju*. V tem primeru prodajalec proda vrednostne papirje z namenom, da bi zbral določena denarna sredstva. Kupec bo sprejel katerekoli vrednostne papirje pod pogojem, da so primerne kakovosti. Pobudnik posla je prodajalec, vrsta repo posla pa se imenuje *splošni repo* (angl. general collateral – GC) (Snoj, 2001, str. 48; Fabozzi, 1997, str. 14).

Drugi razlog je *potreba po točno določeni vrsti vrednostnih papirjev*. V tem primeru je pobudnik posla kupec vrednostnih papirjev. Ta oblika se imenuje *posebni repo* (angl. special repo). Razlog, da pride do posebnega repo posla, je v ponudbi in povpraševanju teh vrednostnih papirjev na trgu. Ti so navadno dražji, vendar si njihov prodajalec lahko izbori nižjo obrestno mero za pridobivanje denarnih sredstev z repo poslom (Snoj, 2001, str. 48; Fabozzi, 1997, str. 14).

Posebnost *splošnega repo posla* je v tem, da se stranki lahko dogovorita za zamenjavo prodanih vrednostnih papirjev z ekvivalentnimi. Seveda se morata dogovoriti za časa trajanja določenega posla. Pri *posebnem repo poslu* pa tovrstna zamenjava ni mogoča, saj kupec zahteva točno določene vrednostne papirje (Snoj, 2001, str. 48).

Poleg teh dveh razlogov poznamo še ostale in ti so (Repo posli – ceneje do kratkoročnih virov, 2006, str. 6):

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

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

Prednosti za kupca:

- repoji so povsem fleksibilni glede rokov;
- repoji imajo konkurenčno donosnost investicijskega denarnega trga;
- investiranje denarja je kratkoročno.

Prednosti za prodajalca – dealerja:

- repoji se uporabljajo za financiranje dolgoročnih pozicij;
- repoji zmanjšujejo osnovne stroške;
- repoji povečajo učinkovitost trgovanja.

2 VRSTE REPO POSLOV

V praksi je poznanih več vrst repo poslov. Sestavni del sporazuma o začasni prodaji in nakupu sta prav tako tudi sporazuma o skrbništvu in poravnavi. Poleg tega je pomembno omeniti, da se spreminja tudi kreditna izpostavljenost posojilodajalčevega denarja.

Izbrana metoda poravnave lahko vodi do kreditne izpostavljenosti znotraj dneva. Tako so vrednostni papirji lahko preneseni po dveh metodah, in sicer (Fabozzi, 1997, str. 30):

- dostava proti plačilu (DVP³ ali Delivery versus payment),
- ni dostave proti plačilu (non DVP⁴ ali non Delivery versus payment).

³ DVP – Delivery versus payment (dostava proti plačilu).

⁴ Non DVP – non Delivery versus payment (ni dostave proti plačilu).

Dostava proti plačilu pomeni sočasno in nepreklicno gibanje gotovine v eno smer. V drugo smer pa se gibljejo vrednostni papirji. Zaradi sočasnosti gibanja ni nobena od strank izpostavljena tveganju, da bi sredstvo izgubilo svojo vrednost. Po končanju prenosa pa je tveganje odvisno od ureditve skrbništva nad vrednostnimi papirji (Snoj, 2001, str. 50).

Pri razdelitvah repo poslov se bom omejil na *razdelitev glede na sporazum o skrbništvu in poravnavi* (Priloga 1), saj so ti z vidika preučevanja in primerjave repo poslov po državah pomembnejši. Pri tem me zanima, kakšne vrste repo poslov uporabljajo druge zakladnice. K temu bom dodal še bilateralni repo.

2.1 *Bilateralni repo*

Ta posel nastane samo med dvema strankama. Torej med prodajalcem vrednostnih papirjev, ki želi pridobiti denarna sredstva, ter kupcem, ki ta denarna sredstva ima in jih želi varno naložiti (splošni repo) ali pa želi pridobiti specifične vrednostne papirje (posebni repo) (Snoj, 2001, str. 50; Fabozzi, 1997, str. 20).

2.2 *Imeti v posesti repo*

Imeti v posesti repo je v angleščini imenovan tudi »hold in custody repo – HIC«, »letter repo«, cinično pa tudi »zaupaj mi, repo«. Tu prodajalec zadrži vrednostne papirje, ki jih ponudi kot zavarovanje v dobro kupca in na posebnem računu. Kupcu to predstavlja večje tveganje, s tem pa tudi večji donos v obliki repo obrestne mere. Pri tem ima prodajalec nižje administrativne stroške in lahko lažje zamenja vrednostne papirje. Ta vrsta repo poslov se zato uporablja takrat, ko je repo posel sklenjen za kratek čas, oziroma takrat, ko vrednostne papirje prodajalec namerava večkrat zamenjati. Kljub svojim slabostim ima HIC-repo tudi določene prednosti. Izvaja se, ko je predmet zastave težko (fizično) dostavljiv ali ko gre za majhno količino. V zameno bo dealer pripravljen ponuditi višjo repo stopnjo,⁵ saj ne bo imel stroškov dostave (Fabozzi, Mann, 2005, str. 229).

Podobno je tudi v Sloveniji. Banka Slovenije izvaja repo oziroma obratne repo posle s poslovnimi bankami. Pri tem se vrednostni papirji ne prenesejo, temveč se samo zastavijo na račun vrednostnih papirjev za zavarovanje (Snoj, 2001, str. 50).

Nikakor ne smemo pozabiti na vlogo tistih investitorjev, ki sodelujejo pri HIC-repojih. Tako morajo zagotoviti naslednje (Fabozzi, Mann, 2005, str. 229):

- 1.) Sodelovati morajo samo s tistimi dealerji, ki imajo dobro kreditno sposobnost, saj HIC-repo razumemo kot nezavarovano transakcijo.
- 2.) Investitorji prejmejo višjo obrestno mero, saj jo nadomeščajo z večjim kreditnim tveganjem.

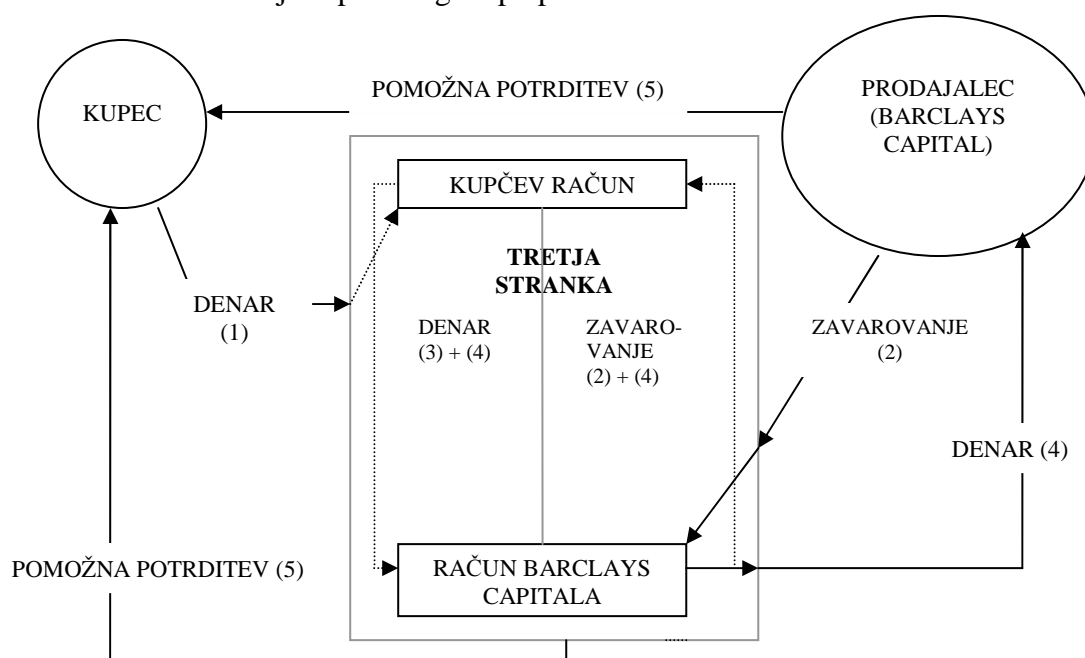
⁵ Repo stopnjo imenujemo tudi obrestna stopnja. Prodajno in nakupno ceno obe stranki določita v pogodbi. Razliko med obema cenama imenujemo stroški obresti.

2.3 Tripartitni repo

Ta vrsta posla se izvaja s tremi strankami in je danes najpogostejša oblika repoja. Poleg kupca in prodajalca je navzoča še tretja stranka (posrednik). Ponavadi je to prodajalčeva banka ali klirinška hiša, ki odpre poseben račun za te papirje. Stroške posrednika pa mora nositi dealer (Barclays Capital, 2002, str. 16; Snoj, 2001, str. 50).

Prodajalec in kupec poleg osnovne pogodbe, ki sta jo sklenila med seboj, skleneta pogodbo še s posrednikom. Tako so vrednostni papirji shranjeni pri posredniku na posebnem računu v imenu kupca. Posrednik poskrbi za poravnavo obeh delov repo posla, poleg tega pa vsak dan ugotavlja in strankama potrjuje vrednost zavarovanja. Zagotavlja, da zavarovanje ustreza zahtevam kupca glede vseh pogojev (valute, likvidnosti, ratinga, marže), in nadzira morebitne zamenjave vrednostnih papirjev (Barclays Capital, 2002, str. 16; Snoj, 2001, str. 50).

Slika 2: Potek delovanja tripartitnega repo posla



Vir: Barclays Capital, 2002, str. 17.

Potek delovanja tripartitnega repoja (Barclays Capital, 2002, str. 16):

1. Začetek trgovanja med dealerjem in kupcem.
2. Kupec nakaže denar na račun posrednika (banka ali klirinška hiša).
3. Barclays Capital naroči posredniku, da prenese obveznice z njegovega računa na svoj račun.
4. Kupec naroči posredniku, da prenese sredstva z njegovega računa na račun Barclays Capitala.
5. Ko posrednik preveri in oceni obveznice, sočasno prenese obveznice na kupčev račun in sprostí sredstva na račun Barclays Capitala.
6. Posrednik in Barclays Capital pošljeta potrdilo kupcu.

Tripartitni repo ima za kupca vrednostnih papirjev več prednosti (Barclays Capital, 2002, str. 18; Snoj, 2001, str. 50):

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

Poznamo tudi prednost, ki je hkrati slabost. Če prodajalec lažje zamenja vrednostne papirje, se s tem zmanjša možnost, da bi kupec kot zavarovanje dobil posebne vrednostne papirje, po katerih se na trgu povprašuje. V takem primeru bi jih namreč prodajalec zagotovo zamenjal.

2.4 *Repo z dostavo*

Repo z dostavo pomeni, da prodajalec dostavi vrednostne papirje kupcu ali njegovemu skrbniku. Največkrat se ta prenos opravi po metodi *dostave proti plačilu* (DVP – Delivery versus payment). To je najvarnejša vrsta repo posla, prinaša pa najvišje stroške. Tu se opravljajo izravnave na tržno vrednost in postavljajo kritja (Fabozzi, 1997, str. 25).

2.5 *Splošni repo posel*

Pri splošnem repo poslu gre za posel denarnega posredništva. Denar si izposodimo in ga posodimo naprej. Del povratnega repoja (če gledamo z vidika kupca) se vedno opravi kot dostava proti plačilu (pomeni, da vrednostne papirje kupec dobi šele ko plača kupnino zanje). Medtem ko repo (z vidika prodajalca) poteka kot repo z dostavo, HIC-repo ali tripartitni repo (Fabozzi, 1997, str. 14).

Večina splošnih repo poslov je kratkoročna, saj zapade v treh mesecih. Ne glede na to, da so tu razponi majhni (od 10 do 20 bazičnih točk), so zaslužki veliki, saj se posli sklepajo za velike zneske (Fabozzi, 1997, str. 14). Pri tem ne smemo pozabiti, da posojevalca v glavnem zanimajo obresti, ki jih zasluži s posojanjem denarja. Poleg tega ima v lasti sredstva kot garancijo za neizpolnjevanje obveznosti. Ta lahko hitro proda in ima pri tem zelo majhne

transakcijske stroške. Proda jih lahko, če se izposojevalec ne izpolni svojih obveznosti (Fleming, Garbade, 2003, str. 2).

2.6 *Posebni repo*

Pri posebnem repoju (angl. specials trading) gre za posojanje in izposojanje točno določenega vrednostnega papirja. Značilen je za trg državnih vrednostnih papirjev. Ti posli zapadejo še hitreje kot splošni repo posli. Donosi pri splošnem repo poslu so v tesni povezavi z obrestnimi merami na denarnem trgu. Pri posebnih repo poslih se donosi oblikujejo kot posledica povpraševanja in ponudbe. Ti posli so podvrženi večji spremenljivosti, zato so dealerji bolj izpostavljeni, kar privede do višjih stopenj donosa (razpon je med 25 in 30 bazičnimi točkami) (Fabozzi, 1997, str. 14).

2.7 *Splošni finančni repo*

Splošni finančni repo (angl. general collateral finance repo — GCF) je nastal z namenom, da bi z njim zmanjšali stroške poslovanja in povečali likvidnost na notranjem repo trgu. To dosežemo s tem, da združimo oba dela sistema poravnave (obveznosti strank in stroške poslovanja). Tako se podaljša čas trajanja repo posla, s katerim preprečimo, da izposojevalec ne izgubi možnosti za dostavo. Drugi del sistema poravnave (stroški poslovanja) se nanaša na zmanjšanje stroškov nadomestil (Fleming, Garbade, 2003, str. 4).

Ta omogoča dealerjem, da aktivno sodelujejo na repo trgu. Tu sodelujejo brez zahtev po individualni poravnavi po posameznih trgih. Namesto tega obstajajo dostave ali prejemi zavarovanj na koncu vsakega trgovalnega dne. Tako splošni finančni repoji zmanjšujejo transakcijske stroške na zakladniškem repo trgu in pripomorejo k večji likvidnosti (Fabozzi, Mann, 2005, str. 239).

Primer trgovanja s splošnim finančnim repojem:

Trgovanje s splošni finančni repoji poteka med dvema klirinškima bankama na notranjem repo trgu. Ti dve banki sta JPMorgan Chase Bank (JPMC) in Bank of New York (BoNY). Trgovanje se začne vsak dan ob 7.30 z zbiranjem denarnih ponudb med dealerji, ki so člani FICC (Fixed Income Clearing Corporation – klirinška družba, ki se ukvarja z zavarovanjem poslov s fiksnimi donosi). Med člani se ne obračunavajo provizije. Trgovanje se konča ob 15.30, ko se trg obveznic zapre. Trgovanje pa lahko poteka na dva načina. Pri manjši količini zneskov splošni finančni repoji potekajo med člani FICC.

Če imajo opravka s posli večjih vrednosti, torej z večjimi dealerji, potem ponudbe pošiljajo po elektronskih komunikacijskih sistemih. Poravnavo opravijo ali po FICC ali po IDB (angl. Inter-dealer market – trg notranjih dealerjev) (Fleming, Garbade, 2003, str. 4)

Sistem poravnave splošnega finančnega repoja je oblikovan tako, da minimizira stroške prenosa obveznic, s tem da dopušča mreženje v procesu poravnave. Ob 15.45 FICC oceni vse obveznosti vsakega dealerja, ki si je izposojal ali ki je posojal denar. To oceno naredi za en delovni dan, lahko pa tudi za več dni. Ta ocena je odvisna od pogodbe, ki je nastala med strankami (Fleming, Garbade, 2003, str. 4).

2.7.1 Primerjava splošnega finančnega repoja z navadnim repojem

Za vse večjo uporabo splošnega finančnega repoja se odločajo predvsem zaradi različnih prednosti, ki jih ima pred navadnim repojem (Fleming, Garbade, 2003, str. 6):

1. Transakcije splošnega finančnega repoja so poravnane na neto in ne na bruto osnovi, poleg tega se zmanjša gibanje sredstev in obveznic, s čimer se znižajo tudi stroški poravnave.
2. Splošni finančni repoji so obratni vsako jutro in obnovljeni vsak večer. Izposojevalec denarja lahko uporabi obveznice za poravnavo nepovezanih transakcij čez dan. Prav tako lahko enostavno zamenja obveznice, brez dodatnih provizij za nadomestila.
3. Splošni finančni repoji se poravnajo na knjige klirinških bank. Zaradi tega se lahko poskrbi za poravnavo tudi kasneje v delovnem dnevu, kar omogoča izposojevalcu denarja, da odloži odločitev o tem, katere obveznice bo uporabil do 16.30.

Splošni finančni repoji so bili leta 2003 inovacija na področju repo in povratnih repo poslov. Iz zgoraj navedenega lahko vidimo, da so prinesli kar nekaj prednosti dealerjem v primerjavi z navadnimi repo posli. Ti repoji poskrbijo za mreženje pri poravnavi in omogočijo poravnavo pozneje v delovnem dnevu. Poskrbijo tudi, da lahko obveznice nadomestimo bolj enostavno. Te karakteristike zmanjšajo transakcijske stroške, povečajo likvidnost in olajšajo učinkovitost uporabe obveznic. To je splošnim finančnim repojem omogočilo hitro rast.

3 TVEGANJA, POVEZANA Z REPO POSLI

Z repo posli so povezana različna tveganja. Ta tveganja lahko razdelimo v dve skupini. V prvo uvrstimo zunanje, v drugo pa notranje dejavnike.

Zunanji dejavniki so dejavniki, na katere tisti, ki sklepajo posle, ne morejo neposredno vplivati. V to skupino lahko štejemo pravna, operativna, kreditna in tržna tveganja. Med *notranje dejavnike* spadajo različna tveganja, povezana s skladnostjo (z zakonodajo, regulativo, politiko), in izvedbena tveganja. Izvajalci nanje lahko vplivajo; daljša, kot je ročnost repo posla, večji so dejavniki tveganja (Snoj, 2001, str. 51; Bajraktarević, 1999, str. 10).

3.1 Zunanji dejavniki tveganja

1) Pravno tveganje: Zajema tveganje pravne ureditve posla. To je tveganje, ki zadeva neizpolnjevanje obveznosti udeležencev posla. Tisti repo posli, ki so pravno podprti z dokumentacijo, kot je GMRA (angl. General Master Repo Agreement – splošni repo dogovor), so manj tvegani (Snoj, 2001, str. 51; Fabozzi, Mann, 2005, str. 113 in 153).

2) Operativno tveganje: Tu lahko repo transakcije razdelimo glede na to, kdo ima vrednostne papirje kot zavarovanje. To je lahko (Snoj, 2001, str. 51; Fabozzi, Mann, 2005, str. 113 in 153):

- tretja stranka – skrbnik: določi ga kupec vrednostnih papirjev;
- tretja stranka – skrbnik: določita ga obe stranki (tripartitni repo);
- prodajalec: ki zadrži vrednostne papirje na posebnem računu v imenu kupca (HIC-repo).

3) Kreditno tveganje: To ostaja kljub zavarovanju, ki ga predstavljajo vrednostni papirji, zaradi nasprotne stranke in izdajatelja vrednostnih papirjev. Pri različnih vrstah repo poslov je tveganje različno visoko, vendar je najvišje pri HIC-repo poslih (Snoj, 2001, str. 51; Fabozzi, Mann, 2005, str. 113 in 153).

4) Tržno tveganje: Pomeni tveganje sprememb tržne vrednosti vrednostnih papirjev, danih v zavarovanje. Kaže se v likvidnosti vrednostnih papirjev, še posebej v primeru insolventnosti prodajalca. Manjša ko bo likvidnost, višja bo repo obrestna mera. Tako tržno tveganje ostaja za obe strani: za prodajalca in kupca. Nanj se lahko vpliva z določanjem začetne marže in z izklicem marže ob spremembi tržne vrednosti zavarovanja (Snoj, 2001, str. 51; Fabozzi, Mann, 2005, str. 113 in 153).

3.2 Notranji dejavniki tveganja

Na notranje dejavnike tveganja ne smemo pozabiti, saj morajo organizacije, ki sklepajo repo posle, s svojo politiko, spremljanjem in nadziranjem omogočiti čim bolj nemoten potek teh poslov. Torej ne smemo pozabiti na: infrastrukturo, usposobljenost izvajalcev in sistemsko podporo. Pomen infrastrukture je izjemno velik, saj mora le-ta zagotavljati, da se vsi vrednostni papirji, ki so bili začasno prodani pri HIC-repoju, vodijo na posebnem računu v imenu kupca. Ne nazadnje mora spremljati vse prihodke od prodanih vrednostnih papirjev in zagotavljati, da jih je kupec pravilno in pravočasno vrnil prodajalcu.

4 UDELEŽENCI REPO POSLOV

Udeleženci repo poslov vplivajo tako na potek poslov kot tudi na izvedbo in razloge za vstop na trg. Poznamo štiri glavne razloge, zaradi katerih se subjekti odločijo, ali bodo vstopili na repo trge (Fabozzi, 1997, str. 14):

- Financiranje dealerjev pri njihovem običajnem trgovanju.
- Subjekti s presežki gotovine lahko na tem trgu naložijo v varne, fleksibilne in donosne posle.
- Posojanje vrednostnih papirjev, ki jih nasprotne stranke potrebujejo za zvišanje portfeljskih donosov.
- Sposojanje vrednostnih papirjev za pokrivanje kratkih pozicij.

Posojilojemalce denarja lahko razdelimo v tri skupine (Fabozzi, 1997, str. 14):

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

Posojilodajalce denarja pa lahko razvrstimo v dve širši skupini (Fabozzi, 1997, str. 14):

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

5 TRG REPOJEV V SLOVENIJI IN V DRŽAVAH ČLANICAH EVROPSKE UNIJE

V tem delu bom predstavil potek repo poslov v Sloveniji in v Evropski uniji. V širšem kontekstu delimo repo trge na dolarske in nedolarske. V skupini dolarskih repo trgov so predvsem države, ki imajo za osnovno plačilno sredstvo dolar. V nedolarsko skupino pa sodijo: Nemčija, Francija, Velika Britanija, Italija, Španija, Nizozemska, Danska, Švedska, Kanada in Japonska. Nedolarski repo trgi so bazirani v Londonu, ki predstavlja finančni steber Evrope. Ta trg je veliko mlajši od dolarskega, saj je bil vzpostavljen v poznih 80. letih 20. stoletja. Glavna razlika med dolarskim in nedolarskim repojem je v tem, da se dolarski repo izvaja prek zaslona, nedolarski pa po telefonih. Vendar sta med državami, ki sodijo v skupino nedolarskih repo trgov, tudi dve, ki na domačih trgih poslujeta prek zaslona. To sta Danska in Francija (Snoj, 2001, str. 59; Bajraktarević, 1999, str. 25).

5.1 *Trg repojev v Sloveniji*

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

Lahko pa izvaja repo posle z namenom, da bi signalizirala politiko obrestnih mer. Kadar se na avkcijah licitira obrestna mera, po kateri so banke pripravljene povratno odkupiti vrednostne papirje, se repo obrestne mere ne razkrijejo tržnim udeležencem. To pomeni, da so te na zadovoljivi ravni. Če banke na avkcijah licitirajo količino, ki so jo pripravljene prodati, pa želi centralna banka s fiksno obrestno mero kot ceno repo posla signalizirati želeno raven obrestnih mer oziroma spremembo v obrestnih merah. Možno je tudi to, da centralna banka s pomočjo repo in obratne repo obrestne mere določi zgornjo in spodnjo mejo za kratkoročne tržne obrestne mere. Te vzdržuje v mejah z uravnavanjem likvidnosti z repo posli (Letna poročila Banke Slovenije, 1997, 1998, str. 60–74).

Tako so repo posli dokaj fleksibilen instrument, saj se lahko njihove kategorije, kot so: količina, dospelost, frekvenca, cena in način ponudbe, prilagajajo glede na likvidnostne pogoje. Poleg tega repo posli, sklenjeni med centralno in poslovnimi bankami, ne vplivajo na spremembo cen vrednostnih papirjev.

V Sloveniji je bila začasna prodaja vrednostnih papirjev do leta 2001 zelo redek instrument. Do takšnega stanja je prišlo zaradi različnih razlogov, ki zavirajo razvoj repo poslov v Sloveniji (Jernejčič, 1998, str. 37):

- pomanjkanje zakonodaje, predpisov na tem področju;
- preveliko zaupanje investitorjev v varnost slovenskega finančnega trga, s čimer pri svojih poslih ne zahtevajo dodatnih jamstev;
- slaba likvidnost vrednostnih papirjev, ki bi se lahko uporabljali pri repo poslih, na sekundarnem trgu.

5.2 *Tehnična izvedba repo posla v Sloveniji*

Repo posli sodijo med instrumente fine regulacije na denarnem trgu. Zato centralna banka najprej poda oceno o razmerah na trgu. Glede na to oceno postavi pogoje za vsak instrument posebej in tako izboljša odzivnost bank na dano ponudbo. Ker ima centralna banka osrednjo vlogo, sem se odločil, da bom predstavil tehnično izvedbo repo posla na primeru Banke Slovenije.

Banka Slovenije na podlagi sklepa o izdaji svojih zapisov ter sklepa guvernerja in likvidnostne komisije pošlje pobudo poslovnim bankam za začasni odkup BZBS v tujem

denarju z obveznim povratnim odkupom. V repo poslu lahko sodeluje le tista poslovna banka, ki izpolnjuje pogoje in jo na avkciji izbere centralna banka (Bajraktarević, 1999, str. 31).

Ponudba vsebuje skupni znesek celotnega začasnega nakupa, datum začasnega odkupa BZBS in datum povratnega odkupa poslovnih bank, predmet licitacije ter metodo razdeljevanja in izbire protiponudb.

Po sprejetju pogojev v ponudbi mora poslovna banka poslati Banki Slovenije protiponudbo, ki vsebuje naslednje podatke (Bajraktarević, 1999, str. 35):

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

Poslovna banka lahko pošlje največ dve protiponudbi, v katerih mora biti naveden tudi čas, do katerega morajo biti poslani protiponudbe poslovnih bank. Ko Banka Slovenije obvesti poslovno banko o sprejetju njene ponudbe, je posel sklenjen. Banka Slovenije nakaže tolarsko protivrednost na dan sklenitve posla.

Na dan povratnega odkupa mora poslovna banka nakazati tolarsko protivrednost BZBS na poravnalni račun Banke Slovenije. V tem nakazilu mora poslovna banka navesti glavnico in tečajno razliko. Banka Slovenije pa naslednji dan sprosti povratno odkupljene BZBS v tujem denarju.

Ob kršitvi pogodbe so predvidene tudi sankcije (Bajraktarević, 1999, str. 35):

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

5.3 Repo posel kot instrument medbančnega trga v Sloveniji

Medbančni denarni trg je ožji pojem denarnega trga in predstavlja trg, na katerem banke izvajajo izravnave svoje likvidnosti in refinanciranja. To poteka z različnimi instrumenti denarnega trga (Snoj, 2001, str. 58):

- z zavarovanimi in nezavarovanimi posojili,
- s povratnimi transakcijami (to so repo posli z vrednostnimi papirji),
- z dokončnimi transakcijami (to so dokončni nakupi in prodaje vrednostnih papirjev ali deviz).

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

5.3.1 Slovenija

V Sloveniji se na medbančnem trgu likvidnostni presežki prenašajo neposredno med bankami, brez finančnih posrednikov. Odnosi med bankami so bilateralni, transakcije niso zavarovane in posli niso regularni. Obstajajo le neformalna pravila, ki jim banke sledijo po lastni presoji. Banke se odločajo o poslovanju za tekoči dan glede na podatke iz prejšnjega dne. Če imajo banke likvidnostne presežke, potem te ponujajo na medbančnem trgu po med seboj dogovorjeni obrestni meri. Ker pa se poslovne banke ravnajo po načelu racionalnosti, mora biti ta obrestna mera nižja (ugodnejša) od tiste, po kateri si poslovne banke izposojajo sredstva od Banke Slovenije (Snoj, 2001, str. 58).

Slovenski medbančni trg je razmeroma majhen v primerjavi z drugimi. Banke se lahko med seboj telefonsko obveščajo o primanjkljajih in o presežkih, ki so jih pripravljene ponuditi. To je eden od glavnih razlogov za obotavljanje pri uporabi repo poslov za upravljanje likvidnosti.

Na razvitih repo trgih se sistem posojanja in izposojanja likvidnosti razlikuje že v osnovi. Tu se posli sklepajo z vmesnim dealerjem, kar zagotavlja anonimnost posojilodajalcem in posojilojemalcem. Potencialne banke, ki so lahko ali posojilodajalke ali posojilojemalke, kontaktirajo z vmesnim dealerjem, ponudba ali povpraševanje pa se objavljata neimenovana (na Reutersu). Anonimnost je prav tako zagotovljena ob sklenitvi posla, saj vmesni dealer nastopa kot nasprotna stranka obema partnericama. Za svoje delo seveda zaračuna provizijo (Snoj, 2001, str. 59).

Medsebojno sklepanje repo poslov prinaša bankam določene prednosti, in sicer (Snoj, 2001, str. 59):

- pocenitev virov za financiranje naložb,
- večja varnost naložb,
- razvoj novih instrumentov na medbančnem trgu,
- pospeševanje razvoja sekundarnega trga državnih vrednostnih papirjev.

5.3.2 Tehnična izvedba repo poslov z državnimi vrednostnimi papirji

Za tehnično izvedbo bi bilo treba najprej prilagoditi infrastrukturo. Če banke sklepajo posle z državnimi vrednostnimi papirji, se prenos vrednostnih papirjev izvaja v sodelovanju s KDD (Klirinško depotno družbo). Izvaja se na račun, na katerem so knjiženi državni vrednostni papirji. Nujna je poravnava po načelu DVP. Ta omogoča takojšnjo preknjižbo vrednostnih papirjev po prejetem denarnem plačilu.

Če preknjižba poteka po načelu T + 2,⁶ omogoča poravnavo v realnem času od sklenitve posla. Pri tem gre za zelo kratek čas (čez noč). Tako se zmanjšuje kreditno, likvidnostno in sistemsko tveganje (Bajraktarević, 1999, str. 36).

Pojavljajo pa se omejitve pri poslovanju z repo posli (Snoj, 2001, str. 59):

- sistem DVP oziroma preknjižb vrednostnih papirjev proti plačilu za repo posle za zdaj še ni zagotovljen;
- previsoki stroški trgovanja (kar bo prikazano v nadaljevanju);
- zapadlost obrestnih kuponov med trajanjem repo posla;
- knjigovodska dvojnost.

Osnovni pogoj za vzpostavitev denarnega trga in nekoliko ožjega medbančnega denarnega trga je razvitost sekundarnega trga državnih vrednostnih papirjev. Razvit sekundarni trg pomeni trg z aktivnimi udeleženci. Ti morajo zagotavljati ustrezno količino trgovanja in oblikovanje tržne obrestne mere.

Za vzpostavitev denarnega trga in njegovih instrumentov se morajo različne institucije povezati med seboj. Nujno je medsebojno povezovanje naslednjih institucij: KDD, Agencije za trg vrednostnih papirjev, Banke Slovenije in Ministrstva RS za finance. Ti sodelujejo pri oblikovanju in koordiniranju trga ter prilagoditvi ustrezne infrastrukture. Najpomembnejše pa je, da odstranijo vse ovire, ki preprečujejo razvoj in oblikovanje zakonskega okvira.

Ustrezen zakonski okvir mora poskrbeti za:

- zanesljivo zavarovanje,
- ustrezno davčno obravnavanje,
- učinkovit prenos lastništva in pravnega varstva ob neizpolnjevanju obveznosti ene od strank.

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

- poveča njihovo likvidnost,
- zniža stroške izdajanja državnih vrednostnih papirjev na primarnem trgu,
- razvit repo trg pa pripomore k razvoju sekundarnega trga.

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

⁶ T+ 2 – poravnava v dveh delovnih dneh od sklenitve posla. T + 3 – poravnava v treh delovnih dneh od sklenitve posla.

Sklepanje repo poslov prinaša zakladnici več koristi, in sicer:

- lahko ji služi za kratkoročno izposojanje sredstev pri bankah;
- pri financiranju primanjkljaja z repo posli bi zakladnica bankam začasno prodala zakladne menice (za ta namen bi morali imeti portfelj zakladnih menic).

Ker so državni vrednostni papirji ena temeljnih vrst zavarovanja pri repo poslih, se s tem poveča likvidnost in učinkovitost tako na repo trgu kot tudi na trgu državnih vrednostnih papirjev. Večja likvidnost in učinkovitost trga državnih vrednostnih papirjev prinašata dolgoročno zniževanje stroškov servisiranja dolga tako za vlado kot tudi za davkoplačevalce. Glavno vlogo pri vsem tem odigra KDD, saj je odgovorna za poravnavo vrednostnih papirjev pri repo poslih. Seveda je potrebna prilagoditev celotnega sistema evropskim standardom. Med drugim je treba prilagoditi naslednje (Snoj, 2001, str. 62):

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

5.4 Metoda izbora protiponudb na avkciji

Zgoraj obravnavani posli se realizirajo pod pogoji, ki jih določi centralna banka v svoji ponudbi. Pri tem ne more sodelovati vsaka poslovna banka, temveč le tista, ki izpolnjuje pogoje in jo na avkciji izbere centralna banka. Pri tem poznamo dve glavni metodi izbora posameznih ponudb bank, to sta: holandska in ameriška (Albreht, 1994, str. 11).

Ameriška metoda razdeljevanja: V ponudbi centralne banke se navedeta kvota za začasni odkup in najnižja ali najvišja še sprejemljiva vrednost parametra, ki se licitira. Postopek licitacije in razdelitve ponudb je enak kot pri holandski metodi, le da se v tem primeru izbrane protiponudbe realizirajo po različnih vrednostih parametra. Tako so izbrane ponudbe izvedene po vrednostih, ki so jih banke navedle same. Metoda omogoča dober pregled nad potrebami bank po likvidnih sredstvih. Banke namreč ne navajajo nerealno visokih (špekulativnih) vrednosti licitirajočega parametra, saj se ob realizaciji le-teh obvezujejo pri sklenitvi posla. Ponudba precej višje vrednosti bi v tem primeru pokazala na resne likvidnostne težave banke. Ameriška metoda se uporablja z namenom vzpostavitve konkurence med udeleženci avkcije (Albreht, 1994, str. 11).

Holandska metoda razdeljevanja: Tu centralna banka v ponudbi določi najvišjo in najnižjo vrednost parametra, ki se licitira. Na podlagi tega so izbrane tiste protiponudbe, ki ustrezajo pogojem centralne banke in so znotraj ponujene kvote v celoti ali pa se vanjo vključujejo le delno. Lahko se zgodi, da neka banka s ponujenim zneskom in vrednostjo parametra presega

kvoto in se zato njena ponudba realizira delno do izpolnitve kvote. Če več bank ponuja zadnjo sprejemljivo vrednost parametra in hkrati presega kvoto, potem se ponudba razdeli proporcionalno. Kot osnova za takšno razdelitev se vzamejo ponujeni zneski bank. Ponudbe, ki so s ponujenimi vrednostmi parametra pod vrednostjo, pri kateri se je kvota zapolnila, se zavrnejo. Pri holandski metodi se izbrane protiponudbe realizirajo po enotni vrednosti parametra, ki se licitira. Odvisno od licitacije je lahko to najnižja ali najvišja vrednost iz ponudbe, ki je še zadnja zapolnila kvoto v celoti oziroma delno. Ta metoda omogoča špekulativno obnašanje posamezne banke, saj si lahko s ponujeno visoko vrednostjo parametra zagotovi realizacijo svoje ponudbe. Seveda je ponudba te banke nizka, ker tako daje možnost za pridobitev sredstev tudi drugim bankam, ki bodo ponudile nižje vrednosti licitirajočega parametra (Albreht, 1994, str. 11).

Poleg teh dveh metod obstaja še tretja, in sicer *povprečna ponderirana vrednost parametra*. Tudi v tem primeru je v ponudbi centralne banke orientacijsko določena najvišja ali najnižja vrednost parametra, ki je predmet licitacije. Postopek licitacije in razdelitve je enak prejšnjima dvema metodama. Razlika je le v tem, da se tu izbrane ponudbe realizirajo po povprečni ponderirani vrednosti parametra sprejetih ponudb. Pri tem se kot ponderji upoštevajo zneski v postopku licitacije sprejetih ponudb. Prednost uporabe opisane metode je v izničitvenju ekstremnih vrednosti licitirajočega parametra, ki jih ponudijo banke.

Torej lahko vidimo, da ima že način izbora sodelujočih bank pomemben vpliv na učinkovitost reodkupnega posla.

6 SISTEM PORAVNAVE

6.1 Kaj je poravnava

Po trgovanju morata kupec in prodajalec zamenjati denarna sredstva za obveznice. S tem dejanjem obe stranki zaključita transakcijo. To zadnje dejanje se imenuje poravnava, saj v njem kupec in prodajalec uskladita podrobnosti, izvedeta plačilo in uredita prenos lastništva nad obveznicami. Poravnavi sledi klirinški proces, v katerem se naredi račun za obe stranki. Tedaj prenehajo vse obveznosti, ki izhajajo iz tega trgovanja (Spletne strani in javno dostopni podatki Clearstreama, 2006).

Borza vrednostnih papirjev, na kateri se izvajajo posli, avtomatsko pošlje transakcije Clearstreamu, ki sledi trgovanju. OTC (angl. over the counter – trg z državnimi obveznicami) posli pa priskrbijo različna priključitvena orodja, ki omogočajo strankam, da predložijo navodila in prejema poročilo od Clearstreama. Potem ko je navodilo poslano, Clearstream poskrbi, da je transakcija poravnana v dogovorjenem času. Transakcijo izvede tako, da hkrati naredi prenos denarnih sredstev in obveznic iz ene stranke na drugo. Tako dostava proti plačilu minimizira tveganje za kupca (Spletne strani in javno dostopni podatki Clearstreama, 2006).

Proces obračuna in poravnave z vrednostnimi papirji

Proces obračuna in poravnave z vrednostnimi papirji mora zagotoviti hiter in varen prenos lastništva tako vrednostnih papirjev kot tudi denarja. Sestavljen je iz štirih aktivnosti, in sicer: potrditve, obračuna, dostave in plačila vrednostnih papirjev (Ferjančič, 2003, str. 64).

Potrditev: Po sklenitvi posla ga morata stranki potrditi in s tem zagotoviti, da se strinjata glede naslednjih pogojev: z vrednostnim papirjem, s katerim trgujeta, ceno, količino in datumom poravnave. Potrditev se lahko izvede neposredno med prodajalcem in kupcem. Lahko pa tudi posredno na borzi ali s klirinškim posrednikom. Tu je pomembno, da se pri avtomatiziranih poslih (borza) zahteva le enkratni vnos podatkov, ki se uporablja za celoten proces obračuna in poravnave.

Obračun: Pomeni natančen izračun obveznosti, ki jih imata kupec in prodajalec. To storitev največkrat omogoča centralni depo vrednostnih papirjev, sam izračun pa se izvede na osnovi bruto ali neto poravnave. Na določenih finančnih trgih odigra pomembno vlogo centralna stranka, ki je pravna oseba in deluje kot nasprotna stranka kupca ali prodajalca. Ta stranka povzroči, da ostaneta kupec in prodajalec nepoznana drug drugemu. Prav tako omogoča pobot terjatev in obveznosti, s čimer se zmanjšajo tveganje neizpolnitve obveznosti nasprotne stranke ter kreditno in likvidnostno tveganje.

Dostava: Tu gre zgolj za preknjižbo v registru. V evroobmočju je večina vrednostnih papirjev dematerializirana. Dostop do registra centralnega depoja vrednostnih papirjev je lahko posreden ali neposreden. Posredni se opravi s posrednikom, ki je član depoja, neposrednega pa predstavlja član depoja.

Plačilo: Pomeni prenos denarja od kupca na prodajalca. Plačilo se lahko pogojuje z dostavo proti plačilu. To pomeni, da gre za sočasno preknjižbo vrednostnih papirjev in denarja. Če plačilo ni opravljeno, potem se tudi vrednostni papirji ne preknjižijo, in nasprotno.

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

6.2 Ovire, ki onemogočajo učinkovito trgovanje v evroobmočju

V državah članicah Evropske unije je sistem obračuna in poravnave vrednostnih papirjev urejen tako, da najbolj ustreza potrebam domačega trga. Zaradi tega je trgovanje prek meja slabše podprto.

Pri tem se pojavljajo ovire, ki omejujejo mednarodno trgovanje. To so (Ferjančič, 2003, str. 64; Spletne strani in javno dostopni podatki ECB, 2006):

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

6.2.1 *Razlike v tehnični podpori in tržni praksi*

Razlike v tehnični podpori in tržni praksi izhajajo iz strukture nacionalnih finančnih trgov. Nacionalne razlike so večje pri poravnavi kot pri obračunu vrednostnih papirjev. Njihov vpliv je bolj viden na delniškem kot pa na obvezniškem trgu. Tako poznamo več ovir (The Giovannini Group, 2001, str. 4 in 44):

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

Zahteve glede uporabe nacionalnih sistemov: Za trgovanje na določenem trgu se uporablja le en sistem obračuna in poravnave, kar povzroča težave pri trgovanju prek meja. Rešitev je v vzpostavitvi ene centralne stranke, ki bi delovala na celotnem evroobmočju.

Razlike v pravilih delovanja delniških družb: Treba je pripraviti enotna pravila in izboljšati ISO-standarde za komunikacijo med centralnimi depoji.

Praktične ovire glede članstva v nacionalnih sistemih: Te ovire se kažejo v praksi, ki onemogočajo članstvo. Težave so v uporabi različnih tehnologij, tržnih pravilih, denarni poravnavi idr.

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

Razlike glede delovnega časa: To povzroča težave pri trgovanju z udeleženci iz različnih držav. Rešitev je v poenotenju urnikov.

Omejitve glede lokacije vrednostnih papirjev: Določene države zahtevajo, da se vrednostni papirji, ki kotirajo na borzi, hranijo v nacionalnih depojih.

Omejitve glede primarnih vpisnikov in vzdrževalcev trga: Primarni vpisniki in vzdrževalci trga so značilni za trgovanje z državnimi vrednostnimi papirji. Njihovo delovanje se ponekod pogojuje s poravnavo transakcij v nacionalnem sistemu. Tak primer je Belgija, ki zahteva, da

dealerji hranijo vrednostne papirje v t. i. košarici za posojanje poravnalnega sistema belgijske centralne banke.

Neupoštevanje dokončnosti poravnav znotraj dneva: Različni urniki poravnalnih sistemov to onemogočajo za vse posle, zato je treba zahtevati dodatno zavarovanje.

6.2.2 *Razlike v davčni ureditvi*

Vrednostni papirji so obdavčljivi v državi, kjer se hranijo. Pri trgovanju prek meja prihaja do različnih težav predvsem zaradi nepoznavanja nacionalnih davčnih ureditev in nevarnosti dvojnega obdavčevanja. Če bi obstajala možnost proste odločitve glede hrambe vrednostnih papirjev, bi bile omenjene težave veliko manjše (The Giovannini Group, 2001, str. 4 in 44).

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

Pri davku na vrednostne papirje se lahko davčna olajšava pri plačilu davka poravna takoj ali se uveljavi kasneje. Investitorji si želijo takojšnje poravnave, ki jo največkrat izvede davčni posrednik. Ta je lahko ali banka ali kakšna druga finančna institucija. V večini držav članic Evropske unije mora biti davčni posrednik domača pravna oseba, kar postavlja v neenakopraven položaj tuje posrednike. Zaradi davka na trgovanje z vrednostnimi papirji se v določenih državah zahteva trgovanje v nacionalnih poravnalnih sistemih. Ti zagotavljajo podatke za tako obdavčitev. To predstavlja oviro pri trgovanju prek meja, zato bi morale države takšne zahteve odpraviti (The Giovannini Group, 2001, str. 4 in 44).

6.2.3 *Razlike v pravni ureditvi*

Trgovanje prek meja omejujejo predvsem pravna pravila, ki prepovedujejo ali omejujejo tujo konkurenco. Prihaja do razlik v davčni zakonodaji in v zakonodaji o vrednostnih papirjih. Pri tem moramo vedeti, da se tržna pravila in davčna zakonodaja lahko hitro prilagodita. Zakonodaja o vrednostnih papirjih pa je vezana na specifičnosti posameznih pravnih sistemov in jo je težko spremeniti (The Giovannini Group, 2001, str. 4 in 44).

Pojavljajo se različne ovire, ki izhajajo iz zakonodaje o vrednostnih papirjih in so značilne predvsem za delnice. Delnice se razlikujejo od dolžniških vrednostnih papirjev in so vezane na nacionalno zakonodajo. Tako delniška družba izdaja delnice v skladu z zakonodajo države, kjer je ustanovljena, in ne v skladu z zakonodajo države, kjer se s temi delnicami trguje (The Giovannini Group, 2001, str. 4 in 44).

Udeleženci trga pogrešajo tudi enotno ureditev na področju pravic iz vrednostnih papirjev. Tako pri uporabi vrednostnih papirjev za zavarovanje (zastavo ali prenos) prihaja do težav pri poplačilu iz teh vrednostnih papirjev v primeru insolventnosti dolžnika. Zato udeleženci trga vrednostnih papirjev zagovarjajo direktivo o dokončnosti poravnav (The Giovannini Group, 2001, str. 4 in 44).

7 IZKUŠNJE Z REPO POSLI V DRŽAVAH EVROPSKE UNIJE

Banke so pomembni nosilci repo trgovanja. Zato menim, da je razvitost bančnega sektorja povezana z razvitostjo repo trgovanja. Bolj kot je razvit bančni sektor v neki državi, bolj so razviti mehanizmi za uravnavanje obrestnih mer in likvidnosti. Torej lahko ocenjujemo razvitost bančnega sektorja tudi glede na povezave in združitve različnih bank v državi. Tako lahko sklepam, da na razvoj repo poslovanja vpliva napredek v bančništvu.

Število kreditnih institucij v Evropski uniji se od leta 1997 zmanjšuje, leta 2004 se je znižalo še za dodatnih 2,8 %, kar lahko vidimo v spodnji tabeli. Tako je bilo v Evropski uniji leta 2004 skupaj 8.374 kreditnih institucij. Prav tako se je zmanjševalo število združitev in prevzemov od leta 1999. Ta trend se je nadaljeval tudi še v letih 2004 in 2005. To zmanjševanje je posledica zmanjšanih združitev in povezav na domačih trgih. Povezave in združitve prek državnih meja so se tako v relativnem kot tudi v absolutnem smislu povečevale vse od leta 1993 pa do 1998. Tako so se te povezave povečale za 30 %. Posledice takšnega povečanja povezav in združitev so večja konkurenca, večje omejitve pri domačih združitvah, uvedba evra in večje povezave na finančnih trgih (EU Banking structure, 2005, str. 8).

Tabela 1: Število kreditnih institucij in podružnic med letoma 2001 in 2005

DRŽAVA	Leto 2001 kred. inst/podru.	Leto 2002 kred. inst/podru.	Leto 2003 kred. inst/podru.	Leto 2004 kred. inst/podru.
FRANCIJA	1,050 / 26,049	989 / 26,162	939 / 25,789	897 / 26,370
IRSKA	88 / 970	85 / 926	80 / 924	80 / 909
ITALIJA	843 / 29,267	821 / 29,948	801 / 30,501	787 / 30,946
PORTUGALSKA	212 / 5,534	202 / 5,390	200 / 5,440	197 / 5,408
FINSKA	369 / 1,571	369 / 1,572	366 / 1,564	363 / 1,585
SLOVENIJA	69 / 717	50 / 721	33 / 720	24 / 706

Vir: EU Banking structure, 2005, str. 48.

V Tabeli 2 (str. 22) vidimo, da sta imeli Francija in Italija največ povezav in združitev tako na področju EEA kot tudi doma, saj spadata v skupino z razvitim bančništvom.

Tabela 2: Število združitvev in prevzemov od leta 2001 do prve polovice leta 2005

Države	Število domačih povezav in združitvev					Število EEA-povezav in združitvev				
	2001	2002	2003	2004	2005	2001	2002	2003	2004	2005
FRANCIJA	12	12	8	11	1	4	3	0	0	0
IRSKA	0	0	1	0	0	1	1	0	0	1
ITALIJA	24	23	22	13	5	3	3	0	2	1
PORTUGALSKA	2	0	1	0	1	1	1	4	2	0
FINSKA	0	2	0	0	0	0	1	0	0	0
SLOVENIJA	3	0	1	0	0	1	3	0	0	0

- EEA: Evropsko ekonomsko področje. To področje zavzema 18 držav, in sicer 15 stalnih članic EU ter Norveško, Islandijo in Liechtenstein.

Vir: EU Banking structure, 2005, str. 62.

7.1 Francija

Francoske banke so zelo pomembne, saj štiri največje sodijo med petdeset največjih bank na svetu. Kljub temu da je bančni sektor zelo razvit, imajo določene banke v lastniški delež vključeno tudi državo. *Credit Agricole* je tako še vedno v državni lasti, s čimer lahko Francijo postavimo ob bok Avstriji in Nemčiji. Tako so največji lastniki finančne institucije s 35 %, sledi jim država z 22 %, posamezniki imajo le 8 %, tujci pa le slabih 5 %. Najmanjši delež pa predstavljajo nefinančne institucije, ki imajo manj kot 1 % lastništva. Pri 30-odstotnem deležu lastništva bank zaradi kotacije na borzi pa točni lastniki niso znani (Annual Report Banque de France, 2002, str. 127).

Leta 2001 so ustanovili *AFT* (Agence France Trésor – Francoska zakladniška agencija). To je državna agencija, ki jo je ustanovilo francosko ministrstvo za finance, gospodarstvo in industrijo. Zadolžili so jo za implementiranje določenih programov. Ti programi skrbijo za *urejanje stroškov državnega dolga in državnega denarja*. Francoska centralna banka sodeluje pri implementiranju programa v vlogi edinega bankirja v državi in tako tudi pri določenih funkcijah. Te funkcije se nanašajo predvsem na organiziranje avkcij, ki potekajo z zakladnimi obveznicami (Agence France Trésor annual report, 2006, str. 9).

Program, ki skrbi za *urejanje stroškov državnega dolga in državnega denarja*, je razdeljen na več dejavnosti, to so organiziranje pogajalskih in nepogajalskih dolgov ter skrb za likvidnost denarja (Agence France Trésor annual report, 2006, str. 9).

Caisse de la Dette Publique je državni organ, ki je bil oblikovan leta 2003 s proračunskim aktom. Trguje z zakladnimi obveznicami na *sekundarnem trgu*. Glavna naloga je skrb za likvidnost, ki je pomemben dejavnik pri zagotavljanju pravilnega delovanja državnih posojil. Zato ima ta organ dovoljenje za nakup, zadrževanje, preklic ali prodajo obveznic. Te zavarujejo ali država ali javne institucije (Agence France Trésor annual report, 2006, str. 5 in 9).

7.1.1 Francoska zakladniška agencija (AFT) in primarni trg

AFT (Agence France Trésor – Francoska zakladniška agencija) kot državna agencija od leta 2003 ocenjuje primarne dealerje po treh merilih, in sicer (Agence France Trésor annual report, 2006, str. 9 in 35):

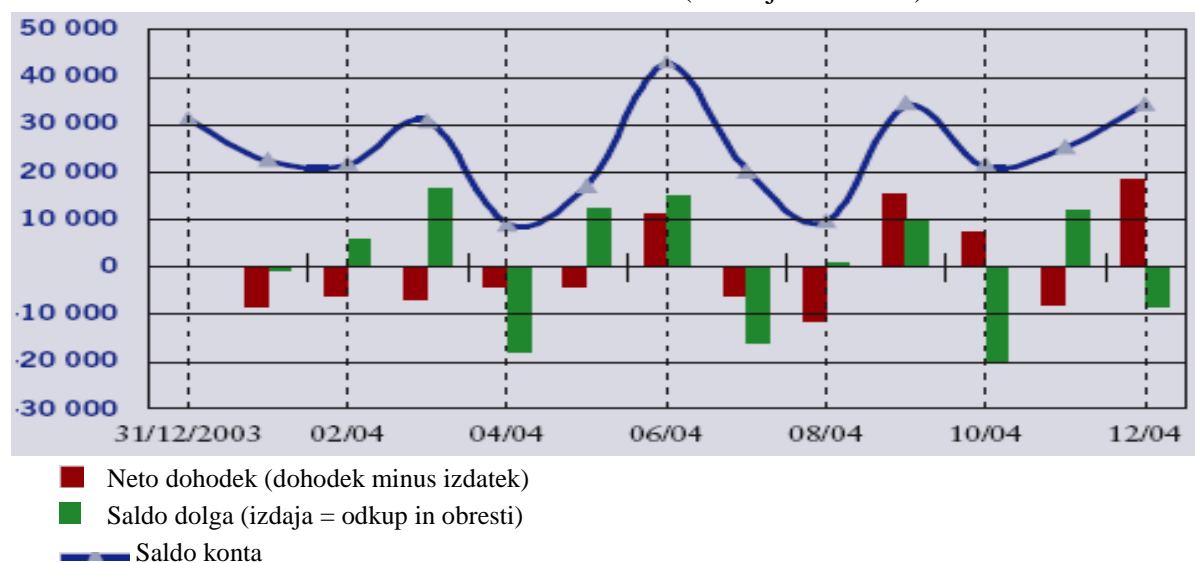
- kako delujejo na primarnem zakladniškem trgu;
- kako delujejo na sekundarnem trgu;
- po kakovosti storitev, ki jih ponujajo agenciji.

Tako je med vsemi 21 primarnimi dealerji izbrala devet najboljših, in sicer: BNP Paribas, Deutsche Bank, HSBC-CCF, Barclays Capital, Société Générale, Citigroup, IXIS CIB, ABN Amro in Calyon.

Prizadevanja AFT so usmerjena v zbiranje sredstev pod najboljšimi finančnimi pogoji. To pomeni, da si prizadeva za investiranje kratkoročnih denarnih presežkov in za njihovo posojanje na notranjem bančnem trgu takrat, ko je to nujno potrebno. S tem je doseženo, da so državni izdatki dokaj enakomerno razporejeni skozi vse leto, medtem ko so prihodki odvisni od obdavčevanja na koncu leta. V letu 2004 je raven prihodkov tako preseгла izdatke le v štirih mesecih (Agence France Trésor annual report, 2006, str. 10 in 35).

Na Sliki 3 lahko vidimo, kako se AFT srečuje z razlikami v posojanju na srednjeročni in dolgoročni osnovi skozi posamezno leto. To daje AFT možnost, da pridobi potrebna likvidna sredstva. V letu 2004 je bilo kratkoročnih zakladnih zapisov v vrednosti 220,7 milijarde evrov, hkrati pa je AFT investirala denarni presežek. Tako je v istem letu naredila več kot 9.700 transakcij (Agence France Trésor annual report, 2006, str. 35).

Slika 3: Prihodki in izdatki na zakladniškem računu (v milijonih evrov)



Vir: Agence France Trésor annual report, 2006, str. 35.

Zakladni oddelek AFT vsak dan v imenu države na denarnem trgu sklepa posojila ali pa si izposoja od primarnih dealerjev. Tako vsaka transakcija dvigne vrednost posamezne konkurenčne ponudbe med primarni dealerji in daje možnost, osnovano na cenovnem kriteriju, za nakup. Prihodki od teh investicij so v letu 2004 znašali v skupni vrednosti okoli 490 milijonov evrov. Ti prihodki so odšteti od bruto stroškov državnega dolga. Iz Tabele 3 lahko torej vidimo, da so največji del prihodkov v letu 2004 dobili od povratnih repo poslov (84 %) (Agence France Trésor annual report, 2006, str. 36).

Tabela 3: Prikaz prihodkov (v milijonih evrov)

V mio evrov	2004	%
Prihodki od posojil za primarne dealerje	68	14
Prihodki od povratnih repo poslov s primarnimi dealerji	410	84
Prihodki od posojil za evropske zakladnice	12	2

Vir: Agence France Trésor annual report, 2006, str. 36.

Pri tem si je leta 2003 Francoska centralna banka zastavila več ciljev, ki jih uresničuje s pomočjo AFT. S temi cilji je želela izboljšati poslovanje pri investiranju v obliki depozitov in repo sporazumov ter pri napovedovanju prihodnjih investicijskih stopenj. Izpostavil bom le dva cilja:

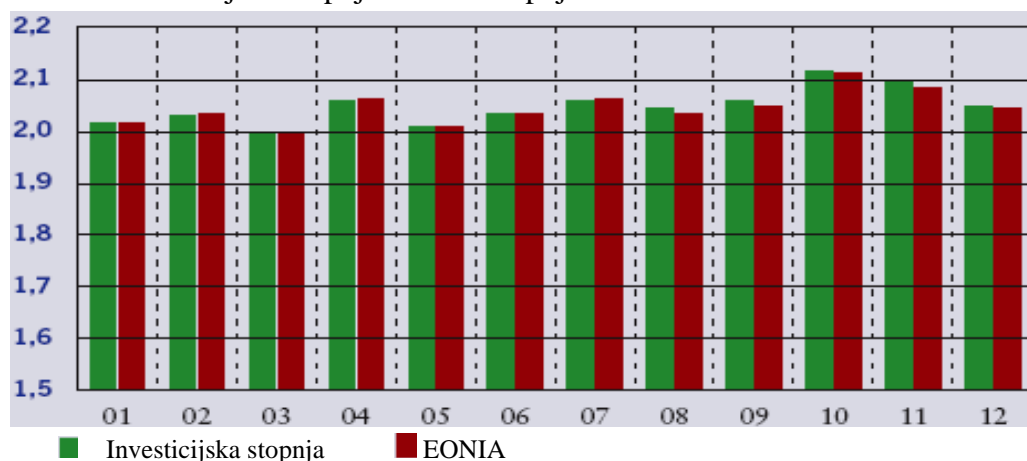
Cilj številka 1: investiranje državnega kratkoročnega denarnega presežka.

Kratkoročni državni denarni presežek investira AFT na denarnem oziroma notranjem bančnem trgu. Investiran je v obliki depozitov in repo sporazumov z zanesljivimi sopogodbentiki. V praksi so to največkrat primarni dealerji ter centralne banke Nemčije, Belgije, Finske in Nizozemske (Agence France Trésor annual report, 2006, str. 38).

V praksi AFT uporablja repo posle za pripravo velikih zakladnih odtokov, ki se nanašajo na dolžniške odkupe. V letu 2004 je trgovanje z repo posli doseglo najvišjo mejo prek 47 milijard evrov in to ravno pred dokupom ene od obveznic ob dospelju (obveznic do dospelja). Glavni namen takšnega poslovanja je v ohranitvi najboljšega razmerja v prihodkih. Tako AFT uporablja EONIO⁷ kot kriterij. EONIA je povprečno razmerje, tehtano med količino enodnevnih posojil na notranjem bančnem trgu, ki jih ponuja skupina evropskih bank. V letu 2003 in 2004 so znova začeli dosegati odlične rezultate nezavarovanih transakcijskih posojil. AFT je uspešno poslovanje v letu 2004 prineslo dobre rezultate, saj je bila njihova zmogljivost malo nad EONIO. To pomeni, da so dosegli visoko stopnjo stabilnosti med letom. Tako so v letu 2004 še izboljšali zmogljivost povratnih repo poslov, kar se kaže v višji povprečni obrestni meri. Ta je bila višja za kar dve odstotni točki od začrtane (Agence France Trésor annual report, 2006, str. 38).

⁷ EONIA (European Overnight Interbank Average) (Priloga 8).

Slika 4: Investicijska stopnja AFT in stopnja EONIA v letu 2004



Vir: Agence France Trésor annual report, 2006, str. 39.

Cilj številka 2: omejitev konec dneva kreditnega salda na državnem računu.

Kljub temu da mora biti saldo državnega računa s Francosko centralno banko izravnano vsak dan, mora biti tudi usklajen z obrestmi. Vsota na računu nosi obresti po nižji stopnji, kot je na notranjem bančnem trgu. Tako je končna prilagoditev pozicije denarja odvisna od stopnje zanesljivosti informacij, ki so dostopne zakladniku. Le zanesljive informacije mu omogočajo, da v pravem času zmanjša saldo na računu, medtem ko posrednik neprestano tvega pri sklepanju nepričakovanih transakcij (Agence France Trésor annual report, 2006, str. 39).

7.1.2 Pregled pogodbenega in operativnega tveganja

Pogodbeno tveganje

Pri pregledovanju proračunskega presežka je treba dati prednost repo poslom. Če primarni dealer ne dostavi potrebnih obveznic, potem se posel avtomatično prekine. Ker se je v zadnjem času takšen način poslovanja neprestano ponavljal, se je država odločila, da bo to čim prej rešila s primarnimi dealerji. Namen je najti rešitev, ki ne bo ovirala potrebe po zaslužku obresti. Tako so začeli z avtomatskim obnavljanjem vseh transakcij, kjer so se pojavile napake.

Sočasno računajo tudi stroške, povezane z repo posli. Računajo jih tako, da ne upoštevajo dejanskega menjalnega datuma, temveč teoretični datum. Ta novi način izračunavanja stroškov je veliko izboljšanje v primerjavi s sistemom, ki so ga uporabljali do zdaj. Prav tako pa AFT neprestano išče nove možnosti, kako narediti celoten sistem še varnejši (Agence France Trésor annual report, 2006, str. 44).

Operativno tveganje

Ne smemo pozabiti, da je AFT močno izpostavljena različnim tveganjem. Zato je s Francosko centralno banko podpisala pogodbo, da bo ob napaki v sistemu lahko uporabljala bančne aplikacije. S tem si je zagotovila nemoteno poslovanje, ki je zelo pomembno pri upravljanju z denarnimi aktivnostmi in z državnim dolgom.

Poleg operativnega in pogodbenega tveganja se Francija sooča še s tržnim tveganjem in tveganjem, povezanim s sopogodbeniki (Agence France Trésor annual report, 2006, str. 44).

7.1.3 *Uvedba novega zakona o proračunskih aktih in informacijskega sistema*

Uvedba novega zakona o proračunskih aktih

Francija kot ena vodilnih držav pri izvajanju repo poslov je morala narediti celovito prenovo tako informacijskega sistema kot tudi zakonov in aktov. Vpeljati so morali različne kazalce, ki pregledujejo (Agence France Trésor annual report, 2006, str. 45):

- količino in kakovost različnih incidentov, ki se pojavijo med poslovanjem z repo posli;
- ustreznost obstoječega sistema; ker se na leto izvede več kot 10.500 transakcij, je še kako pomembno, da preverjamo, ali so se v celoti izvedle ali ne; pri tem ugotovimo, katera stranka spoštuje oziroma ne spoštuje obveznosti;
- ali stranke uporabljajo dialog in tako pripomorejo h kakovostno opravljenim storitvam; največ incidentov (75 %) je bilo povezanih z nedostavljanjem obveznic pri repo poslovanju.

Uvedba novega informacijskega sistema

AFT se je prav tako lotila prenove celotnega informacijskega sistema. Novi informacijski sistem se imenuje SIFT Marché (Système d'Information France Trésor – informacijski sistem Francoske zakladniške agencije) in je osnovan na finančnem programskem paketu, imenovanem Tradix. Glavni namen posodobitve celotnega informacijskega sistema je zagotoviti optimalno varnost pri poslovanju (Agence France Trésor annual report, 2006, str. 46).

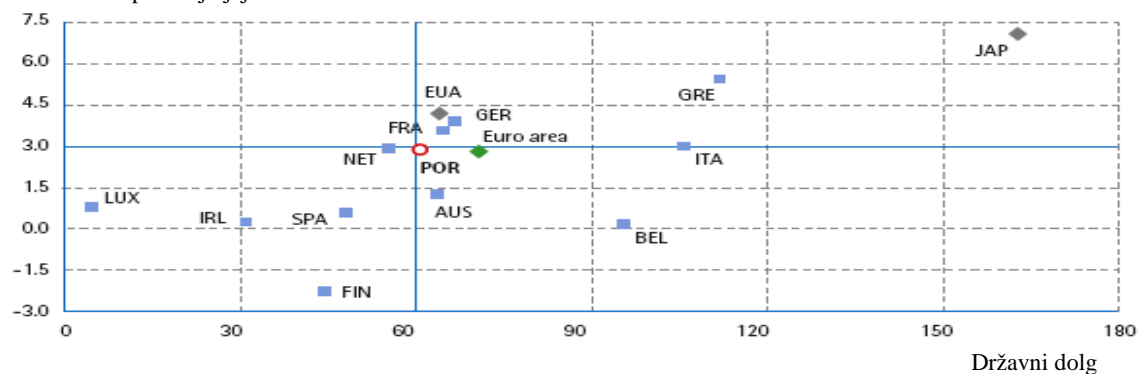
Na hiter preboj na področju repo poslov je vplival razvoj ATS (Automatic Trading System – elektronski sistem trgovanja z repo posli). To je elektronski sistem, ki omogoča prikazanim cenam na ekranu, da so izbrane in avtomatsko izvršene. Osnova ATS na evropskem repo trgu so: Broker Tec, Eurex Repo in MTS (Screen – based secondary market in government securities – sekundarni trg z državnimi obveznicami). Eurex Repo ima francosko-švicarsko računalniško okolje; to poleg Švice in Francije uporablja tudi Nemčija. Namenjen je za avtomatske poravnave pri repo poslih in za operacije na denarnem trgu. MTS pa je elektronski sistem, ki se uporablja za italijanske državne obveznice (Fabozzi, Mann, 2005, str. 246).

7.2 *Portugalska*

Proračunski primanjkljaj se je v državah Evropske unije povečal z 2,7 % na 2,9 %, medtem ko so Nemčija, Francija in Grčija prestopile mejo 3 %. Italija, Nizozemska in Portugalska so se približale meji 3 % (Instituto de Gestão do Crédito Público, I.P., 2005, str. 19), kar lahko vidimo na Sliki 5.

Slika 5: Proračunski primanjkljaj in državni dolg v letu 2004 (v %)

Proračunski primanjkljaj

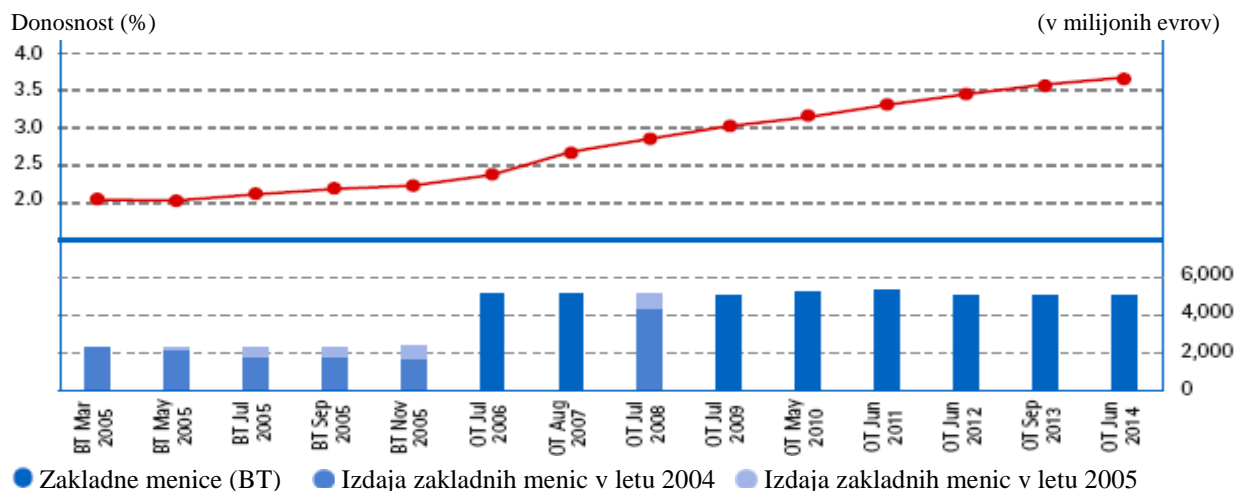


Vir: Instituto de Gestão do Crédito Público, I.P., 2005, str. 19.

7.2.1 Primarni trg na Portugalskem

Z izvajanjem finančnega programa leta 2004 se je tako končala pomembna faza v razvoju dolžniškega trga. Finančna strategija, ki je bila odobrena leta 1999, je omogočila, da se je krivulja donosnosti državnih obveznic s fiksirano stopnjo ustavila pri 5 milijardah evrov prihodkov v obdobju od 2 do 10 let. Tako so uspešno končali vnovično izdajo zakladnih menic. Med letoma 1999 in 2002 je bilo financiranje osredotočenje na srednjeročne in dolgoročne trge. Navadno izdajo zakladnih menic, ki so bile ukinjene leta 1999, so znova uvedli leta 2003 (Instituto de Gestão do Crédito Público, I.P., 2005, str. 40).

Slika 6: Krivulja donosnosti na Portugalskem na koncu leta 2004



Vir: Instituto de Gestão do Crédito Público, I.P., 2005, str. 40.

Ta strategija je omogočila razširiti in bolj diverzificirati število investorjev in finančnih posrednikov. Tako je danes vse več udeležencev, tako finančnih posrednikov kot tudi investorjev, ki niso rezidenti Portugalske, na obeh trgih. Torej na trgu z zakladnimi menicami kot tudi na trgu z državnimi obveznicami s stabilnimi/fiksni donosi. Zaradi vnovične uvedbe programa zakladnih menic se je število uglednih investorjev močno

povečalo. Ti investitorji so predvsem centralne banke in azijski investitorji (Priloga 2) (Instituto de Gestão do Crédito Público, I.P., 2005, str. 40).

7.2.1.1 Trg državnih obveznic

Pri oblikovanju trga z državnimi obveznicami (OT – Portuguese Fixed Rate Government Bonds) je odigralo glavno vlogo 15 bank v letu 2005. Tako so igrale vlogo distribucijskega kanala ter kot ponudniki referenčnih cen in likvidnosti na sekundarnem trgu. Za vzpostavitev ustrezne kredibilnosti finančne strategije so morali določiti pogoje za udeležbo na tem trgu tako za investitorje, ki niso rezidenti, kot tudi za finančne posrednike. Te pogoje so morali določiti za sindikate in za avkcije, ki pa so leta 2004 prinesli 84-odstotno udeležbo (Priloga 3) (Instituto de Gestão do Crédito Público, I.P., 2005, str. 46).

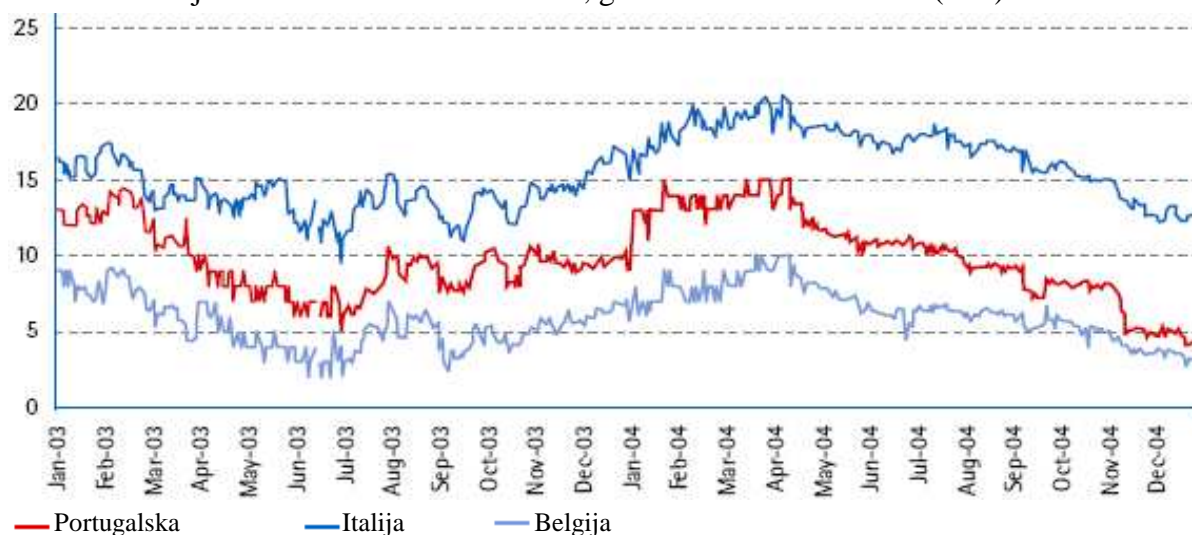
7.2.1.2 Trg zakladnih menic

Dostop do trga zakladnih menic (BT – Treasury Bills) je omejen z izvedenci/specialisti za zakladne menice (EBT – Treasury Bills Specialists), od katerih je 23 % rezidentov in 71 % nerezidentov. To skupino so ustanovili leta 2003. Vključuje finančne posrednike z močnim domačim in mednarodnim položajem. Zadolženi so za promoviranje likvidnosti zakladnih menic in za njihovo trženje na sekundarnem trgu (Instituto de Gestão do Crédito Público, I.P., 2005, str. 48). Izvedenci/specialisti za zakladne menice so: ABN – AMRO Bank, Banco Espirito Santo, BCP Investimento, BNP Paribas Caixa Geral de Depositos, Calyon, Citigroup Global Markets, Deutsche Bank, Goldman Sachs International, HSBC CCF, IXIS CIB in Société Générale. Ti pa nastopajo tudi v vlogi primarnih dealerjev.

7.2.2 Sekundarni trg na Portugalskem

V 10-letni razširitvi so portugalske v primerjavi z nemškimi obveznicami od aprila leta 2004 naprej rasle počasneje. Močna likvidnost in učinkovitost sekundarnega trga za državni dolg v obeh sektorjih B2B (angl. business to business – medpodjetniški) in v B2C (angl. business to customer – podjetja kupcem) sta povzročili počasno rast teh obveznic. Izboljšanje v relativnih stroških pa je bilo mogoče znova videti pri Belgiji in Italiji (Instituto de Gestão do Crédito Público, I.P., 2005, str. 48).

Slika 7: Gibanje 10-letnih državnih obveznic, glede na relativne stroške (v %)



Vir: Instituto de Gestão do Crédito Público, I.P., 2005, str. 48.

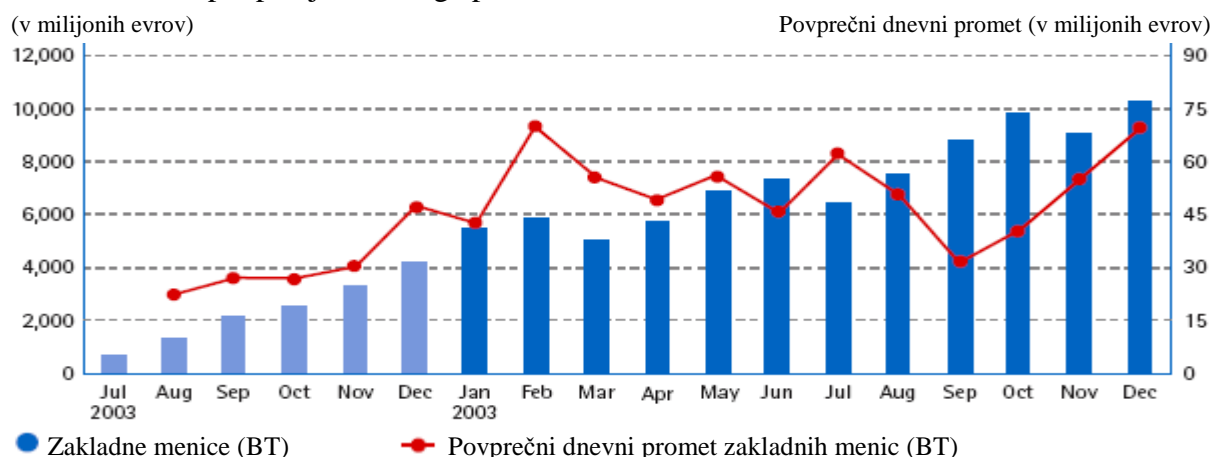
Povečanje na kapitalskem trgu je povzročilo velik preobrat. Konec leta 2004 so znašale državne obveznice 50 milijard evrov, v letu 2003 pa le 43 milijard evrov. Kljub temu da je bilo v letu 2003 manj prometa kot leta 2004, je bilo prav tako uspešno, če primerjamo z letom 2000, ko je ta vrednost znašala 16 milijard evrov. Glavni razlog je v tem, da so leta 2000 šele začeli s tovrstnim trgovanjem. Pri tem pa ne smemo pozabiti na primarne dealerje, na specialiste zakladnih menic in na vse, ki so sodelovali pri izgradnji trga. Tako je bilo konec leta 2004 24 udeležencev na trgu, kjer se trguje z državnimi obveznicami, in 16 udeležencev na trgu, kjer se trguje z zakladnimi menicami (Instituto de Gestão do Crédito Público, I.P., 2005, str. 48).

Na uspeh trgovanja na denarnem trgu je vplivalo tudi dejstvo, da je bilo to podprto z visoko likvidnim repo trgom in z repo oknom, za katero je skrbel IGCP (Instituto de Gestão do Crédito Público). Trgovanje na veliko z repo posli državnih obveznic v računalniškem okolju (Broker Tec in EuroMTS) je močno zraslo. Kaže se na povprečnem dnevnem prometu z repo posli državnih obveznic, ki se je podvojilo v letu 2004 glede na leto 2003. To poslovanje je doseglo 883 milijonov evrov, kar je 185 % povprečnega dnevnega prometa MEDIP/MTS Portugal.⁸

Promet z zakladnimi menicami (MEDIP/MTS Portugal) je v letu 2004 močno narasel. Tako je bil povprečni dnevni promet v letu 2004 53 milijonov evrov glede na leto poprej, ko je znašal 32 milijonov evrov. To povečanje v zakladnih menicah je prav tako pomagalo pri dvigu povprečnega dnevnega prometa (Instituto de Gestão do Crédito Público, I.P., 2005, str. 48).

⁸ EuroMTS: indeks evropskih državnih obveznic, s katerimi se trguje na EuroMTS in na lokalnih MTS-trgih; z njimi so začeli delati leta 2003. Pan-European Electronic Trading Platform for Government Benchmark Bonds: njegova prednost je, da je posodobljen v realnem času. MEDIP – Special Market for Public Dept.: cene državnih obveznic, ki so vključene v te indekse, so osnovane na kvotah MEDIP/MTS Portugal.

Slika 8: Prikaz povprečja dnevnega prometa zakladnih menic



Vir: Instituto de Gestão do Crédito Público, I.P., 2005, str. 52.

Razvoj trga državnih obveznic je pripeljal do povečanja minimalnih količinskih kvot, ki so rezultat večje likvidnosti in učinkovitosti na tem trgu.

7.2.3 *Financiranje repo poslov*

Leta 2004 se je začelo trgovati s kratkoročnimi zakladnicami prek repo trga, ki je alternativa evropskemu komercialnemu zapisu (angl. Euro Commercial Paper – ECP). V primerjavi z ECP ima repo trg določene prednosti; te se nanašajo na likvidnost in fleksibilnost. Prva repo transakcija se je izvedla avgusta 2004 z odkupom državne obveznice. Do konca leta je vsota vseh teh transakcij znašala 4,7 milijarde evrov. Kljub temu da se državne obveznice in zakladne menice lahko uporabljajo kot pomožni način financiranja repo poslov, so se v letu 2004 uporabljale samo zakladne menice za nevtraliziranje učinkov, ki so nastali na denarnem trgu (Instituto de Gestão do Crédito Público, I.P., 2005, str. 69).

Pri tem ne smemo pozabiti na dva instrumenta, ki jih portugalska vlada uporablja za urejanje denarnega trga (Instituto de Gestão do Crédito Público, I.P., 2005, str. 70).

Posebna potrdila državnega dolga (CEDIC – Special Certificates of Government Dept.)

Posebno potrdilo državnega dolga je instrument, ki je bil narejen za spremljanje denarnega ravnovesja med sredstvi in storitvami, ki se izvajajo v državnem finančnem sektorju. Njegovo povprečno trajanje je 60 dni. Državni dolg se je povzpел z 1,55 milijarde evrov v letu 2003 na 2,38 milijarde evrov v letu 2004 (Priloga 4) (Instituto de Gestão do Crédito Público, I.P., 2005, str. 70).

Izdajanje certifikatov varčevanja (SC – Saving Certificates)

Prispevek certifikatov varčevanja k letnemu neto financiranju je bil nižji, kot so predvidevali v programu financiranja za leto 2004. Bruto izdaja certifikatov varčevanja v tistem letu je znašala 1,41 milijarde evrov. Od tega so 0,46 milijarde evrov samo obresti kapitalizacije. Odkup je znašal 1,36 milijarde evrov, prispevek tega instrumenta k letnemu neto financiranju

pa le 49 milijonov evrov (Priloga 5) (Instituto de Gestão do Crédito Público, I.P., 2005, str. 70).

Največja sprememba v strukturi dolga je bila narejena s povečanjem pomembnosti zakladnih menic v neto izdaji. Relativna teža teh instrumentov je v celoti narasla s 5 % na 11,2 % v letu 2004. Prav tako je narasla pomembnost certifikatov državnega dolga, saj je narasla z 1,9 % na 2,6 %. Nikakor pa ne smemo pozabiti na financiranje z repo posli, saj so od začetka leta 2004 in do konca leta prinesli 750,5 milijona evrov (Instituto de Gestão do Crédito Público, I.P., 2005, str. 70).

Dejavniki tveganja

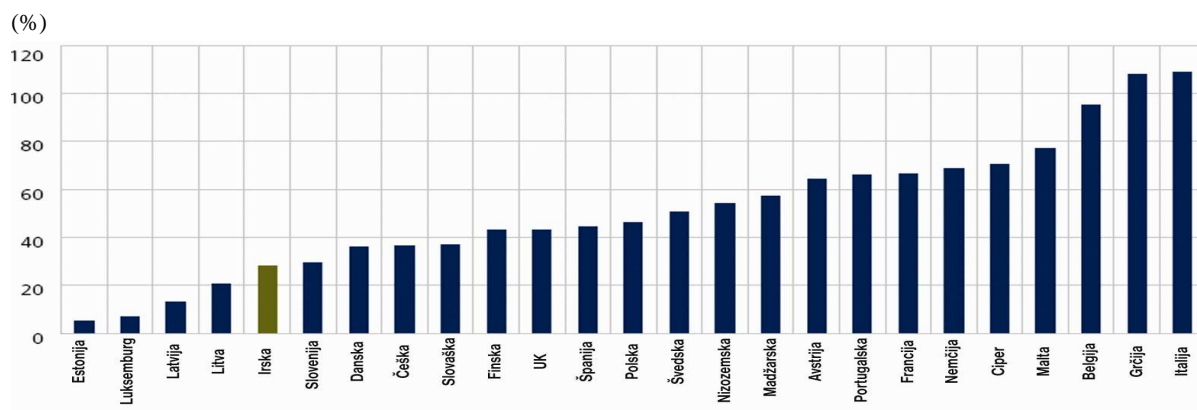
Pri vsem tem ne smemo pozabiti na tveganje, ki je pri tem navzoče. Tako se tudi Portugalska centralna banka ter ostali investitorji in finančni posredniki srečujejo z različnimi tveganji, in sicer s (Instituto de Gestão do Crédito Público, I.P., 2005, str. 85):

- stroškovnim tveganjem,
- tveganjem, povezanim s ponovnim financiranjem,
- tveganjem obrestne mere,
- valutnim tveganjem in
- kreditnim tveganjem.

7.3 *Irska*

Irska je ena od uspešnejših držav Evropske unije. Njen uspeh se kaže v državnem dolgu glede na bruto družbeni proizvod (BDP), ki znaša 27,8 % in je eden od najnižjih v Evropski uniji. Projekcije kažejo, da naj bi ostala na tej stopnji še naslednjih nekaj let. V sedmih letih od vpeljave evra (1. 1. 1999) se je ta stopnja znižala za 25 odstotnih točk. Kljub temu je še vedno ena najboljših držav članic Evropske unije. Od 25 držav članic imajo le še štiri države nižji odstotek dolga v BDP, kot ga ima Irska. Te so Luksemburg, Estonija, Litva in Latvija. Takoj za Irsko pa sledi Slovenija, ki se je uvrstila na šesto mesto. To je tudi dobro razvidno iz spodnje slike.

Slika 9: Prikaz državnega dolga v BDP med državami Evropske unije za leto 2005



Vir: Information memorandum Bank of Ireland, 2006, str. 14.

7.3.1 *Državna agencija za upravljanje zakladnice*

Državna agencija za upravljanje zakladnice (NTMA – National Treasury Management Agency) je bila ustanovljena leta 1990 z namenom, da si izposoja denar za zakladnice in za upravljanje z državnim dolgom. Deluje pod vodstvom ministrstva za finance. To ji je naložilo več funkcij. Torej skrbi za fond pokojnin, ocenjevanje obveznic, razvoj finančnih agencij, planiranje in razvoj ter različne finančne akte. Vodjo agencije določi minister za finance in je neposredno odgovoren ministru. Poleg tega ima agencija odbor za sprejemanje odločitev in ocenjevanje izvajanja funkcij. Z razvojem primarnih in sekundarnih trgov se je tudi agencija vedno bolj razvijala, v letu 2004 je opravila 34.000 transakcij (National Treasury Management Agency, 2005, str. 3 in 7).

Agencija je bila oblikovana tudi kot državna agencija za terjatve (SCA – State Claims Agency). Njen namen je, da poskrbi za (National Treasury Management Agency, 2005, str. 3 in 7):

- profesionalno in stroškovno učinkovito storitev pri odpravljanju škod, ki izhajajo iz osebne lastnine;
- organiziranje posvetovalnih storitev, katerih namen je zmanjševanje prihodnjih sporov.

Agencija se srečuje tudi z različnimi tveganji, in sicer: tržnim, operacijskim, likvidnostnim in sopogodbenim. Biti mora pripravljena na vsa ta tveganja in jih sproti reševati.

7.3.2 *Primarni trg na Irskem*

Obvezniški trg na Irskem ima osem primarnih dealerjev, ki jih je priznala NTMA. Ta določa minimalno in maksimalno ceno obveznic. Na tem trgu je tudi veliko borznih posrednikov, ki sprejemajo naročila strank. Primarni dealerji naredijo kar 95 % celotnega prometa. Razdelimo jih v dve skupini. V prvi so mednarodni, v drugi pa domači primarni dealerji. *Mednarodni primarni dealerji* so naslednji: ABN AMRO (London & Amsterdam), Barclays Capital (London), Citigroup Global Markets Limited (London), Calyon Corporate and Investment Bank (Pariz & London), Deutsche Bank (Frankfurt in London), HSBC – CCF (Pariz & London), The Royal Bank of Scotland (London). V skupino *domaćih primarnih dealerjev* se je uvrstila le The Royal Bank of Scotland (London) (National Treasury Management Agency, 2005, str. 18).

Vsi primarni dealerji so člani Irske borze, na kateri kotirajo irske državne obveznice. Prav tako so člani EuroMTS in MTS Ireland. Imajo ekskluzivno pravico do vstopa na NTMA-avkcijo obveznic ter lahko uporabijo repo in povratni repo kot pripomoček pri poslovanju. Tega NTMA priskrbi za poslovanje z državnimi obveznicami. Nikakor pa ne smemo pozabiti na eno izmed glavnih funkcij te agencije. To je zavezanost k povratnemu odkupu državnih obveznic od njenih primarnih dealerjev.

7.3.2.1 Elektronsko poslovanje – EuroMTS in MTS Ireland

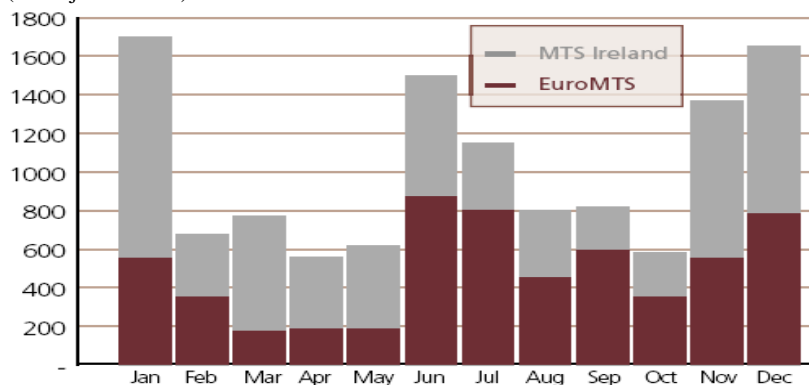
Na EuroMTS je 14 udeležencev, ki skupaj ustvarjajo trg z državnimi obveznicami. V glavnem je to osem primarnih dealerjev, ki sem jih naštel v zgornjem odstavku; poleg teh pa še pet institucij: Bayerische HVB, Capital Rome, Dresdner Bank (Frankfurt), Fortis Bank (Bruselj) in Union Bank of Switzerland (London) (Spletne strani in javno dostopni podatki EuroMTS, 2006).

Kotacija državnih obveznic na MTS je Irski centralni banki prinesla več koristi. Tako se jim je močno povečal in izboljšal promet, transparentnost cen in likvidnost. Omejile so se jim zahteve za ponudbo obveznic, s čimer so postale bolj privlačne investitorjem, pa tudi zaradi nižjih stroškov trgovanja (National Treasury Management Agency, 2005, str. 18; Spletne strani in javno dostopni podatki EuroMTS, 2006).

Promet z državnimi obveznicami na Irski borzi v letu 2004 je znašal 72,3 milijarde evrov in je bil enak povprečnemu prometu med letoma 2001 in 2003. Močno povečanje prometa pa so zabeležili z začetkom poslovanja na EuroMTS in MTS Ireland. Tako je združen promet na EuroMTS in MTS Ireland v letu 2004 znašal 12,3 milijarde evrov (National Treasury Management Agency, 2005, str. 21; Spletne strani in javno dostopni podatki EuroMTS, 2006).

Slika 10: Prikaz MTS-prometa z irskimi državnimi obveznicami leta 2004 na Irski borzi

(v milijonih evrov)



Vir: National Treasury Management Agency, 2005, str. 21.

7.3.3 Repo posli na Irskem

Primarnim dealerjem priskrbi agencija NTMA repo in povratne repo posle. Takšno poslovanje jim omogoča izposojanje obveznic ali denarja za kratkoročno kritje. V zadnjem času je zelo priljubljen način poslovanja, saj omogoča veliko zaščito, predvsem pri izvajanju tekočih in učinkovitih operacij na obvezniškem trgu (National Treasury Management Agency, 2005, str. 22).

Obračun in poravnava državnih obveznic v Euroclearu

Obračun in funkcijo poravnave za irske državne obveznice opravlja Euroclear Bank (Bruselj). Irska centralna banka pa skrbi za register lastnikov obveznic. Poravnava obvezniških poslov se opravlja na osnovi T + 3 (poravnava v treh delovnih dneh od sklenitve posla) (National Treasury Management Agency, 2005, str. 22).

7.3.4 Sekundarni trg

Agencija NTMA prav tako skrbi za sekundarni trg, ki je ločen od primarnega trga. Na njem trguje z obveznicami ostalih tržnih udeležencev. Njegova vloga je, da priskrbi likvidnost trgu in da odigra pomembno vlogo pri pridobivanju informacij za NTMA. Na njem so v letu 2004 trgovali z državnimi obveznicami v vrednosti 86 milijonov evrov, te so jim prinesle za 3,5 milijarde evrov prometa. Tako v celoti predstavljajo 5-odstotni delež na Irski borzi. Ta trg skrbi za 2,8 milijarde evrov čistega premoženja. Tako je v fond pokojnin v letu 2004 prinesel 1 milijardo evrov in v fond socialnega zavarovanja kar 1,6 milijarde evrov (National Treasury Management Agency, 2005, str. 23).

7.4 Finska

Za visoko gospodarsko rast je potreben dobro organiziran in delujoč finančni sistem. Osnovna naloga finančnega sistema je prenašanje sredstev od tistih ekonomskih enot s presežkom k tistim, ki imajo izgubo. S pridružitvijo Finske evropskemu ekonomskemu področju leta 1994 je prišlo do korenitih sprememb v njihovem finančnem in pravnem sistemu. Finska je morala čim hitreje prilagoditi svojo zakonodajo o finančnih trgih evropskim direktivam. Evropska unija si je že dalj časa prizadevala za uvedbo *programa o notranjem evropskem trgu*. Ideja tega programa je v prostem pretoku blaga, ljudi, storitev in kapitala. Vse to bi lahko dosegli s poenoteno zakonodajo v vseh članicah Evropske unije, s čimer bi si tudi olajšali poslovanje z repo posli. Tako se mora danes vsak pozanimati o zakonih, ki veljajo v drugi državi, preden se odloči za vstop na njihov trg (Annual Report Bank of Finland, 2004–2005, str. 12).

7.4.1 Primarni trg Finske

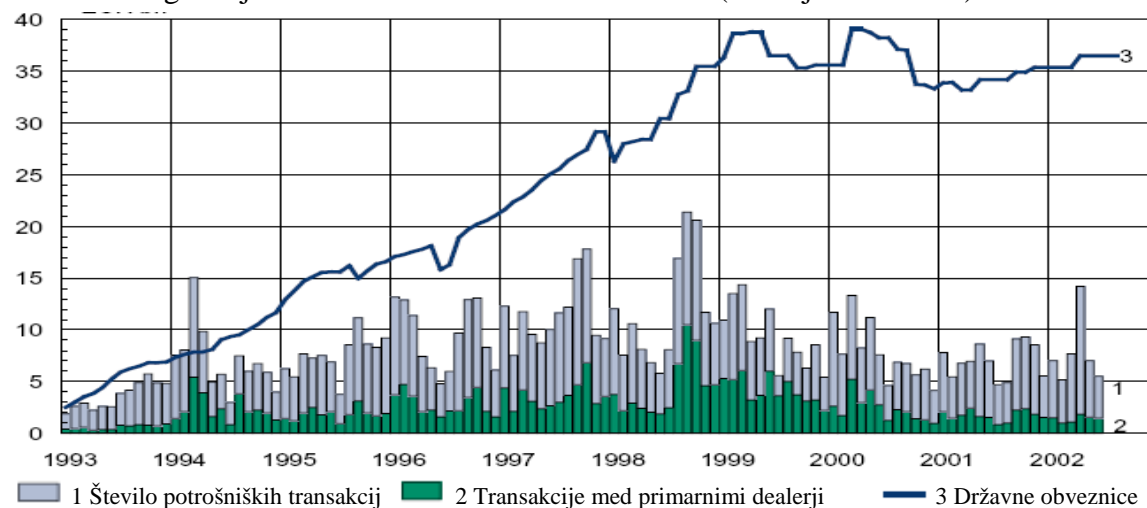
Sistem primarnih dealerjev je bil razvit leta 1992 z namenom, da bi se sekundarni trg lahko ohranjal in razvijal. Primarni dealerji so zadolženi za ohranjanje sekundarnega trga z državnimi obveznicami. Prav tako so zadolženi, da sodelujejo pri avkcijah obveznic, ki jih organizira državno zakladništvo (Finnish financial markets, 2003, str. 58).

Skupina, ki jo sestavljajo primarni dealerji, se je v zadnjih letih močno spremenila. Tako so sprva v njej sodelovali pretežno finski dealerji, z ustanavljanjem franšiz tujih podjetij na Finskem pa se je struktura močno spremenila. Danes je na Finskem registriranih 10 primarnih dealerjev: Alfred Berg Finland (ABN Amro), Barclays Capital, BNP Paribas, Deutsche Bank, Merrill Lynch International, Nordea, OKO Bank, Schroder Salomon Smith Barney,

Skandinaviska Enskilda Banken in Svenska Handelsbanken (Finnish financial markets, 2003, str. 58).

Učinkovitost sistema primarnih dealerjev lahko ocenjujemo z zagotavljanjem tržne likvidnosti. Trend trgovanja z državnimi obveznicami se je med letoma 1992 in 1998 samo še stopnjeval. V začetku leta 1999 so se količine začele počasi zmanjševati, kar zadeva transakcije s kupci in transakcije med primarnimi dealerji. To je tudi razvidno iz Slike 11.

Slika 11: Trgovanje s finskimi državnimi obveznicami (v milijardah evrov)



Vir: Finnish financial markets, 2003, str. 59.

7.4.1.1 Razvoj skupnega obvezniškega trga

Združen obvezniški trg ima zelo pomembno vlogo na mednarodnih trgih. Poleg tradicionalnih bančnih posojil je ta instrument postal pomembno orodje za podjetja. Pomen in razvoj skupnega obvezniškega trga sta začela vse bolj naraščati na ameriških trgih in ponekod v Evropi. Prav tako se je njegov razvoj začel vse bolj stopnjevati tudi na Finskem, vendar v primerjavi z ostalimi državami še ne v takšnem obsegu, za kar je več razlogov. Eden je ta, da je zelo malo finskih podjetij dovolj velikih, da lahko zagotovijo likvidnost svojih obveznic. Drugi razlog pa je posledica dramatičnega dviga cen delnic v letu 1990 (Annual Report Bank of Finland, 2004–2005, str. 54).

Z uvedbo evra se je povečalo število finančnih virov za podjetja, kljub temu pa je enotna valuta začela povečevati vrzel med malimi in velikimi podjetji, kar zadeva dostop do finančnih virov. Tako lahko velika podjetja vstopajo na velike mednarodne trge, medtem ko so domača mala podjetja odvisna le od domačega trga. Leta 2000 so finska podjetja doživela vrhunec pri izdajanju obveznic. Glavni razlog je bil v veliki rasti finančnega sektorja. Nekatere državne obveznice so izdane srednjeročno. S tem so si pridobile veliko daljšo dospelost, kot pa je dospelost običajnega vrednostnega papirja. Tako prinaša ponudba za srednjeročne obveznice nižje stroške, vendar dospelost teh obveznic traja do največ 15 let (Annual Report Bank of Finland, 2004–2005, str. 62).

7.4.1.2 *Trg zakladnih menic*

Zakladne menice so kratkoročne, odkupi jih država po nominalni vrednosti na dan dospelosti. Izdajanje ureja državna zakladnica. Z vpeljavo evra se je povečala tržna količina, pa tudi število udeležencev in finančnih investorjev. V prvih letih od vpeljave evra so domače banke izgubile večino prevlade na trgu. Tako so tuje banke prevzele prek 75 % trga in ta delež še vedno raste. Pojavila se je še ena sprememba. Pred prevzemom evra je državna zakladnica imela eno ali dve avkciji na mesec. Zakladne menice so ponujali po dveh ali treh različnih dospelostih. Odkupni datumi so bili omejeni na en dan v mesecu. Po uvedbi nove metode izdajanja je celoten proces postal fleksibilnejši. S tem mislim predvsem na to, da omogoči dobavo na isti dan, tudi če so datumi odkupa za različne dospelosti. Na začetku leta 2001 je državno zakladništvo uvedlo še nekaj sprememb, ki so se nanašale na metodo izdajanja. S to metodo so povečali tržno likvidnost za zakladne menice. Tako je danes samo en odkupni dan na teden, pred spremembo pa jih je bilo lahko več (Finnish financial markets, 2003, str. 44).

Kljub zmanjšanju državnih potreb so zakladne menice ostale nespremenljive in stabilne. Državno zakladništvo uporablja menice za urejanje denarnega toka in za različne ustanovitvene namene. Obdržali so zakladne menice na tisti stopnji, ki je še v interesu investorjev. Ob koncu leta 2001 je promet z zakladnimi menicami znašal celo 6,8 bilijona evrov.

7.4.2 *Repo trg*

Po uvedbi evra je na finski bančni sistem vplivalo več dejavnikov. Eden izmed njih je tudi povečanje aktivnosti na repo trgu. Te aktivnosti so še vedno v zgodnji fazi, saj je količina repo transakcij med finskimi bankami zelo majhna. Repo posel je največkrat sklenjen med primarnim dealerjem in državno zakladnico. Pri tem si lahko primarni dealer izposodi določeno obveznico po posebnih posojilnih pogojih od državne zakladnice. Namen tako izpeljanega repo posla je v preprečevanju nepotrebnih cenovnih fluktuacij in za pospeševanje tržne likvidnosti (Annual Report Bank of Finland, 2004–2005, str. 41 in 67).

Finska uporablja repo posle pri trgovanju z državnimi posojili na sekundarnem trgu. Poleg tega se repo posli uporabljajo tudi med borznimi posredniki in investitorji. Tako si borzni posrednik izposodi državne obveznice od investitorja, ta pa mora poravnati še razliko med nakupno in prodajno ceno. Ta način repo poslovanja se ni razvil po pričakovanjih. Tako se z njimi posluje še vedno v majhnih količinah, medtem ko je drugod v Evropi povsem drugačna slika (Annual Report Bank of Finland, 2004–2005, str. 41 in 67).

Razlog za slab razvoj repo trga na Finskem je v tem, da se finski trg močno razlikuje od evropskega. V primerjavi z ostalimi evropskimi bankami finske banke zelo skromno sodelujejo na repo trgu, saj raje investirajo v depozite, ker se z njimi lažje upravlja. Nikakor

pa ne smemo pozabiti na še eno zelo veliko težavo, ki vpliva na evropski repo trg. Ta težava se kaže v veliki področni oddaljenosti med posameznimi trgi.

7.4.3 *Sekundarni trg na Finskem*

Obveznice se prodajajo tako na primarnem kot tudi na sekundarnem trgu, vendar med njima obstaja razlika. Na primarnem so obveznice prodane investitorjem z namenom zbiranja financ za izdajatelje, na sekundarnem pa se trguje z obstoječim finančnim premoženjem in tako neposredno ne vključuje financiranja. Povedano z drugimi besedami: na primarnem trgu prodajajo in izdajajo nove obveznice investitorjem, medtem ko na sekundarnem z njimi trgujejo investitorji med seboj. Na tem trgu se trguje z večino obveznic. Razvoj takšnega trga je odvisen od obsega izdaje obveznic. Na Finskem so vsi sekundarni trgi OTC-trgi (angl. over the counter – trg z državnimi obveznicami), ker je obveznica posojilo za izdajatelja, njena cena pa je odvisna od tveganja (Finnish financial markets, 2003, str. 70).

Dobro delujoč sekundarni trg izboljša ekonomsko alokacijo virov in tveganja. Čeprav likvidnost sekundarnega trga prinese dolgoročno financiranje virov za podjetja in investitorje, lahko ponuja tudi kratkoročne investicijske možnosti. Učinkovita borza tudi izboljša tok informacij od menedžerjev do delničarjev. Na to temo je bila narejena tudi študija, ki je pokazala, da so države z najbolj razvitim in likvidnim trgom dosegle višjo realno rast dolgoročno (Finnish financial markets, 2003, str. 75).

V zadnjih desetih letih se je borza na Finskem močno razvila. Delnice so postale pomemben vir financiranja za podjetja. Tudi mednarodni dejavniki, vključno z globalizacijo, internacionalizacijo podjetij, staranjem prebivalstva in spremenjenim odnosom do delniškega investiranja, so vplivali na razvoj borze. Nastanek EMU (Ekonomska in monetarna unija) je po eni strani prinesel okrepljene učinke mednarodnih trendov na sekundarne trge, po drugi pa je izničil tveganja, povezana z deviznimi tečaji. Z izničenjem tveganja pri deviznih tečajih se je povečalo število investitorjev tako znotraj kot tudi zunaj meja Evropske unije (Finnish financial markets, 2003, str. 72).

Finska je ena izmed držav, ki daje velik poudarek sekundarnemu trgu. Zato vse več finskih podjetij kupuje delnice na borzi. Finska borza se imenuje HEX (Helsinki Exchange). Povprečna cenovna fluktuacija na Finskem v letu 2002 je bila večja, kot je bila globalna. Tako lahko vidimo, da je Finska borza zelo pomembna za domačo ekonomijo (Priloga 6 in 7) (Finnish financial markets, 2003, str. 74).

7.5 *Italija*

Italija sodi v skupino najbolj razvitih držav. Italijanski finančni sistem je dokazal, da je dovolj dober, da s podaljšanimi fazami gospodarskih nihanj ohranja stabilnost. V letu 2004 so imela italijanska podjetja praktično nespremenjeno dobičkonosnost v primerjavi z letom poprej. Tako je bila njihova finančna izguba skromna v primerjavi z znižanjem stroškov obresti, kar je spodbudilo samofinanciranje. Pri tem so italijanske banke ohranile enake posojilne pogoje in nizko obrestno mero. Tako se je povečalo število kreditov končnih uporabnikov. Kar pa je v nasprotju s proizvodnimi podjetji, kjer prihaja do skrčenja kreditov. To se kaže zlasti pri podjetjih, ki so dosegala nižjo produktivnost, kot je bila v letu 2003.

Posojanje denarja malim podjetjem se je v letu 2004 močno povečalo, medtem ko so velika podjetja manj povpraševala po kreditih. Glavni razlog za zmanjšanje povpraševanja je bil v tem, da so podjetja del svojih sredstev porabila za nakupe na delniškem trgu (Annual Report Bank of Italy, 2004–2005, str. 150).

Zmanjševanje produktivnosti je povzročilo zmanjšanje kreditnega povpraševanja proizvodnih podjetij. Pri storitvenih in gradbenih podjetjih ter pri podjetjih na jugu Italije pa je bila slika ravno nasprotna. Ta podjetja in tudi končni uporabniki so vedno več povpraševali po kreditih. Seveda so bili nameni, za kaj so porabili kredite, različni. Končni uporabniki so v glavnem jemali kredit za nakupe nepremičnin in drugih dobrin (Annual Report Bank of Italy, 2004–2005, str. 168).

7.5.1 *Primarni trg*

Zmanjšanje poslovanja ni vplivalo ne na likvidnost ne na učinke MTS-denarnega trga (Mercato telematico dei titoli di Stato – sekundarno trgovanje z državnimi obveznicami). Ta je zabeležil zmanjšanje v ponudbi in povpraševanju. Kljub temu da se je zmanjšalo število tržnih udeležencev, je konkurenca ostala živa. To pomeni, da se je povečalo tako število posrednikov, ki uporabljajo centralne storitve, kot tudi promet na trgu, ki se je še dodatno razširil.

MTS-denarni trg je močno likviden čez vsak trgovni dan, vendar se število udeležencev na tem trgu zmanjšuje. Trend zmanjševanja je viden tudi v ostalih evropskih državah. Tako se je v letu 2004 število teh udeležencev v Italiji zmanjšalo s 141 na 130, število primarnih dealerjev pa s 33 na 31. Primarni dealerji v BOT (Buoni ordinari del Tesoro – zakladne menice) so bili predstavljeni šestim italijanskim bankam. Namen te predstavitve je ta, da povečajo fleksibilnost in likvidnost tistih obveznic, s katerimi se manj trguje (Annual Report Bank of Italy, 2004–2005, str. 260).

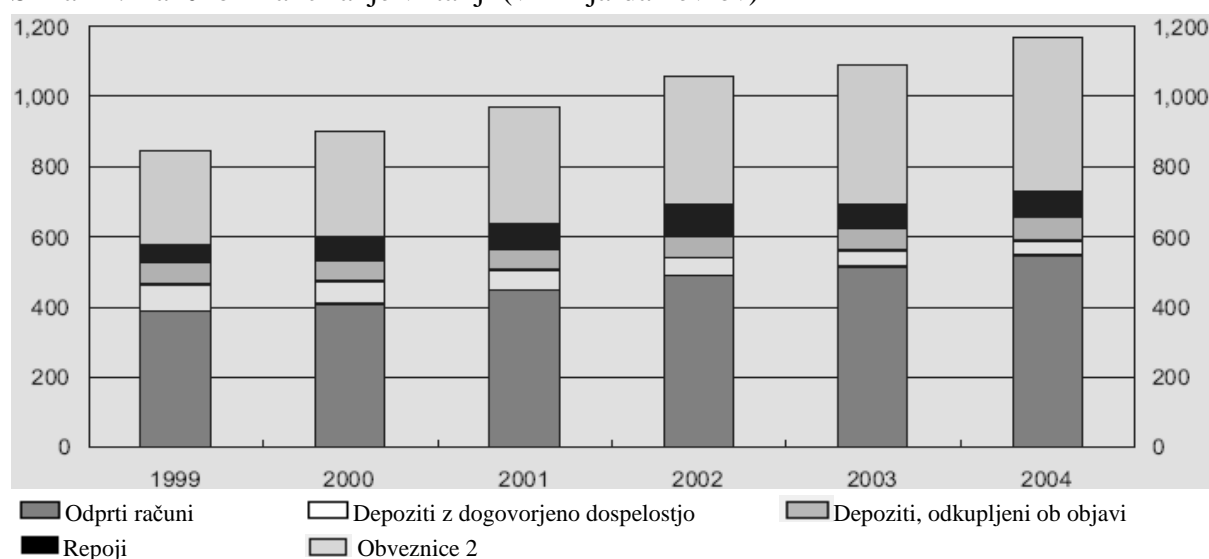
7.5.2 Poslovanje na repo trgu

Vsak teden nekaj sto evropskih bank sodeluje na repo avkcijah v evropskem sistemu. Imenujemo ga MRO (Main Refinancing Operation – repo avkcije v evropskem sistemu). Ta sistem prenese denar od rezerv v bančni sistem. Tako je MRO z nekaj več kot 100 ponudniki in z nakazili, ki presegajo 250 milijard evrov, ena največjih avkcij na svetu. Poleg tega deluje decentralizirano in je primarni instrument za implementacijo posamezne denarne politike. Pri tem ne smemo pozabiti na primarno nalogo evropskega sistema. Ta je povezati evropski denarni trg. Kljub temu pa so se banke lahko prilagodile posameznemu trgu. Tako so v Nemčiji, Avstriji in na Finskem zadružne banke in hranilnice, medtem ko so v Franciji, Italiji in Španiji banke, pri katerih imamo velik dostop do kapitalskih sredstev (Temi di discussione, 2005, str. 7–10).

Pet najboljših primarnih dealerjev (trije izmed njih so italijanska podjetja) je v letu 2004 skrbelo za 30 % celotnega prometa. V letu 2003 pa so skrbeli za 39 %. Če pogledamo malo širše, lahko vidimo, da deset najboljših primarnih dealerjev skrbi za 51 % celotnega prometa. V letu 2003 je ta številka znašala 63 %. Razdelitev po tipu obveznic prav tako kaže večjo tržno razpršenost. Tako je pet najboljših obveznic prineslo 15 % prometa, v letu 2003 pa 22 % prometa. Če pa vzamemo deset najboljših obveznic, vidimo, da so naredile 26 % prometa. V letu 2003 je ta delež znašal 35 % celotnega prometa (Temi di discussione, 2005, str. 7–10).

Domače bančno financiranje se je v letu 2004 povečalo za 7,2 % v primerjavi z evropskimi državami. Ta dvig je bil v primerjavi z letom 2003 posledica večje izdaje obveznic (za 10,8 %) in večjega repo poslovanja (za 4,7 %). Prav tako je prišlo do povečanja v depozitih za 6,2 % (3/5 od tega pripisujejo na račun končnih uporabnikov) (Slika 12) (Annual Report Bank of Italy, 2004–2005, str. 176).

Slika 12: Bančno financiranje v Italiji (v milijardah evrov)



Vir: Annual Report Bank of Italy, 2004, str. 176.

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

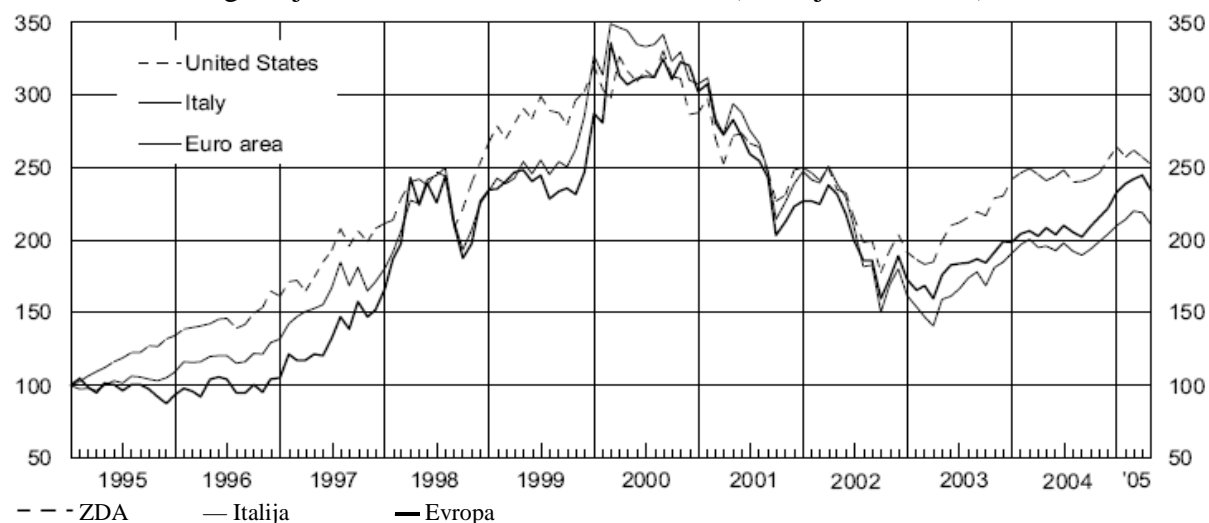
- prehod na elektronsko poslovanje, s čimer se je zmanjšalo kreditno tveganje;
- poslovanje je skoncentrirano na krajšo dospelost.

7.5.3 Sekundarni trg

Borzno trgovanje je raslo od poletja 2004 pa vse do aprila 2005. Rast cen delnic je bila posledica padca realne dolgoročne obrestne mere in zmanjšanja števila investitorjev, ki niso bili naklonjeni tveganju. Največja rast cen delnic je bila v Italiji, k čemur je pripomoglo trgovanje z delnicami telekomunikacijskih in energijskih podjetij.

Na Sliki 13 vidimo relativno stabilno rast cen delnic od sredine leta 2003. Največjo rast so zabeležili v Italiji in Španiji (17 % in 19 %), bolj omejena pa je bila v Nemčiji in Franciji (8 % in 7 %). Cene delnic v Angliji in Ameriki so rasle po 9 %, na Japonskem po 10 % (Annual Report Bank of Italy, 2004–2005, str. 198).

Slika 13: Prikaz gibanja delniških cen na koncu meseca (v milijardah evrov)



Vir: Annual Report Bank of Italy, 2004, str. 204.

Delnicam se je torej povečevala donosnost naložb v prvih treh mesecih leta 2005, preden so njihove cene močno padle v aprilu istega leta. Torej so bile v prvih štirih mesecih cene delnic praktično nespremenjene na celotnem evropskem trgu, z izjemo Francije, Italije, Španije in Nemčije (Annual Report Bank of Italy, 2004–2005, str. 204).

8 MOŽNOST RAZVOJA REPO TRGA V SLOVENIJI

Pri razvoju repo trga je bilo v Sloveniji že veliko narejenega in spremenjenega. Tako so v KDD že prilagodili informacijski sistem evropskemu. Treba je bilo prilagoditi zakonodajo

evropskim direktivam. S predlogi o prenovi zakonodaje so na Ministrstvu za finance in v Banki Slovenije začeli že leta 2003. Leta 2006 so že uvedli elektronsko poslovanje s KDD, s čimer je poslovanje postalo enostavnejše, fleksibilnejše in hitrejše. Prav tako se mora KDD povezati s Clearstreamom ali z Euroclearom. Tako bo postalo poslovanje za tuje investitorje bolj privlačno, saj bo varnejše in preprostejše. S tem mislim predvsem na varen prenos denarja in vrednostnih papirjev od ene stranke k drugi (Spletne strani in javno dostopni podatki KDD, 2006).

Pri prenovi zakonodaje in informacijskega sistema za nemoteno poslovanje z repo posli je KDD sodelovala že leta 2003. Takrat je pripravila ureditev pravnih razmerij med Družbo za upravljanje investicijskih skladov in skrbniškimi bankami ter ponudila dopolnjene storitve v obstoječi infrastrukturi. Tako je na zahtevo Banke Slovenije pripravila sočasno izpolnitev obveznosti iz naslova repo poslov kot podsklop sistema OTC–DVP.⁹ KDD je nadaljevala prenavo vse do 6. 6. 2005, ko je uspešno vzpostavila popolnoma nov, kompleksen sistem centralnega registra z novo informacijsko infrastrukturo. Prednosti nove aplikacije temeljijo na sodobnem pristopu k storitveni usmerjevalni arhitekturi.

Te prednosti so: večja funkcionalnost, hitrejše in varnejše delovanje, obvladljivost sistema ter možnost razširitve. Pri tem je zelo pomembno poudariti dejstvo, da je aplikacija rezultat njihovega lastnega razvoja (Spletne strani zgodovine KDD, 2006).

V KDD in Banki Slovenije so se zavedali vseh ovir, ki onemogočajo poslovanje z repo posli. Tako so 13. 2. 2006 naredili zadnjo nadgradnjo informacijskega sistema CRVP¹⁰ (aplikacija) in s tem omogočili varno poslovanje z repo posli. Staro funkcionalnost poslov OTC/repo poslov so zgolj preimenovali v posli OTC/posli TUVL.¹¹ Izvajanje repo poslov je tako omogočeno z uporabo t. i. funkcionalnosti poslov OTC/poslov TUVL. To je mehanizem, ki zagotavlja sočasno in netvegano izpolnitev sklenjenih poslov. Na tem področju je KDD prav tako že prilagodila svoje tarife (85 % popusta na obstoječe) (Interni vir Banke Slovenije).

Po podatkih Banke Slovenije (Interni vir Banke Slovenije) so v Sloveniji najbolj priljubljeni HIC-repo. Pri teh repojih prodajalec zadrži vrednostne papirje, s čimer ima nižje administrativne stroške, kupec pa večje tveganje in s tem večji donos. Uporabljajo se, ko gre za majhno količino in kratek čas (Snoj, 2001, str. 50). Glavno težavo za neuporabo repoja vidijo na Banki Slovenije v visokih stroških prekrižb vrednostnih papirjev, zaradi česar jih tudi na Ministrstvu za finance ne uporabljajo (Interni vir Banke Slovenije).

⁹ Sistem OTC-DVP – Pri tem sistemu gre za trgovanje pri okencu, pri katerem se poravnava izvede po metodi DVP (dostava proti plačilu).

¹⁰ CRVP (aplikacija) – Je računalniški program, ki je sestavni del informacijskega sistema centralnega registra.

¹¹ Posli OTC/posli TUVL – So preimenovani iz posli OTC/repo posli. To je mehanizem, ki omogoča sočasno in netvegano izpolnitev sklenjenih poslov.

Poleg HIC-repoja bi bilo vsekakor treba poudarjati tripartitni repo. Ta je v svetu najbolj priljubljena in najpogostejša oblika poslovanja z repoji. Glavni razlog za vse večjo uveljavljenost tripartitnega repoja je prisotnost tretje osebe, ki je največkrat klirinška hiša ali prodajalčeva stranka (Barclays Capital, 2002, str. 16). Menim, da je tripartitni repo v večini primerov boljši kot HIC-repo, zlasti če imamo opravka s posli večjih vrednosti; predvsem zaradi nižjih stroškov in večje varnosti. Kar zadeva varnosti, trdim, da je HIC-repo dokaj varen za prodajalca, saj ima ta vrednostne papirje na posebnem računu. Za kupca pa pomeni to večje tveganje. Lahko bi rekli, da je posel zastavljen na večjem zaupanju kupca. Pri tripartitnem repoju je tveganje porazdeljeno. Tu je vključena tretja oseba, ki sproži transakcije šele takrat, ko dobi vse papirje od obeh udeležencev repo posla. V tem primeru je večja odgovornost prav tretje osebe, saj ona preverja vsa nakazila.

8.1. Primerjava Slovenije s proučevanimi državami

V Sloveniji in na Portugalskem je država še vedno solastnica bank, v Franciji pa ima le še tradicionalno vlogo (Priloga 9). S tem mislim predvsem na to, da nima vpliva na oblikovanje denarnih in davčnih instrumentov (Agence France Trésor annual report, 2006, str. 48). Slovenijo lahko z gospodarskega vidika postavimo ob bok najbolj razvitim evropskim državam. Pri tem pa ne smemo pozabiti na proračunski primanjkljaj in državni dolg v BDP, ki sta med najnižjimi med proučevanimi državami (Priloga 9). Bolj skrb zbujujoča je Italija, saj presega vse zgornje meje. Njen državni dolg v BDP znaša celo okoli 110 %.

Iz Tabele 4 in 5 (str. 43) vidimo, kako imajo države, proučevane v diplomskem delu, urejene primarne in sekundarne trge. Francija in Italija imata poleg Nemčije najbolj razvite repo trge. Italija ima kar 31 primarnih dealerjev, od petih najboljših pa so kar trije domači. Drugače je pri ostalih državah, kjer je največ tujih primarnih dealerjev. Vsaka izmed držav ima svoj informacijski sistem, prilagojen poslovanju z Euroclearom in Clearstreamom, ter svojo klirinško agencijo, ki je povezana z ministrstvom za finance. Izjema je Slovenija, pri kateri lahko opazujemo veliko nerazvitost tako na primarnem kot tudi sekundarnem trgu. Repo poslovanje je prav tako v začetni fazi. Eden od razlogov so prav gotovo visoki stroški poslovanja, zato se Banka Slovenije ne odloča za njihovo uporabo (Interni vir Banke Slovenije). Tako je Banka Slovenije poslovala z obratnimi repo posli le v letih 2000 in 2002, v vseh ostalih letih pa za njih ni bilo zanimanja. Leta 2000 so znašali obratni repo posli 6,299 milijona tolarjev, v letu 2002 so prinesli skupni promet v vrednosti 1,148 milijona evrov. V letih 2001, 2003, 2004, 2005 in 2006 pa niso imeli nič prometa z njimi (Letno poročilo Banke Slovenije 2005, str. 81).

Tabela 4: Primerjava med proučevanimi državami v letu 2004

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

Vir: Agence France Trésor annual report, 2006, str. 8; Instituto de Gestão do Crédito Público, I.P., 2005, str. 19; National Treasury Management Agency, 2005, str. 3; Finnish financial markets, 2003, str. 70; Annual Report Bank of Italy, 2004–2005, str. 260; The electronic bond market, 2005, str. 23.

Tabela 5: Povprečni dnevni promet posamezne države in ocene likvidnosti na elektronsko-tržnih računalniških okoljih v Evropi (od januarja do avgusta 2004)

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

- ATS (angl. Automatic Trading System) – elektronski način poslovanja z repo posli.

Vir: The electronic bond market, 2005, str. 26.

V Tabeli 5 lahko vidimo, da sta Italija in Francija najbolj razviti na področju poslovanja z repo posli, saj znaša ocenjena velikost prometa v Franciji 12,2 milijarde evrov, v Italiji pa se giblje med 12 in 15 milijardami evrov. Količina ATS (Automatic trading system – elektronski sistem trgovanja z repo posli) in ATS-tržni delež sta prav tako največja v Italiji. Njihov tržni delež presega 80 %. Pri tem ne smemo pozabiti, da ima Italija najvišji odstotek v izdajanju državnih obveznic na primarnem trgu. Tako so med januarjem in avgustom leta 2004 izdali za kar 28 % več državnih obveznic na primarnem trgu kot leto prej. V primeru Slovenije je bila zadnja javna ponudba za izdajanje državnih obveznic na primarnem trgu leta 2000. Mislim, da si s tem delamo več škode kot koristi. Vsekakor bi bilo koristno uporabljati ta instrument, saj

z njim lahko vplivamo na instrumente za uravnavanje likvidnosti. Poleg tega lahko centralna banka z repoji signalizira usmeritev denarne politike in s tem pridobiva informacije o pričakovanih tržnih udeležencev glede denarne politike (Snoj, 2001, str. 55).

Kljub vsemu moram izpostaviti eno glavnih slabosti. To so vsekakor stroški. Ti niso nizki, saj kot odstotek od vrednosti posla naraščajo. To pomeni: večji kot je posel, višji bodo stroški. Menim, da bi morala KDD prav na tem področju storiti v prid udeležencem repoja tako, da zniža stroške pri repo poslovanju. So pa na drugi strani zelo dobro poskrbeli za varnost vseh transakcij, ki se opravijo. To so storili z uvedbo novega informacijskega sistema in z novimi zakoni, ki ščitijo vse udeležence pri repo poslih.

9 SKLEP

V diplomskem delu sem proučeval razvitost repo trgov v evrosistemu. Izbral sem pet držav, in sicer: Francijo, Portugalsko, Irsko, Finsko in Italijo. Za takšno skupino držav sem se odločil, ker sem želel ugotoviti razvitost repo trga v bolj in manj razvitih državah. Tako sem prišel do zanimivih rezultatov, ki sem jih primerjal s Slovenijo.

Finska in Italija imata dobro razvit sekundarni trg, vendar uporabljata manj repo poslov kot ostale proučevane države. Za države, ki imajo večjo uporabo repo poslov (Francija, Irsko, Portugalska), pa je značilno, da imajo dobro razvita primarni in sekundarni trg. V Sloveniji smo priča slabo razvitemu sekundarnemu trgu, saj se na njem dnevno ne opravi veliko poslov. Če bi želeli povečati uporabo repo poslov, bi morali pospešeno razvijati primarni in sekundarni trg.

Slovenija namenja preveč pozornosti HIC-repoju. Menim pa, da bi morali nameniti največ pozornosti tripartitnemu repoju, saj je z vseh vidikov varnosti in stroškov najboljše. To lahko opazimo tudi pri drugih državah, saj ga uporabljajo v največji meri. Ker je pri njem prisotna tretja oseba, je to najbolj sprejemljiv in varen način poslovanja. Tretja oseba nosi največjo odgovornost, saj mora poskrbeti za pravilen potek vseh transakcij. Tako odigra vlogo neodvisnega akterja, s čimer si obe stranki pridobita več zaupanja in se tako razbremenita odgovornosti. V Sloveniji bi morala vlogo tretje osebe prevzeti KDD in kot neodvisna institucija skrbeti za vse transakcije. Iz tega bi lahko povzel, da bi morala biti KDD še bolj prisotna in dejavna na tem trgu, saj kot posredna institucija nosi velik del odgovornosti za njegov razvoj.

Iz navedenega je razvidno, da nam le pravilna usmeritev države in njenih odgovornih institucij omogoči pospešeni razvoj repo trga. Veliko sta naredili Banka Slovenije in KDD, zato menim, da se z večjim vplivom KDD lahko doseže rast, ki bi bila primerljiva s Francijo, Irsko in Portugalsko.

LITERATURA

1. Bajraktarević Gregor: Začasni odkup deviz ali blagajniških zapisov BS kot instrument denarne politike BS. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 50 str., 5 str. pril.
2. Bruno G., Ordine M., Scalia A.: Temi di discussione. Banks participation in the Eurosystem auctions and money market integration. Del servizio studi, 2005. 56 str.
3. Fabozzi J. Frank: Securities Lending Repurchase Agreements. New Hope, 1997. 250 str.
4. Fabozzi J. Frank, Mann V. Steven: Securities Finance. Securities Lending and Repurchase Agreements. New Jersey, 2005. 351 str.
5. Ferjančič Cilka: Obračun in poravnava vrednostnih papirjev v državah Evropske unije. Prikaz in analize, Ljubljana, 5(2003), XI/1, str. 63–76.
6. Gast Frank, Plesser Andreas: Electronic repo. Euromoney Institutional Investor. New York, 2002. 5 str.
7. Jernejčič Marko: Začasna prodaja vrednostnih papirjev v svetu in pri nas. Bančni vestnik, Ljubljana, 2(1998), 1-2, str. 35–38.
8. Michael J. Fleming, Kenneth D. Garbade: The Repurchase Agreement Refined. New York, 6(2003), str. 1–7.
9. Mramor Dušan: Slovar poslovnofinančnih izrazov. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1999. 116 str.
10. Ribnikar Ivan: Denarni sistem in denarna teorija. 1. del: Denarni sistem (z dodatkom). Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1995. 336 str.
11. Ribnikar Ivan: Začasni nakupi (»reodkup«) vrednostnih papirjev ali deviz. Bančni vestnik, Ljubljana, (1995), 10, 50 str.
12. Snoj Alenka: Repo posli. Prikazi in analize, Ljubljana, 12(2001), IX/5, str. 47–63.
13. Vennet Rudi Vander: Cost and profit efficiency of financial conglomerates and universal banks in Europe. Journal of Money, Credit and Banking, 34(2002), str. 254–282.
14. Zajc Katarina: Bančni prevzemi in združitve po svetu in v Sloveniji. Bančni vestnik, Ljubljana, 47(1998), str. 2–6.
15. Repo posli – ceneje do kratkoročnih virov. Kažipot, Ljubljana, 2006, št. 32, 24 str.

VIRI

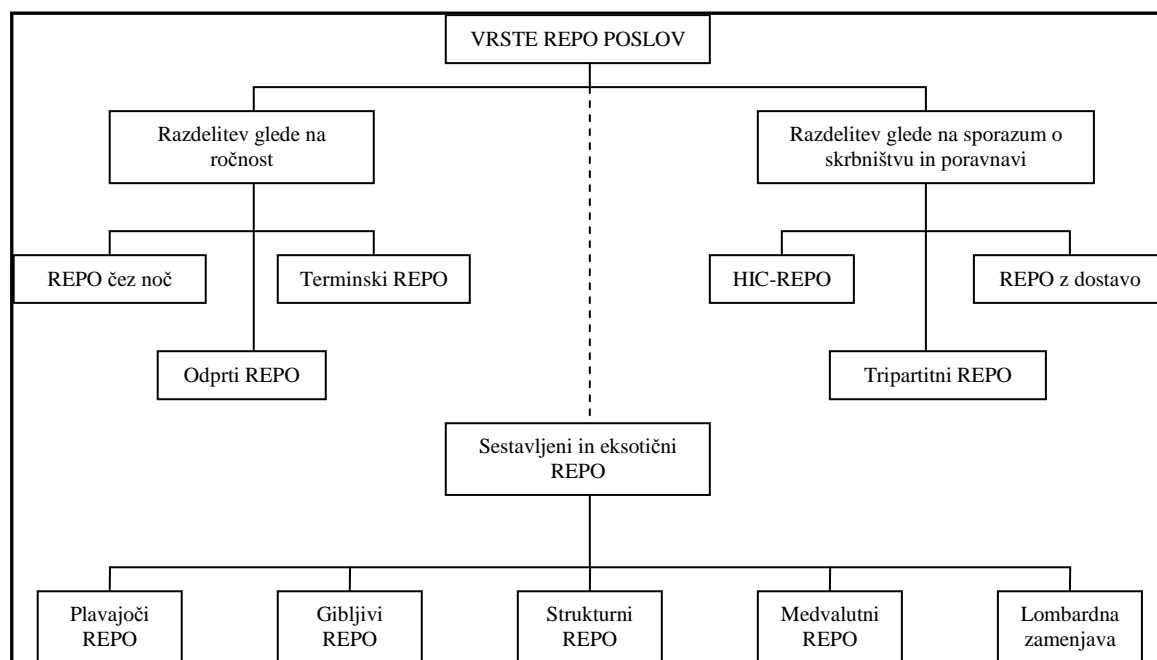
1. Agence France Trésor annual report 2004 – 2005. France : Agence France Trésor, 2006. 74 str.
2. Albreht Matjaž: Instrumenti denarne politike Banke Slovenije. Pripravniška naloga. Ljubljana : Banka Slovenije, Oddelek za centralno bančne operacije, 1994. 38 str.
3. Annual Report Bank of Finland. Bank of Finland, 2004. 119 str.
4. Annual Report Banque de France. Banque de France, 2002. 235 str.
5. Annual Report Bank of Italy. Ordinary general meeting of shareholders. Bank of Italy, 2004. 387 str.
6. EU Banking structures. Frankfurt : ECB, 2005. 65 str.
7. Finnish financial markets. Finland : Bank of Finland studies, 2003. 365 str.
8. Information memorandum Bank of Ireland. Ireland : Bank of Ireland, 2006. 56 str.
9. Instituto de Gestão do Crédito Público, I.P.: Government Dept Management. Annual Report 2004. Portugal : IGCP, 2005. 97 str.
10. Interni vir Banke Slovenije.
11. Interni vir KDD.
12. International Securities Finance: Another new dawn. Euromoney Institutional Investor. London, 2002. 10 str.
13. International Securities Finance: Tri-party gets stuck in the rough. Euromoney Institutional Investor. London, 2003. 8 str.
14. Izvajanje monetarne politike v Evro območju. Frankfurt : ECB, 2005. 104 str.
15. Kažipot, poslovno informativni časopis za podjetnike. Ljubljana : Nova Ljubljanska banka, d.d., 2006. 24 str.
16. Letno poročilo Banke Slovenije. Ljubljana : Banka Slovenije, 2005. 125 str.
17. Letno poročilo Banke Slovenije za leto 1996. Ljubljana : Banka Slovenije, 1997, 60 str.
18. Letno poročilo Banke Slovenije za leto 1997. Ljubljana : Banka Slovenije, 1998, 74 str.
19. Mesečni bilten. Frankfurt : ECB, 2005. 94 str.
20. National Treasury Management Agency. Report & Accounts. Ireland : NTMA, 2005. 133 str.
21. Poročilo o finančni stabilnosti. Ljubljana : Banka Slovenije, 2005. 196 str.
22. Poročilo o finančni stabilnosti. Ljubljana : Banka Slovenije, 2006. 180 str.
23. Postopki za nasprotne stranke v Eurosistemu. Korespondenčni centralnobančni model (CCBM). Frankfurt : ECB, 2005. 26 str.
24. Repo and Securities Lending. Product guide. Barclays Capital, 2002. 30 str.
25. Spletne strani in javno dostopni podatki Clearstreama.
[URL: http://www.clearstream.com/swing/dispatch/en/swing/swing_navigation/1000_about_clearstream/1100_who_we_are/1110_what_we_do], 1. 8. 2006.
26. Spletne strani in javno dostopni podatki EuroMTS.
[URL: <http://www.euromts-ltd.com/>], 30. 7. 2006.
27. Sklep o spremembi tarife KDD. Ljubljana : KDD, 2006. 27 str.
28. Spletne strani in javno dostopni podatki osebne izkaznice KDD.
[URL: http://www.kdd.si/o_kdd/osebna_izkaznica/], 25. 7. 2006.

29. Spletne strani in javno dostopni podatki zgodovine KDD.
[URL: http://www.kdd.si/o_kdd/zgodovinski_mejniki/], 25. 7. 2006.
30. Spletne strani in javno dostopni podatki NLB Skupine.
[URL: <http://www.nlb.si/cgi-bin/nlbweb.exe?doc=13404&SeS=662496614710229-11387703>], 10. 7. 2006.
31. Statistični podatki ECB. Kratek pregled. Nemčija: ECB, 2005. 8 str.
[URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/statbriefoverview2005sl.pdf>], 15. 8. 2006.
32. Statut KDD. Ljubljana : KDD, 2006. 12 str.
33. The electronic bond market 2005. An analysis of the electronic bond market in the Euro – zone. Frankfurt : BearingPoint GmbH, 2005. 39 str.
34. The Giovannini Group. Cross – border clearing and settlement arrangements in the European Union. Brussels : Giovannini Group, 2001. 95 str.

PRILOGE

PRILOGA 1: Vrste repo poslov	1
PRILOGA 2: Distribucija državnih obveznic s fiksno stopnjo.....	1
PRILOGA 3: Prikaz gibanja primarnih dealerjev	2
PRILOGA 4: Prikaz gibanja CEDIC (Special Certificates of Government Debt – instrument za spremljanje denarnega ravnovesja).....	2
PRILOGA 5: Prikaz gibanja certifikatov varčevanja (SC – Saving Certificates).....	3
PRILOGA 6: Kotiranje delnic glede na BDP po državah za leto 2002	3
PRILOGA 7: Promet z delnicami na kapitalskem trgu v letu 2002.....	4
PRILOGA 8: Eonia	4
PRILOGA 9: Primerjava med proučevanimi državami v letu 2004	6
PRILOGA 10: Obračun nadomestil pri repo poslih z državnimi vrednostnimi papirji	6
PRILOGA 11: Okvirni izračun repo poslov pri KDD	7
PRILOGA 12: Povzetek pravnih instrumentov, ki se uporabljajo v Evropski uniji	8
PRILOGA 13: Razlaga kratic	9

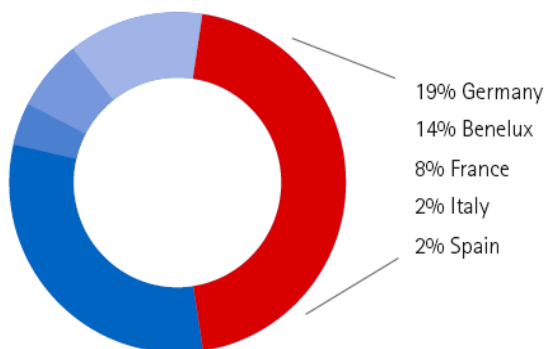
PRILOGA 1: Vrste repo poslov



Vir: Fabozzi, 1997, str. 1-39.

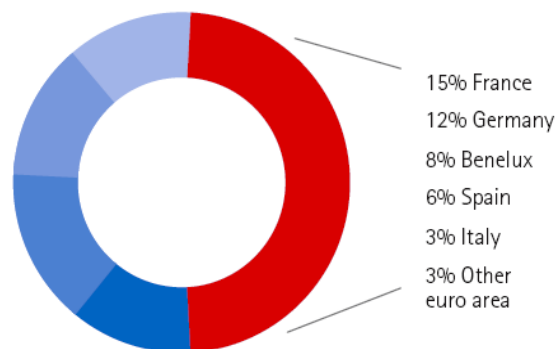
PRILOGA 2: Distribucija državnih obveznic s fiksno stopnjo

1999



- Evropska unija brez Portugalske 46 %
- Portugalska 31 %
- VB 4 %
- Azija 7 %
- Ostali 13 %

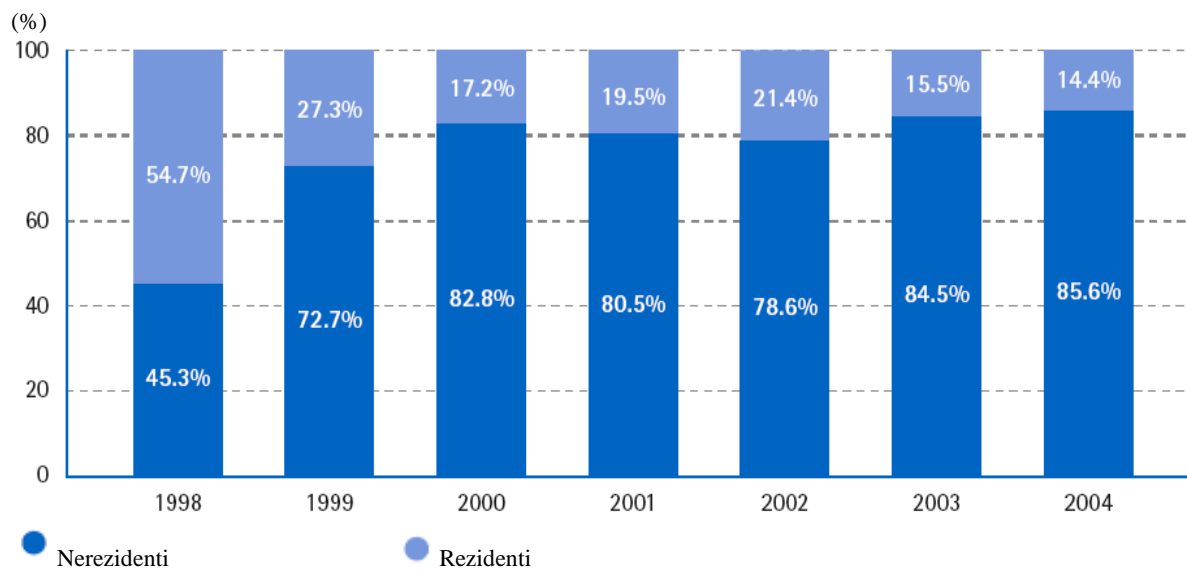
2003-2004



- Evropska unija s Portugalsko 48 %
- Portugalska 12 %
- VB 15 %
- Azija 13 %
- Ostali 13 %

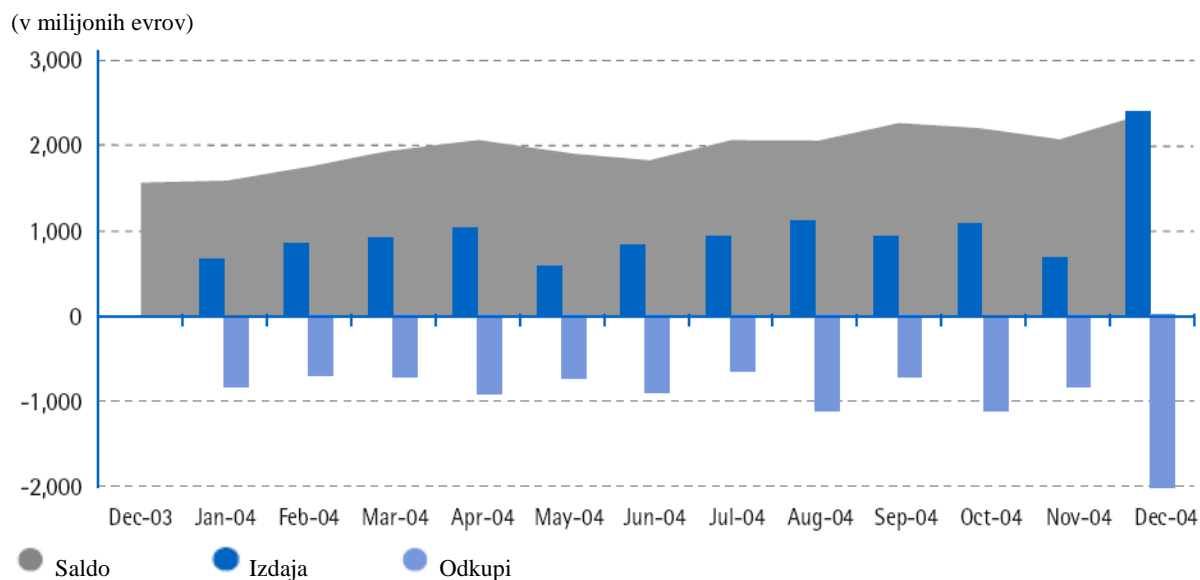
Vir: Instituto de Gestão do Crédito Público, I.P., 2005, str. 42.

PRILOGA 3: Prikaz gibanja primarnih dealerjev



Vir: Instituto de Gestão do Crédito Público, I.P., 2005, str. 46.

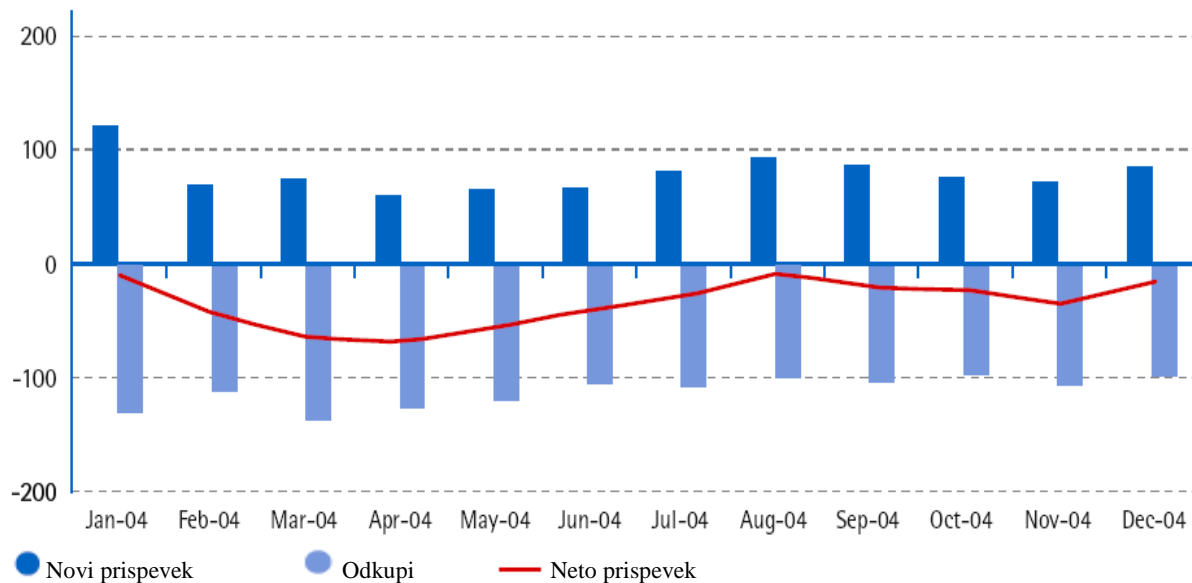
PRILOGA 4: Prikaz gibanja CEDIC (Special Certificates of Government Debt – instrument za spremljanje denarnega ravnovesja)



Vir: Instituto de Gestão do Crédito Público, I.P., 2005, str. 70.

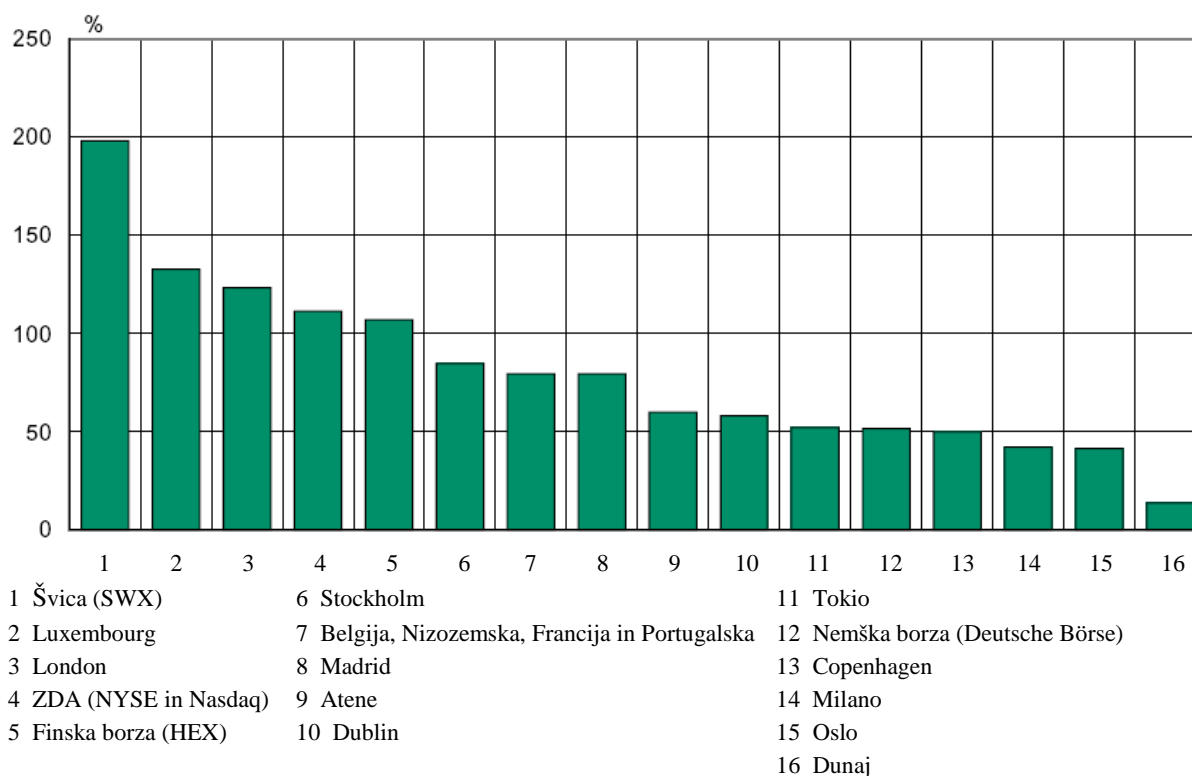
PRILOGA 5: Prikaz gibanja certifikatov varčevanja (SC – Saving Certificates)

(v milijonih evrov)



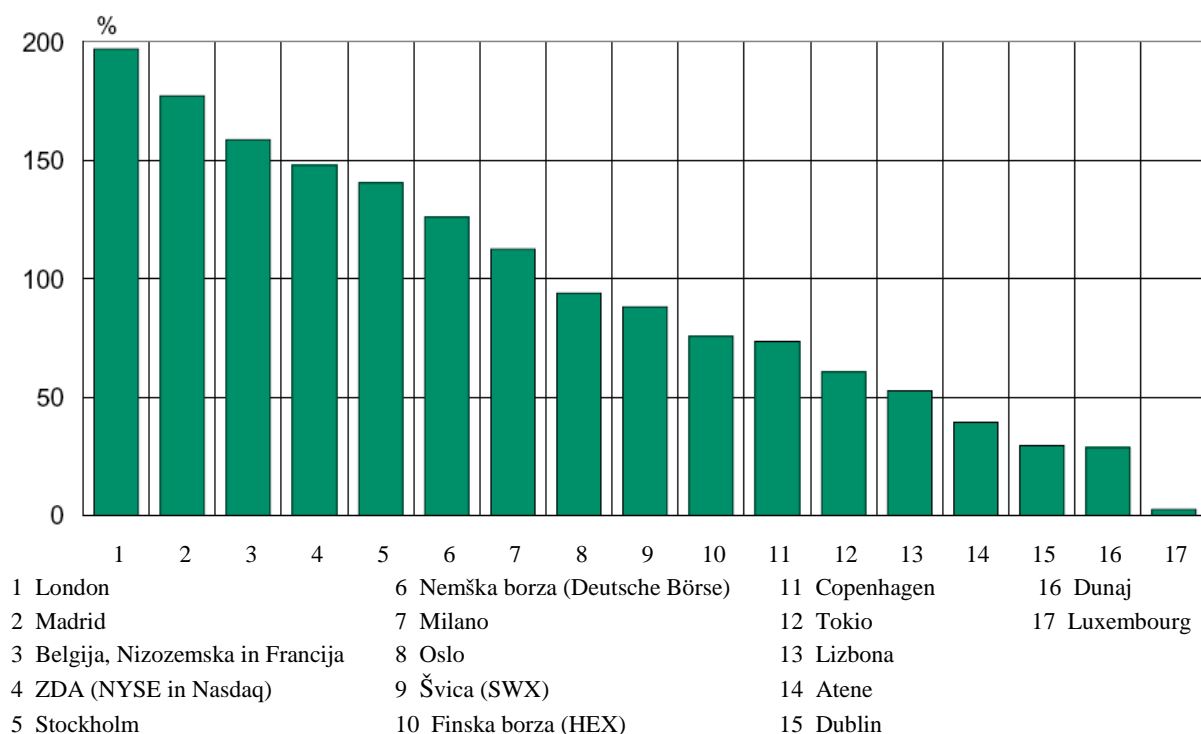
Vir: Instituto de Gestão do Crédito Público, I.P., 2005, str. 70.

PRILOGA 6: Kotiranje delnic glede na BDP po državah za leto 2002



Vir: Finnish financial markets, 2003, str. 73.

PRILOGA 7: Promet z delnicami na kapitalskem trgu v letu 2002



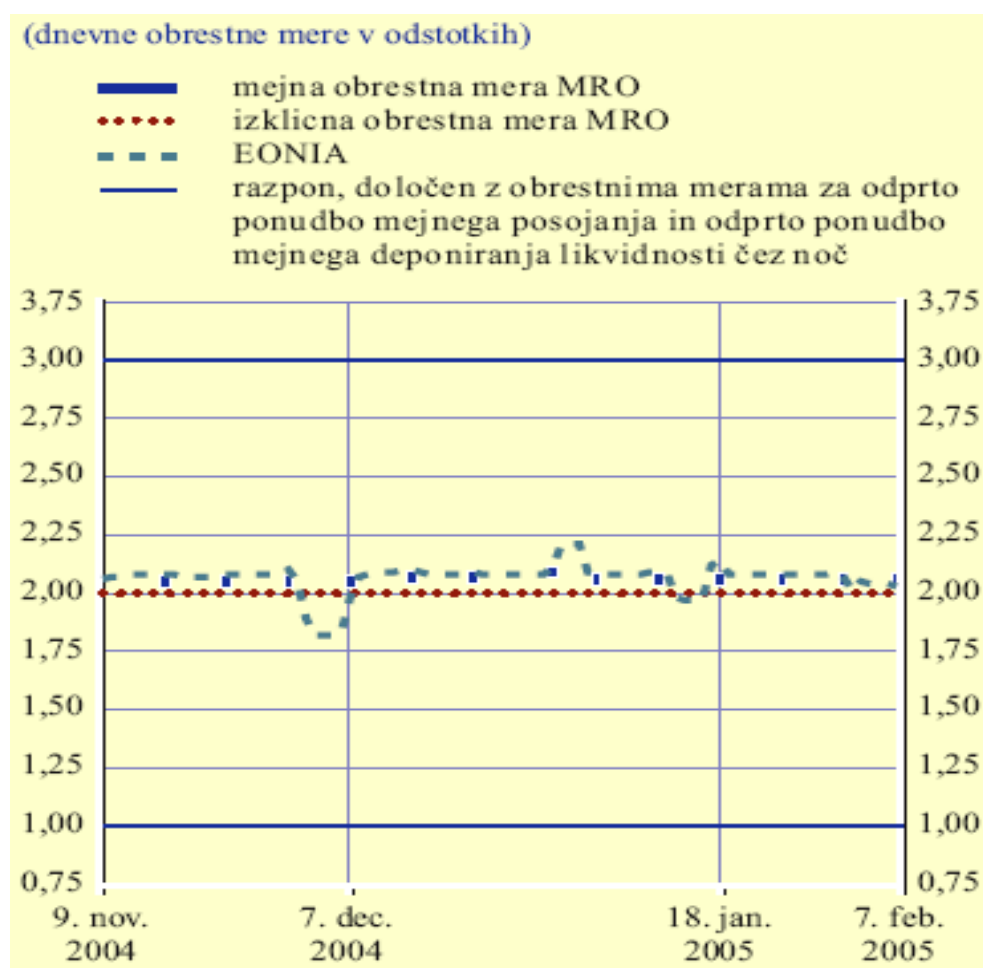
Vir: Finnish financial markets, 2003, str. 74.

PRILOGA 8: Eonia

Eonia (Euro Overnight Index Average – povprečje indeksa transakcij čez noč v evrih) je teoretična obrestna mera, ki se bo vrnila z investicijo in bo brez tveganja. Uporablja se pri kratkoročnih državnih obveznicah kot nadomestilo za mero brez tveganja. Tako sta državna repo mera in Eonia tesna približka meri brez tveganja. Mera brez tveganja služi kot prelomna točka, ki deli celotne prihodke, zaslužene z obvezniškimi transakcijami, v del prihodkov, katere pripisujemo povpraševanju za posojene obveznice in procesu ponovnega investiranja. Uspeh Eonie je povzročil takojšnjo diskusijo o tem, kako primerno je uporabljati nezavarovano depozitno mero, glede na to, da smo na kratkoročnem in brez tveganem denarnem trgu (Fabozzi, Mann, 2005, str. 165 in 245).

Od 1. decembra 2004 do 2. marca 2005 je bila Eonia relativno stabilna, čeprav je sledila trendu zmerne povečanja, ki ga je kazala mejna obrestna mera (Slika 1). Eonia se je povečala na koncu mesecev ter kazala večjo spremenljivost med dodelitvijo zadnje operacije glavnega refinanciranja in zaključkom ustreznega obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv (Mesečni bilten, 2005, str. 29).

Slika 1: EONIA in obrestna mera (dnevne obrestne mere v odstotkih)



Vir: Mesečni bilten, 2005, str. 29.

Po dodelitvi zadnje operacije glavnega refinanciranja 7. decembra 2004 se je Eonia najprej znižala na raven, ki je bila precej nižja od izklicne obrestne mere 2 %, ko so tržni udeleženci zaznavali likvidnostne pogoje kot ohlapne. 6. decembra 2004 pa je ECB (European Central Bank – Evropska centralna banka) oznanila svojo pripravljenost izvesti operacijo finega upravljanja in Eonia se je dvignila na 1,83 %. Tako je ECB absorbirala 15 milijard evrov na zadnji dan obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv, ki se je zaključilo s koriščenjem odprte ponudbe mejnega deponiranja likvidnosti čez noč v vrednosti 0,5 milijarde evrov. Eonia se je dvignila na 1,98 %.

12. januarja 2005 se je Eonia spustila pod najnižjo izklicno obrestno mero, vendar so jo napake pri zmanjševanju likvidnosti avtonomnih dejavnikov 17. januarja 2005 dvignile na 2,12 %. Zadnji dan (18. januarja 2005) obravnavanega obdobja je ECB dokapitalizirala znesek 8 milijard evrov z operacijo finega upravljanja (Mesečni bilten, 2005, str. 29 in 30).

PRILOGA 9: Primerjava med proučevanimi državami v letu 2004

DRŽAVE	Lastniški delež bank	Rast BDP	Proračunski primanjkljaj	Državni dolg v BDP
FRANCIJA	Država je solastnica	Z 0,5 % na 2,4 % (najvišja rast)	3,4 % (preseгла mejo 3 %)	67 %
PORTUGALSKA	Država je solastnica	Z -1,1 % na 1,3 %	2,9 % (dosegla mejo 3 %)	65 %
IRSKA	Država ni solastnica	S 3,8 % na 5,1 %	0,2 %	27 % (najboljša)
FINSKA	Država ni solastnica	Z 2,0 % na 3,0 %	-2,0 % (najboljša)	45 %
ITALIJA	Država ni solastnica	Z 0,3 % na 1,2 %	3,0 % (dosegla mejo 3 %)	110 %
SLOVENIJA	Država je solastnica	Z 2,5 % na 4,6 %	1,4 %	29 %

Vir: Letna poročila proučevanih držav 2004–2005.

PRILOGA 10: Obračun nadomestil pri repo poslih z državnimi vrednostnimi papirji

- *Za vpis, izbris in uresničitev zastave pri državnih dolžniških vrednostnih papirjih*
0,0023 % od vrednosti transakcije, vendar ne manj kot 2.500,00 tolarjev in ne več kot 10.000,00 tolarjev.
- *Za posle OTC-DVP z državnimi dolžniškimi vrednostnimi papirji (48. člen tarife)*
0,0023 % od vrednosti transakcije, vendar ne manj kot 2.500,00 tolarjev in ne več kot 20.000,00 tolarjev.
- *Za prenose državnih dolžniških vrednostnih papirjev (za papirje, ki niso vključeni v borzno kotacijo – 31. člen tarife), kjer KDD ne zagotavlja denarne poravnave posla ter ki se izvajajo za potrebe zavarovanja terjatev Banke Slovenije in centralnih bank evrosistema*
0,0023 % od vrednosti transakcije, vendar ne manj kot 2.500,00 tolarjev in ne več kot 20.000,00 tolarjev.

Vir: Interni vir KDD.

PRILOGA 11: Okvirni izračun repo poslov pri KDD

Na primer, da dve instituciji skleneta repo posel (s kratkoročnimi vrednostnimi papirji) v vrednosti 1.000.000.000,00 tolarjev.

VRSTE STROŠKOV:	VREDNOSTI:
Nadomestilo za pristop k sistemu vodenja računov (4. člen):	785.020,00 tolarjev
Nadomestilo za članstvo (6. člen):	
– <i>fiksni del:</i>	709.022,00 tolarjev/leto
– <i>spremenljivi del:</i> (ena delovna postaja)	83.610,00 tolarjev/mesec
Nadomestilo za zagotavljanje povezave s strežnikom preko ISDN (7. člen):	28.340,00 tolarjev/mesec
Nadomestilo za vpis, izbris in uresničitev zastave pri državnih dolžniških vrednostnih papirjih	0,0023 % od vrednost
	$1.000.000.000,00 * 0,0023 \% = 23.000,00$ tolarjev
Nadomestilo za storitve vodenja registra nematerializiranih kratkoročnih dolžniških vrednostnih papirjev, v odstotkih od nominalne vrednosti posla (14. člen)	290.000,00 tolarjev
Nadomestilo za izpis podatkov o imetnikih, na disketi ali zgoščenki (21. člen)	17.434,00 tolarjev
Nadomestilo za poravnalne storitve, če so predmet tega posla kratkoročni vrednostni papirji (40. člen)	0,015 % od vrednosti
	$1.000.000.000,00 * 0,015 = 150.000,00$

	∑ 2.086.426,00 tolarjev

Vir: Lasten izračun.

Iz gornje simulacije lahko vidimo, da so osnovni stroški pri poslovanju z repo posli, pri katerih uporabljamo kratkoročne vrednostne papirje, zelo visoki. To je tudi razlog, da se Banka Slovenije ne ukvarja z njimi. Bolj kot to je pomembno, da ti stroški naraščajo, ko imamo opravka z večjimi vrednostni poslov. Ob nižjih osnovnih stroških bi se vse več bank začelo ukvarjati z njimi, saj bi imeli večji zaslužek. Tako pa vidimo, da so ti stroški zelo visoki, upoštevaje, da ponavadi kratkoročni repo traja nekaj dni. Za teh nekaj dni moramo plačati dobra dva milijona tolarjev.

V primeru repo posla, vrednega 10.000.000.000,00 tolarjev, bi se nekateri stroški še dodatno povišali. Najprej bi se povečala nadomestila za vpis, izbris in uresničitev zastave pri državnih dolžniških vrednostnih papirjih (230.000,00 tolarjev), nato bi se povečala nadomestila vodenja registra nematerializiranih vrednostnih papirjev (14. člen), in sicer v vrednosti 1.200.000,00 tolarjev. Ne nazadnje bi se povečala še nadomestila za poravnalne storitve (40. člen). Ta nadomestila bi narasla na 1.500.000,00 tolarjev. Tako lahko vidimo, kakšni stroški

nastanejo pri večjem poslu. Pri tem se mora vsaka banka vprašati, ali se res spleča poslovati z repo posli. To pa je vsekakor odvisno od njene lastne presoje.

PRILOGA 12: Povzetek pravnih instrumentov, ki se uporabljajo v Evropski uniji

Tabela							
Kot domača centralna banka bo posamezna centralna banka uporabila naslednje instrumente					Kot korespondenčna centralna banka bo posamezna centralna banka zagotavljala naslednje storitve		
ZASTAVA		REPO			ZASTAVA		REPO
	Košarica finančnega premoženja	Označeno finančno premoženje	Celostno ugotavljanje kritja	Ugotavljanje kritja po posamezni transakciji	Košarica finančnega premoženja	Označeno finančno premoženje	
BE	Da	Ne	Da	Ne	Da	Da	Da
DK	Da	Da	Da	Ne	Da	Da	Da
DE	Da	Ne	Ne	Ne	Da	Da	Da
GR	Da	Ne	Da	Ne	Da	Da	Da
ES	Da	Ne	Ne	Da	Da	Da	Da
FR	Ne	Ne	Da	Ne	Da ¹⁾	Da ²⁾	Da
IE	Ne	Ne	Ne	Da	Ne	Da ³⁾	Da
IT	Ne	Da ⁴⁾	Ne	Da ⁵⁾	Da	Da	Da
LU	Da	Ne	Ne	Ne	Da	Da	Da
NL	Da	Ne	Da	Ne	Da	Da	Da
AT	Da	Ne	Ne	Ne	Da	Da	Da
PT	Ne ⁶⁾	Ne	Ne	Da	Ne ⁷⁾	Ne ⁷⁾	Da
FI	Da	Ne	Ne ⁸⁾	Ne	Da	Da	Da
SE	Da	Ne	Da	Ne	Da	Da	Da
UK	Ne	Ne	Da	Ne	Da	Da	Da

1) Nasprotne stranke, ki bi želele uporabiti to storitev, morajo odpreti zastavni račun v svojem imenu pri Banque de France.
2) Gl. prejšnjo opombo.
3) Pravno zapleteno zaradi potrebnih postopkov registracije.
4) Za odprto ponudbo mejnega posojanja in posojilo za čez dan.
5) Za operacije odprtega trga.
6) Pravno tveganje, ker bi bila realizacija v primeru stečaja odvisna od odločitve sodišča.
7) Lahko se uporabi v nujnem primeru, vendar obstaja pravno tveganje.
8) Lahko se uporabi v nujnem primeru pri tujem finančnem premoženju.

Vir: Mesečni bilten, 2005, str. 13.

PRILOGA 13: Razlaga kratic in pojmov

AFT	(angl. Agence France Trésor) – Francoska zakladniška agencija.
AG	(nem. Aktiengesellschaft) – Delniška družba.
ATS	(angl. Automatic Trading System) – Elektronski sistem trgovanja z repo posli.
B2B	(angl. Business to Business) – Poslovanje med podjetji.
B2C	(angl. Business to Customer) – Poslovanje med podjetji in kupci.
BDP – GDP	Bruto družbeni proizvod.
BOT	(angl. Italian Treasury Bills ali ital. Buoni ordinari del Tesoro) – Italijanske zakladne menice.
BPRČ	Sistema bruto poravnave v realnem času.
BS	Banka Slovenije.
BTAN	(angl. Fixed – rate Treasury Notes with annual interest) – Srednjeročne obveznice. Francoski zakladni zapisi s fiksno stopnjo in z letnimi obrestmi.
BTF	(angl. Fixed – rate Treasury Bills) – Kratkoročne obveznice. Francoske zakladne menice s fiksno stopnjo.
BTP	(angl. Portugal Treasury Bills) – Portugalske zakladne menice.
BZBS	Blagajniški zapis banke Slovenije.
CEDIC	Special Certificates of Government Debt – Instrument za spremljanje denarnega ravnovesja.
Clearstream	To je mednarodni centralni depo vrednostnih papirjev. Nastal je leta 2000, potem ko sta se združila Cedel International in Deutsche Börse Clearing. Opravlja obračun in poravnavo vrednostnih papirjev pri domačih transakcijah in transakcijah prek meja. Ta organizacija zagotavlja in skrbi, da so denarna sredstva in obveznice točno in učinkovito dostavljene med strankami ter da so stranke vedno obveščene o pravicah in obveznostih, ki izhajajo iz obveznic, katere so pod varstvom Clearstreama.
CRVP (aplikacija)	Je računalniški program, ki je sestavni del informacijskega sistema centralnega registra in podpira delovanje informacijskega sistema centralnega registra.
CSD	(angl. Central Security Depository) – Centralno skladišče obveznic. To je telo, ki je odgovorno za prenos in skrbništvo tako fizičnih kot tudi dematerializiranih obveznic. Clearstream pa ponuja CSD-storitve nemškemu in luksemburškemu domačemu trgu.

Dealer	Finančni posrednik, ki je v nasprotju z borzni posrednik glavni udeleženec pri vseh transakcijah, kupuje in prodaja vrednostne papirje in druge (finančne) instrumente za svoj račun.
Deutsche Börse	Nemška borza za vrednostne papirje.
DVP	(angl. Delivery versus payment) – Preknjižba vrednostnih papirjev in denarja ter sočasna poravnava v realnem času.
EBT	(angl. Treasury Bills Specialists) – Izvedenci/specialisti za zakladne menice.
ECB	(angl. European Central Bank) – Evropska centralna banka.
ECP	(angl. Euro Commercial Paper) – Evropski komercialni zapis.
EEA	(angl. European Economic Area) – Evropsko ekonomsko področje. To področje zavzema 18 držav, in sicer: 15 stalnih članic EU ter še Norveško, Islandijo in Liechtenstein.
EIB	(angl. European Investment Bank) – Evropska investicijska banka.
EMU	(angl. Economic Monetary Union) – Ekonomska in monetarna unija.
EONIA	(angl. Euro Overnight Index Average) – Povprečje indeksa transakcij čez noč v evrih. Merilo efektivne obrestne mere, ki prevladuje na medbančnem trgu v evrih čez noč. Izračuna se kot tehtano povprečje obrestnih mer za nezavarovana v evrih denominirana posojila čez noč, kot poroča odbor bank prispevnic.
EuroMTS	Pan – European Electronic Trading Platform for Government Benchmark Bonds.
FICC	(angl. Fixed Income Clearing Corporation) – Klirinška družba, ki se ukvarja z zavarovanjem poslov s fiksnimi donosi.
FSA	(angl. Financial Services Authority) – Podjetje za finančne storitve. Je regulator vseh ponudnikov finančnih storitev v Veliki Britaniji; Centralna banka Velike Britanije pa nosi odgovornost za sistemsko tveganje.
GC	(angl. General Collateral) – Splošni repo posel.
GCF	(angl. General Collateral Finance) – Splošni finančni repo.
GMRA	(angl. General Master Repo Agreement) – Splošni repo dogovor.
HEX	(angl. Helsinki Exchanges) – Finska borza za vrednostne papirje.
HIC	(angl. Hold in Custody) – Letter Repo – Zaupaj mi, repo.
ICSD	(angl. International Central Security Depository) – Mednarodno centralno skladišče obveznic. Ustanovljeno je bilo za upravljanje obračunov in poravnav za poslovanje z evropskimi obveznicami, za katere pred tremi leti (2003) še ni bilo podporne tržne infrastrukture.
IDB	(angl. Inter – Dealer Market) – Trg notranjih dealerjev.
IGCP	(Instituto de Gestão do Crédito Público) – Portugalska klirinška organizacija.

IMF	(angl. International Monetary Found) – Mednarodni denarni sklad.
KDD	Klirinško depotna družba.
KfW	(nem. Freddie Mac und Kreditanstalt fuer Wiederaufbau) – Freddie Mac in kreditna ustanova za obnovo.
Klient	Je računalniški program, ki je del aplikacije CRVP in ki kot uporabniški vmesnik omogoča dostopanje do OE (angl. order engine).
MEDIP	(angl. Special Market for Public Debt) – Trg za javni dolg.
MRO	(angl. Main Refinancing Operation) – Repo avkcije v evropskem sistemu.
MTS	(angl. Screen – based secondary market in government securities ali ital. Mercato telematico dei titoli di Stato) – Sekundarni trg z državnimi obveznicami.
NTMA	(angl. National Treasury Management Agency) – Državna zakladniška agencija za terjatve.
OAT	(angl. Obligations assimilables du Trésor) – Dolgoročne francoske državne obveznice.
OE	(angl. Order engine) – Je računalniški program, ki je del aplikacije CRVP ter ki obdeluje tiste naloge, ki jih v informacijski sistem centralnega registra vnaša član, in druge naloge.
OEVT	Primary Dealers of the Portuguese Government Bond Market – Primarni dealerji portugalskega obvezniškega trga.
OT	(angl. Portuguese Fixed – Rate Government Bonds) – Portugalski trg z državnimi obveznicami.
OTC	(angl. Over The Counter) – Trg z državnimi obveznicami. Značilnost trga OTC je sočasna poravnava papirjev in denarja, in sicer z valuto T + 0.
OTC–DVP	Je neorganiziran trg, kjer se trguje z dolžniškimi vrednostnimi papirji v znesku, ki je nižji od 30 milijonov tolarjev nominalne vrednosti.
Primary Dealer	Primarni vpisnik, ki je v trgovalnem odnosu z državo ter ima definirane obveznosti in pravice na primarnem in sekundarnem trgu državnih vrednostnih papirjev.
Repos	(angl. Repurchase Agreements) – Ponovni odkup.
RGV system	(angl. Relit Grande Vitesse - High-speed DVP system) – Informacijski sistem za vodenje prenosov denarja in obveznic. Narejen je bil februarja leta 1998 za operacije na celotni osnovi, za obveznice.
SC	(angl. Saving Certificates) – Certifikati varčevanja.
SCA	(angl. State Claims Agency) – Državna agencija za terjatve.
SIFT	(Système d' Information France Trésor) – Informacijski sistem, osnovan na finančnem programskem paketu Tradix.

SWIFT	(angl. Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication) – Elektronski sistem za medbančni prenos sredstev.
T – Bills	Nemške zakladne menice.
Three – Parti	Tripartitni repo.
TUVL	(Trg uradnih vzdrževalcev likvidnosti) – S 1. 9. 2005 je skundarni trg državnih vrednostnih papirjev dobil nov zagon in večjo širino. Ministrstvo za finance je določilo nove kriterije in uradne vzdrževalce likvidnosti (NLB ...).
T + 0	Čas poravnave je na isti dan.
T + 1	Čas poravnave je naslednji dan od sklenitve posla.
T + 2	Poravnava v dveh delovnih dneh od sklenitve posla.
T + 3	Poravnava v treh delovnih dneh od sklenitve posla.
VPN	Povezava z navidezno zasebnim omrežjem.