

BANKA SLOVENIJE

Prikazi in analize IX/3 (julij 2001), Ljubljana

VREDNOSTNI PAPIRJI ZA ZAVAROVANJE TERJATEV V OKVIRU EVROPSKEGA SISTEMA CENTRALNIH BANK

Jože Bradeško*
Cilka Ferjančič*

Povzetek

Evropski sistem centralnih bank ima vzpostavljena pravila glede zavarovanja terjatev iz naslova izvajanja denarne politike in plačilnega prometa. Vse terjatve ESCB morajo biti zavarovane s premoženjem z liste 1 ali liste 2. Gre za prvovrstne vrednostne papirje in druge terjatve, ki jih na listo uvrsti ECB ali centralna banka članica ESCB. Med obema listama praviloma ni razlik glede kreditnega tveganja vključenih vrednostnih papirjev, v praksi pa se v večji meri uporablja lista 1.

V prispevku so povzeti kriteriji za uvrstitev vrednostnih papirjev na ustrezno listo, mehanizmi za obvladovanje tveganj in uporaba vrednostnih papirjev prek meja. Opisane so tudi posebnosti, značilne za države EU, ki (še) niso članice EMU. Na koncu je obravnavan še primer Slovenije.

Abstract

The European System of Central Banks has rules on collateral for monetary policy and payment system claims. All ESCB claims must be secured by eligible assets from tier 1 or tier 2. These are first class securities approved by the ECB or ESCB member central bank. There is no difference between the tiers as to credit risk, but in practice tier 1 is mostly used.

The paper presents criteria for listing securities on adequate tiers, risk control measures and cross-border use. There is also a description of particularities of EU countries that are not (yet) in the EMU. At the end, the case of Slovenia is considered.

1. UVOD

Z začetkom Evropske denarne unije (EMU) se ni samo vzpostavilo novo denarno področje z lastno denarno politiko in instrumentarijem za njeno izvajanje, pač pa so se na novo vzpostavila tudi pravila glede zavarovanja terjatev, ki jih ima Evrosistem iz naslova izvajanja denarne politike in plačilnega prometa. Pri tem je očitno, da so ta pravila kompromis interesov vseh držav članic EU sredi 90-tih, ko so se pravila pripravljala, drugače kot pri instrumentariju in tudi samem konceptu denarne politike, kjer je opazen prevladujoč vpliv ene predpristopne države oziroma centralne banke, t.j. Bundesbanke.

* Jože Bradeško, Centralnobančne operacije Banke Slovenije. Tel.: 471-94-30. E-mail: joze.bradesko@bsi.si.

* Cilka Ferjančič, Centralnobančne operacije Banke Slovenije. Tel.: 471-94-25. E-mail: cilka.ferjancic@bsi.si.

Pravna podlaga zavarovanja je 18. člen Statuta ESCB, ki zahteva, da morajo biti terjatve Evropskega sistema centralnih bank (ESCB) ustrezno zavarovane. Dejansko se je ta zahteva izvedla v popolnoma ortodoksni obliki - vse terjatve ESCB morajo biti prvovrstno zavarovane. S tem je iz operacij izločeno kreditno tveganje, kar omogoča vsem kreditnim institucijam, ki so obvezniki obveznih rezerv, dostop do instrumentov denarne politike in do mehanizmov za izvajanje plačilnega prometa pod enakimi pogoji.

Potrebno je poudariti, da je že danes problematika zavarovanja terjatev relevantna tudi za Slovenijo. Prvič zato, ker zahteva uskladitev principov in postopkov ustrezne predpriprave, spremembe zakonodaje, razvoj informacijske tehnologije, vzpostavitev pravil, zbiranje referenčnih časovnih vrst itd. Zato ni nepričakovano, da je ECB uvrstila to temo, poleg centralnobančne zakonodaje ter statistike med tri ključna področja, ki jih nudi v okviru predpristopne pomoči državam kandidatkam za vstop v EU. Drugi razlog je, da mora biti država kandidatka sposobna izpolnjevati tehnične in pravne kriterije v zvezi z zavarovanjem centralnobančnih terjatev že z vstopom v EU in ne šele z vstopom v EMU. Razlog za to je, da imajo vse države članice EU dostop do plačilnega sistema TARGET, kar vključuje možnost, da centralna banka odobrava kredite v evrih znotraj dneva. Drugače kot pri centralnih bankah, ki so vključene v Evrosistem, so ti krediti sicer zneskovno omejeni, morajo pa biti zavarovani po (skoraj) enakih principih, kot so tisti, ki veljajo za operacije denarne politike Evrosistema ter za plačilni promet znotraj EMU.

Prispevek obravnava vrednostne papirje in druge finančne instrumente¹, ki jih uporablja Evrosistem za izdajanje primarnega denarja, tako da jih začasno ali dokončno kupuje oziroma jih uporablja za zastavo terjatev iz naslova posojanja primarnega denarja (angl. "collateral management"). Uvodu sledi opis in klasifikacija vrednostnih papirjev in drugih terjatev, ki služijo za zavarovanje, in nekaj zanimive statistike. Sledi kratek opis mehanizmov za obvladovanje tveganj iz naslova v zavarovanje sprejetih vrednostnih papirjev. Nadalje je podana razlaga načinov uporabe vrednostnih papirjev za zavarovanje, kadar so le-ti izdani v drugi državi članici EU. Opisane so tudi posebnosti, značilne za države EU, ki (še) niso članice EMU, in ki lahko torej dajejo kredite v evrih le z vračilnim rokom istega dne. Na koncu so na kratko predstavljene potrebne spremembe pravne ureditve za Slovenijo, nato pa je prikazana lista vrednostnih papirjev, ki bi bili primerni za operacije v okviru ESCB oziroma Evrosistema.

2. VREDNOSTNI PAPIRJI ZA ZAVAROVANJE

Statut ESCB dovoljuje ECB in nacionalnim centralnim bankam, da na finančnih trgih kupujejo in prodajajo vrednostne papirje in drugo ustrezno finančno premoženje, bodisi dokončno ali začasno. Večinoma gre za premoženje, ki je primerno tudi za zavarovanje kreditnih poslov. Razvrščeno je v dve skupini²:

- *listo 1*, ki vsebuje tržne dolžniške vrednostne papirje, ki izpolnjujejo enotne kriterije EMI oziroma ECB in
- *listo 2*, ki vsebuje vrednostne papirje in drugo finančno premoženje, tržno in netržno, ki je posebnega pomena za nacionalne finančne trge in jo določi posamezna nacionalna centralna banka (NCB), odobri pa jo ECB.

¹ V nadaljevanju zaradi večje preglednosti večinoma uporabljamo izraz "vrednostni papirji", čeprav formalno ne gre vedno za vrednostne papirje.

² Poleg premoženja iz teh dveh skupin lahko kupuje in prodaja tudi devize, zlato, ...

Med obema listama praviloma ni razlik glede kreditnega tveganja vključenih vrednostnih papirjev. Vrednostni papirji iz obeh list se uporabljajo pri instrumentih denarne politike in za zavarovanje kreditov znotraj dneva. Razlika je le v tem, da se papirji iz liste 2 ne uporabljajo pri dokončnih transakcijah.

Kreditne institucije lahko v ESCB uporabljajo vrednostne papirje tudi prek meja (angl. "on a cross-border basis") in sicer tako, da pridobijo denarna sredstva od domače centralne banke, za zavarovanje pa uporabijo papirje, ki se nahajajo v drugi državi. Kreditna institucija ne more dati v zavarovanje vrednostnih papirjev, ki jih izdaja ali garantira sama ali z njo povezana institucija.

Obe listi sta javno objavljeni. Centralne banke so dolžne ECB o listah tedensko poročati. Vsi podatki so dostopni kreditnim institucijam, celotni listi pa se tekoče objavljata tudi na spletni strani ECB <http://www.ecb.int/>.

Lista 1

Na listo 1 se uvrščajo vrednostni papirji, ki izpolnjujejo enotne kriterije EMI oziroma ECB, veljavne za celotno evro območje. Gre za dolžniške instrumente, katerih izdajatelj mora imeti visoko bonitetno oceno. Papirji morajo biti nominirani v evrih in izdani v evro območju, in sicer v depozitu pri NCB ali klirinško depotni družbi, ki izpolnjuje minimalne standarde ECB. Izdajatelj ali garant mora biti pravna oseba iz EEA³, razen v primeru izdaj mednarodnih in nadnacionalnih institucij. Poleg tega se zahteva, da vrednostni papirji kotirajo na organiziranem trgu ali na neorganiziranem trgu, ki izpolnjuje določene kriterije glede likvidnosti, transparentnosti ter obvladovanja poravnalnih in pravnih tveganj.

Izpolnjevanje omenjenih kriterijev še ne pomeni avtomatske uvrstitve na listo, kajti ECB se lahko odloči, da določenih vrednostnih papirjev na listo ne uvrsti.

Lista 2

Na listo 2 se uvrščajo vrednostni papirji in drugi finančni instrumenti, ki so posebnega pomena za nacionalni finančni trg in bančni sistem. Listo oblikuje NCB, nato pa jo mora potrditi še ECB. Gre za dolžniške in lastniške, tržne in netržne instrumente, nominirane v evrih in izdane v evro območju, kjer mora biti lociran tudi izdajatelj ali garant, ki mora imeti po mnenju NCB visoko boniteto. Poleg tega mora imeti NCB do teh vrednostnih papirjev hiter dostop.

Ne glede na našete kriterije se lahko ECB odloči in izda dovoljenje, da se na listo 2 uvrsti tudi vrednostne papirje, ki so locirani ali izdani izven evro območja oziroma nominirani v valuti drugih držav članic EU ali drugi splošno sprejeti valuti. NCB ima diskrecijsko pravico uvrščanja vrednostnih papirjev na listo 2 (kot ECB pri listi 1), tako da izpolnjevanje formalnih kriterijev še ne pomeni avtomatične uvrstitve na listo.

Z izvedbenega vidika sta se pri zavarovanju kreditnih operacij uveljavila dva načina. Standarden je način z uporabo točno določenih vrednostnih papirjev za zavarovanje posameznega kreditnega posla (angl. "earmarking"), vse bolj pa se uporablja košarica vrednostnih papirjev za zavarovanje (angl. "pooling"). Pri tem načinu se posamezen kreditni posel zavaruje z ustreznim delom nabora vrednostnih papirjev iz košarice, pri čemer v primeru aktiviranja zavarovanja kreditodajalec izbere vrednostne papirje, ki jih bo vnovčil in si tako poplačal dospelje terjatev. Tak sistem je praviloma bolj fleksibilen in omogoča banki

³ European Economic Area, ki jo sestavljajo države EU in EFTE, razen Švice.

lažje upravljanje portfelja, po drugi strani pa ponavadi zahteva posebno pravno podlago in s tem spremembo nacionalne zakonodaje, zahtevnejši pa je tudi z informacijskega vidika. Pravila ECB dopuščajo uporabo obeh načinov, tako pri listi 1 kot listi 2.

Tabela 1: Osnovne značilnosti liste 1 in 2:

Kriteriji	Lista 1	Lista 2
Tipi instrumentov	<ul style="list-style-type: none"> • Blagajniški zapisi ECB • Drugi tržni finančni instrumenti 	<ul style="list-style-type: none"> • Tržni dolžniški instrumenti • Netržni dolžniški instrumenti • Lastniški instrumenti, s katerimi se trguje na reguliranem trgu
Postopek poravnave	<ul style="list-style-type: none"> • Finančno premoženje mora biti vpisano v registru pri NCB ali klirinško depotni družbi, ki izpolnjuje minimalne standarde ECB⁴ 	<ul style="list-style-type: none"> • Finančno premoženje mora biti NCB, ki ga je vključila v svojo listo, hitro dostopno
Izdajatelj	<ul style="list-style-type: none"> • ESCB • Javni sektor • Privatni sektor • Mednarodne in nadnacionalne institucije 	<ul style="list-style-type: none"> • Javni sektor • Privatni sektor
Boniteta (ocena kreditnega tveganja)	<ul style="list-style-type: none"> • Izdajatelj (garant) mora imeti po oceni ECB dobro boniteto 	<ul style="list-style-type: none"> • Izdajatelj (dolжник) mora imeti po oceni NBC, ki je omenjeno premoženje vključila v svojo listo, dobro boniteto
Lokacija izdajatelja ⁵	<ul style="list-style-type: none"> • Območje EEA 	<ul style="list-style-type: none"> • Evro območje
Lokacija premoženja	<ul style="list-style-type: none"> • Evro območje 	<ul style="list-style-type: none"> • Evro območje
Valuta	<ul style="list-style-type: none"> • Euro⁶ 	<ul style="list-style-type: none"> • Euro
Uporaba prek meja	<ul style="list-style-type: none"> • Da 	<ul style="list-style-type: none"> • Da

2.1. Razpoložljivost in uporaba vrednostnih papirjev

Finančno premoženje, ki je uvrščeno na listo, predstavlja širok spekter visoko kvalitetne aktive, nominirane v evrih in izdane (ali garantirane) od pravnih oseb v evro območju.

Večji del liste 1 sestavljajo državne obveznice. Značilnosti državnih vrednostnih papirjev so običajno v tem, da gre za velike izdaje, velik trgovalni obrat in majhen trgovalni razmik. V večini držav so prav ti vrednostni papirji najširše razpoložljivo finančno premoženje. Drugo premoženje, ki je vključeno na listo, so vrednostni papirji lokalnih oblasti in vrednostni papirji mednarodnih in nadnacionalnih institucij, vendar je njihova pomembnost manjša.

Poleg omenjenih so na listo vključeni tudi vrednostni papirji privatnega sektorja, in sicer:

- Obveznice izdane na podlagi drugih terjatev (angl. "asset-backed bonds"). To so obveznice, zavarovane z nepremičnino ali javnim dolgom. Običajno so izdajatelji kreditne institucije. V nekaterih državah, zlasti Nemčiji, Avstriji, Franciji in Španiji, predstavljajo pomemben delež ustreznih vrednostnih papirjev.
- Navadne obveznice kreditnih institucij (angl. "uncovered credit institution bonds"). Količina teh obveznic je v nekaterih državah velika, toda obrat trgovanja je majhen v primerjavi z državnimi ali zavarovanimi obveznicami.
- Obveznice nebančnih privatnih izdajateljev, pri katerih je znesek izdaj običajno precej manjši. Podatki kažejo, da je znatno manjši kot pri državnih obveznicah tudi obrat trgovanja.

⁴ Assessment of EU Securities Settlement Systems against the Standards for their Use in ESCB Credit Operations, ECB, September 1998.

⁵ Zahteva po lokaciji izdajatelja se ne nanaša na mednarodne in nadnacionalne institucije.

⁶ Kot evro ali nacionalne denominacije.

Omeniti je potrebno, da so poleg naštetega premoženja na listi še blagajniški zapisi NCB, izdani pred vzpostavitvijo EMU, katerih obseg pa je zelo majhen. Avtomatsko bi bili na listo uvrščeni tudi vrednostni papirji ECB, vendar jih le-ta do sedaj še ni izdajala.

Finančno premoženje na listi 2 sestavljajo obveznice kreditnih institucij, komercialni vrednostni papirji, srednjeročne zadolžnice, obveznice regionalnih oblasti in tudi delnice. Razen za delnice je likvidnost in globina trga teh papirjev precej manjša v primerjavi z listo 1. Poleg tega nekateri vrednostni papirji niso uvrščeni na organiziran trg, temveč se z njim trguje le na OTC trgu. V Španiji, Nizozemski in na Portugalskem so na listo uvrščene najbolj trgovane delnice podjetij, s katerimi se trguje na nacionalnih borzah.

Nekatere NCB so na listo uvrstile tudi netržne dolžniške instrumente, kot so bančna posojila, menice in zadolžnice s hipoteko (angl. "mortgage backed promissory notes"). Obseg tega premoženja ni znan, je pa dejstvo, da je bilo to premoženje malokrat uporabljeno.

Konec leta 1999 je celotni znesek tržnih vrednostnih papirjev obeh list znašal 5,3 bilijona evrov, od tega 96% z liste 1. Glede na izdajatelja vrednostnega papirja so državni vrednostni papirji predstavljali 63% delež.

Celotni znesek tržnih vrednostnih papirjev je konec leta 2000 znašal 6,3 bilijona evrov (en bilijon več kot leto prej). Kreditne institucije so imele v lasti približno 1/3 tega premoženja. Kar 94% so predstavljali vrednostni papirji z liste 1.

lista 1 in lista 2 (december 1999)

dolg. in srednjeročne obveznice	93,0%
kratkoročni vrednostni papirji	6,5%
delnice	0,3%
ostalo tržno premoženje z liste 2	0,2%

V obdobju dveh let (od januarja 1999 do decembra 2000) se je delež državnih vrednostnih papirjev na listi 1 zmanjšal, in sicer z 61% na 58%. To zmanjšanje je posledica zmanjšanja državnega dolga nekaterih držav. Delež vrednostnih papirjev, izdanih s strani kreditnih institucij se je v istem obdobju povečal z 29% na 32%, od katerih je samo 1% uvrščenih na listo 2. Preostalih 10% vrednostnih papirjev je izdanih s strani nefinančnih podjetij, pri čemer se njihov delež v omenjenem obdobju ni spreminjal.

Struktura liste 1 in 2 (december 2000)

lista 1 = 5,9 bilijona EUR

državne obveznice	62%
obveznice kreditnih institucij	33%
vred.papirji korporacij	5%

lista 2 = 0,4 bilijona EUR

delnice	63%
obveznice korporacij	20%
vred. papirji finančnega sektorja	17%

Povprečni znesek vrednostnih papirjev (dnevni podatki na zadnji dan v mesecu), danih v zavarovanje za kreditne operacije za izvajanje denarne politike ali plačilnega prometa, je v letu 2000 znašal 622 milijard evrov (leto prej 658 mlrd). To pomeni, da je bilo v povprečju uporabljenega nekaj več kot 1/10 celotnega finančnega premoženja in okrog 1/3 premoženja, ki je v lasti kreditnih institucij. Decembra 1999 je bilo dano v zavarovanje največ vrednostnih papirjev doslej, 791 milijard evrov, glavni vzrok pa je bilo načrtno povečanje likvidnosti bančnega sistema zaradi prehoda v leto 2000.

Iz podatkov ECB je razvidno, da je bilo v celotnem obdobju delovanja ECB uporabljenih največ vrednostnih papirjev z liste 1, saj so predstavljali kar 93% delež. Druga pomembna ugotovitev je, da je delež državnih obveznic na obeh listah upadel (z 49% na 39%), medtem ko se je povečal delež obveznic kreditnih institucij (z 42% na 50%). Enako velja za korporacijske obveznice (z 2% na 3%). Poleg tega je zanimivo, da je v istem obdobju delež netržnega premoženja porasel (s 4% na 7%). Tretja pomembnejša ugotovitev je, da kljub

zmanjšanju deleža državnih obveznic, le-te ostajajo največja kategorija razpoložljivega finančnega premoženja.

3. UKREPI ZA OBVLADOVANJE TVEGANJ

Vsi instrumenti, vzeti v zavarovanje, so predmet posebnih ukrepov za obvladovanje tveganj. S tem se Evrosistem zavaruje pred tveganjem finančne izgube v primeru neizpolnitve obveznosti. Poleg tega se pri izvedbi nekaterih poslov lahko upošteva kreditni rating privatnih agencij in posebne institucionalne kriterije zagotavljanja visoke ravni zaščite kreditodajalca.

Za obvladovanje tržnih tveganj, ki izhajajo iz dejstva, da se lahko v času trajanja posla tržna vrednost vrednostnih papirjev spremeni, se uporabljajo naslednji ukrepi:

- Začetna marža (angl. "initial margins"). Na vrednostne papirje se določi začetno maržo. Kreditna institucija mora zagotoviti vrednostne papirje, katerih vrednost je za določeno maržo višja od odobrenih denarnih sredstev. Za kredit znotraj dneva in transakcije čez noč se uporablja marža v višini 1%, za transakcije z ročnostjo daljšo od enega delovnega dne pa marža v višini 2%.
- Odbitek pri vrednotenju (angl. "valuation haircuts"). Vrednost vrednostnih papirjev, danih v zavarovanje, se v tem primeru računa tako, da se upošteva njihovo tržno vrednost zmanjšano za določen odstotek. Višina odbitka je odvisna od ročnosti, kuponske strukture ter likvidnostnih karakteristik vrednostnega papirja. Omenjena metoda se uporablja za vrednostne papirje z liste 2.
- Dnevno vrednotenje po tržnih cenah (angl. "variation margins - marking to market"). Za vrednostne papirje, ki se uporabljajo za zavarovanje centralnobančnih terjatev več kot en dan, se uporablja dnevno vrednotenje po tržnih cenah. To pomeni, da mora kreditna institucija v primeru, ko pade vrednost papirjev pod določeno mejo, zagotoviti dodatne papirje, oziroma se ji v obratnem primeru del papirjev vrne.

Poleg omenjenih ukrepov za obvladovanje tveganj se ECB ali NCB lahko odloči za:

- omejitve glede izdajatelja, dolžnika ali garanta,
- dodatne garancije in
- izključitev iz posamezne liste.

Revizija ukrepov za obvladovanje tveganj je bila izvedena v letu 2000, vendar ni prinesla bistvenih sprememb. Poenotili so se kriteriji za odbitke pri vrednotenju, poleg tega je bila sprejeta odločitev, da je potrebno redno izvajati testne postopke in izboljševati transparentnost omenjenih ukrepov. Predstavljena je bila tudi metodologija za merjenje likvidnostnega tveganja (izhajajoč iz različne likvidnosti premoženja in časa, ki je potreben za likvidacijo). V okviru liste 2 so bile oblikovane štiri skupine instrumentov z relativno homogenimi likvidnostnimi značilnostmi:

- lastniški instrumenti,
- tržni dolžniški instrumenti z omejeno likvidnostjo,
- dolžniški instrumenti z omejeno likvidnostjo in specifičnimi lastnostmi in
- netržni dolžniški instrumenti.

Glede na to kvalifikacijo se določi začetni odbitek pri vrednotenju v odstotkih trenutne tržne vrednosti.

4. UPORABA VREDNOSTNIH PAPIRJEV PREK MEJA

Eno osnovnih načel EMU je, da morajo biti vse kreditne institucije enakopravno obravnavane. V povezavi z zavarovanjem to pomeni, da mora biti celotno finančno premoženje, ki je primerno za zavarovanje pri operacijah denarne politike in uravnavanju likvidnosti v TARGET-u na razpolago vsem kreditnim institucijam, ne glede na to kje v EU se premoženje nahaja in kje je sedež banke posojilojemalke. Uporaba vrednostnih papirjev, ki so vpisani v register v drugi državi, za zavarovanje operacij Evrosistema je možna (i) z uporabo "correspondent central banking model", (ii) z uporabo povezav med klirinško depotnimi hišami in (iii) tako, da NCB odpre račun vrednostnih papirjev neposredno pri tuji klirinško depotni hiši. Zadnji način ne spreminja ali dopolnjuje uveljavljenih postopkov za uporabo vrednostnih papirjev (NCB je izenačena z drugimi komitenti tuje klirinško depotne hiše), tako da ga ECB niti ne uvršča med transakcije z vrednostnimi papirji prek meja.

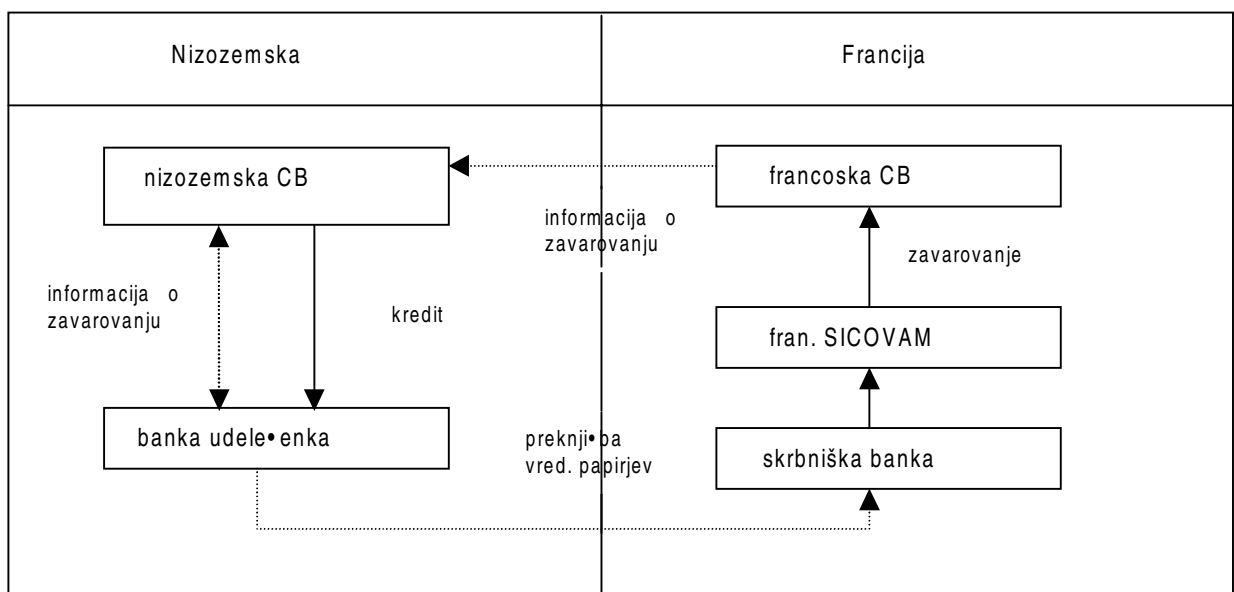
4.1. Correspondent Central Banking Model – CCBM

Kreditne institucije lahko pridobijo denarna sredstva le od NCB države, v kateri se nahajajo ali imajo podružnico, za zavarovanje pa lahko uporabijo vrednostne papirje, ki se nahajajo v drugi državi. V tem primeru mora banka posojilojemalka poskrbeti, da se ustrezni vrednostni papirji preknjižijo na račun NCB v državi, kjer so izdani, le-ta pa deluje kot korespondenčna NCB, ki hrani finančno premoženje za račun NCB kreditodajalke.

Primer:

Prikazan je primer, ko želi nizozemska banka pridobiti kredit pri nizozemski NCB na podlagi vrednostnih papirjev, ki so deponirani v francoskem centralnem depozitnem sistemu (Sicovam).

Korespondenčna NCB je zadolžena za posredovanje informacije o dostavi in ustreznosti vrednostnih papirjev, medtem ko je NCB kreditodajalka zadolžena za uporabo te informacije, vrednotenje vrednostnih papirjev in ustrezno zagotovitev denarnih sredstev. Centralna banka kreditodajalka ne izplača denarnih sredstev, dokler ni prepričana, da so bili ustrezni vrednostni papirji pravilno dostavljeni na račun korespondenčne NCB.



Povzeto po gradivu ECB (Cross-Border Use of Collateral: A User's Survey, February 2001).

Model CCBM deluje dokaj enostavno in ne zahteva dodatnih postopkov, saj gre za uporabo že obstoječih oblik in mehanizmov zavarovanja. Kljub temu je potrebno opozoriti, da se uporabljajo različne vrste zavarovanj za kreditne posle (prenos lastništva ali zastava) in različne metode deponiranja vrednostnih papirjev (angl. "pooling" in "earmarking" način). Oblika uporabe ni odvisna od odločitve NCB kreditodajalke, temveč od uveljavljenega načina uporabe v državi, kjer se zavarovanje izvrši.

ECB in NCB so se dogovorile, da se prek meja lahko uporabljajo tudi netržni vrednostni papirji in drugo premoženje z liste 2. Države, ki so na svojo listo vključile te papirje, so Nemčija, Španija, Francija, Nizozemska, Avstrija in Irska. Za te primere se uporabljata dve metodi CCBM:

- Prenos lastništva na korespondenčno NCB. To metodo sta izbrali Francija in Irska. Uporablja se tako, da banka s korespondenčno NCB sklene okvirno pogodbo, v primeru uporabe vrednostnih papirjev pa nanjo prenese lastništvo.
- Prenos oziroma zastava v imenu domače NCB. V tem primeru banka prenese oziroma zastavi določene vrednostne papirje na domačo NCB (banko kreditodajalko).

Uporaba CCBM modela temelji na sporazumu, da so pogoji za zavarovanje vedno določeni znotraj države, kjer se zavarovanje izvaja. V povezavi s tem sporazumom se vsaka NCB zavezuje delovati kot lokalni agent za vsako drugo NCB ali ECB. Sporazum določa obveznosti in pravice tako domače kot korespondenčne NCB. Poleg tega so pogoji za izvršitev zavarovanja določeni v ustreznem pogodbenem oziroma regulativnem sporazumu domače NCB. Le-ta vsebuje vse potrebne informacije za banko udeleženko posla – tu je tudi določeno ali domača CB izvršuje zavarovanje na podlagi repo transakcije, zastave ali obojega.

CCBM model je sicer dobro sprejet med bankami, vendar ima tudi določene slabosti. Prva slabost je v tem, da je počasen. Prav zaradi tega je 40% zavarovanj izvršenih že dan pred sklenitvijo posla. Banke raje dostavijo vrednostne papirje vnaprej, da bi se izognile tveganju poznega prejema denarnih sredstev. Druga slabost je pomanjkanje pravočasne informacije v zvezi z vrednotenjem vrednostnih papirjev, v nekaterih primerih pa se je kot slabost pojavil tudi problem izplačila kuponov zaradi različne pravne ureditve v različnih državah. Nenazadnje pa so tarife uporabe CCBM postavljene tako, da pokrivajo celotne stroške delovanja.

4.2. Povezave med klirinško depotnimi hišami

Finančno premoženje, locirano v drugi državi, se lahko da v zavarovanje (bodisi kot zastava ali prenos lastništva) z uporabo neposrednih povezav med klirinško depotnimi hišami. Gre za več klirinško depotnih informacijskih sistemov, ki so med seboj povezani, tako da lokalna depotna hiša igra vlogo skrbnika (angl. "custody") za vrednostne papirje, vpisane v tujem registru. Sistem omogoča, da kreditna institucija odpre zbirni račun, ki se uporablja za zavarovanje v okviru povezanih sistemov. ECB objavlja listo povezav, ki izpolnjujejo minimalne tehnične in pravne pogoje za uporabo pri operacijah Evrosistema.

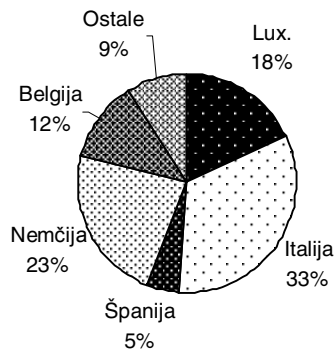
Čeprav so številne banke pričakovale, da bo uporaba povezav enostavna, je splošno mnenje, da so le-te nefleksibilne, saj zahtevajo celo vrsto postopkov. Prav zaradi tega je tudi v tem primeru večji del zavarovanj opravljen dan prej. Poleg tega je slabost SSS sistemov tudi v tem, da ne omogočajo poravnave za tuje vrednostne papirje. Sistem zahteva tudi neprestano nadgrajevanje in usklajevanje informacijskih tehnologij.

4.3. Statistični podatki o uporabi zavarovanja prek meja

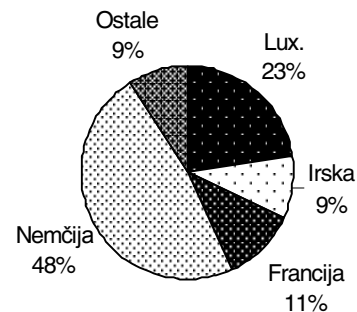
Statistični podatki, ki se nanašajo na uporabo vrednostnih papirjev prek meja, vključujejo CCBM model in povezave med klirinško depotnimi hišami. Konec leta 1999 je bilo prek meja dano v zavarovanje za 198 milijard evrov vrednostnih papirjev, kar je največ doslej. Od tega je bilo kar 82% vrednostnih papirjev danih v zavarovanje z uporabo CCBM modela. Največ vrednostnih papirjev, ki se uporabljajo prek meja, je izdanih v Italiji, Nemčiji in Luksemburgu, največ denarnih sredstev pa so iz tega naslova izplačale NCB iz Nemčije, Luksemburga in Nizozemske.

V letu 2000 je bilo dano v zavarovanje prek meja (za instrumente denarne politike in za premoščanje likvidnosti plačilnih sistemov) 17% za zavarovanje uporabljenega premoženja. Pri tem je bil v večji meri uporabljen CCBM model (87%).

Uporaba finančnega premoženja po državi, kjer so vrednostni papirji izdani



Uporaba finančnega premoženja glede na NCB – kreditodajalko



5. VREDNOSTNI PAPIRJI ZA ZAVAROVANJE EVRO TERJATEV V PRIMERU DRŽAV ČLANIC EU IZVEN EMU

Na nek način lahko rečemo, da so nam priprave za uvedbo evra pokazale vzorčni primer sprejemanja odločitev v organih EU, kjer je končna ureditev kompromis interesov posameznih držav, upoštevajoč politično moč posamezne države, ne pa vsebinskih razlogov ali pomembnosti vprašanja za posamezno državo. Večji del tehničnih priprav na EMU je potekal v razmerah, ko še ni bilo znano, katere države bodo vključene v EMU, vse države pa so poskušale vplivati tudi na najmanjše tehnične podrobnosti ureditve, ne glede na to, ali so verjele v izpolnitev vstopnih kriterijev oziroma sploh želele vstopiti v EMU. Zlasti je bila zanimiva vloga Velike Britanije, pri kateri je bila verjetnost vključitve v EMU že od začetka zelo majhna, a je delovala s polno močjo zlasti v smeri zaščite interesov londonskega Cityja.

Z vidika v tem poglavju obravnavane teme, t.j. vrednostnih papirjev za zavarovanje terjatev NCB iz ESCB izven evroobmočja, je ključno razločevanje med denarno politiko in upravljanjem plačilnih sistemov. Medtem ko je denarna politika v pristojnosti Upravnega sveta (angl. "Governing Council"), so plačilni sistemi v pristojnosti Splošnega sveta (angl. "General Council"), ki ga sestavljajo guvernerji vseh centralnih bank držav EU. Le-ta je julija 1998 objavil odločitev, da bodo po uvedbi evra kredite znotraj dneva lahko dajale tudi NCB izven evro območja. Namen tovrstnega kreditiranja je zagotavljanje sredstev na poravnalnih

računih za tekoče opravljanje plačilnega prometa v realnem času, to je v razmerah, za katere je značilna večja neuskkljenost med posameznimi prilivi in odlivi, kot pri sistemih z vgrajenim netiranjem. Šlo naj bi za prvi primer, ko je dan dostop do poravnalnega sistema tudi institucijam, ki so locirane izven jurisdikcije izdajatelja poravnalnega denarja⁷.

Omenjena odločitev je bila vgrajena v regulativo sistema TARGET⁸, katerega jedro sicer sestavljajo plačilni sistemi za bruto poravnavo v realnem času držav članic EMU ter EPM⁹. Priključijo pa se lahko tudi plačilni sistemi drugih držav članic EU, če izpolnjujejo naslednje kriterije:

- tak plačilni sistem mora obdelovati plačila v evrih kot eni od tujih valut;
- izpolnjevati mora tehnične in organizacijske pogoje za delovanje v TARGET-u, centralna banka pa mora podpisati sporazum o pristopu.

S pristopom dobi centralna banka pravico dajanja kreditov znotraj dneva v evrih, pri čemer:

- lahko daje kredite le članom svojega poravnalnega sistema, t.j. bankam in institucijam javnega sektorja, vsi pa morajo imeti v državi sedež ali podružnico¹⁰;
- vsi krediti morajo biti zavarovani z vrednostnimi papirji, razen če je prejemnik pooblaščen za izposojanje v imenu ožje države ali je upravljalec njenega dolga.

Pravica kreditiranja v evrih znotraj dneva ni le pravica temveč tudi obveznost nudenja tovrstne likvidnosti v znesku, ki je določen v pristopnem sporazumu¹¹. Po drugi strani mora centralna banka položiti vlogo v enakem znesku pri ECB ali NCB Evrosistema ter skrbeti, da celotna obveznost iz odobrenih kreditov ne preseže salda vlog¹². Centralna banka ni dolžna vzdrževati vloge preko noči, če pa jo, se le-ta (največ do dogovorjenega zneska) obrestuje po depozitni obrestni meri ECB. Centralna banka praviloma zagotavlja vlogo iz dveh virov: (i) lahko uporabi del mednarodnih rezerv ali (ii) najame kredit enakega tipa pri kreditni instituciji znotraj evro območja.

Vrednostni papirji za zavarovanje kreditov znotraj dneva naj bi izpolnjevali enake kriterije glede kreditnega tveganja in vrednotenja kot papirji, namenjeni za zavarovanje operacij denarne politike, čeprav so kriteriji glede drugih lastnosti manj zavezujoči¹³:

- izdani morajo biti v državi članici EEA, s strani izdajatelja iz države EEA;
- valuta izdaje mora biti ena od valut držav članic EEA ali druga valuta, za katero obstaja likviden trg;
- taki papirji se lahko uporabljajo le za kredite z vračilnim rokom istega dne, brez možnosti podaljšanja, prav tako ni možna uporaba pri operacijah denarne politike prek meja.

Seznam vrednostnih papirjev predloži centralna banka v potrditev ECB, ki dodatno preveri operativno izvedljivost uporabe predlaganih papirjev ter pravna tveganja v primeru njihovega unovčevanja.

⁷ Obvestilo za javnost ECB: "Conditions for the participation of non-euro area EU national central banks and credit institutions in TARGET", na http://www.ecb.int/press/pr980708_3.htm.

⁸ The Guideline of the European Central Bank on a Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System, Official Journal of the European Communities, 24.05.2001.

⁹ »ECB Payment Mechanism«; plačilni sistem, preko katerega ECB dostopa do TARGET-a.

¹⁰ Ne pa tako imenovanim »remote participants«. Za definicijo glej opombo pod 8.

¹¹ V začetku tri milijarde evrov za Bank of England, ena milijarda za ostale centralne banke. V letu 2000 so bili zneski razpolovljeni.

¹² Vloga se lahko med dnevom spreminja tudi zaradi transakcij centralne banke, na primer zaradi posegov v okviru ERM II.

¹³ Pogoji so zadostni tudi za vse vrednostne papirje, namenjene zavarovanju kreditov znotraj dneva, tako za članice kot tudi nečlanice Evrosistema.

Vrednostni papirji s seznama se uporabljajo le za zavarovanje kreditov znotraj dneva v državi, s posebnim dovoljenjem ECB¹⁴ pa je možna tudi uporaba v okviru CCBM, vendar tudi v tem primeru le za zavarovanje kreditov znotraj dneva. Ne glede na to je Bank of England, kot centralna banka londonskega finančnega centra, pooblaščen tudi za predlaganje vrednostnih papirjev nominiranih v evrih, ki kotirajo samo na londonskem trgu vrednostnih papirjev ter izpolnjujejo kriterije za uvrstitev na listo 1.

6. SLOVENIJA

6.1. Pravni vidiki

Z vstopom v EU mora Slovenija prevzeti pravni red EU, tako trenutno veljavni del kot tudi vse predpise, ki bodo uveljavljeni do dneva vstopa v EU. Z vidika obravnavane problematike sta ključni dve direktivi, in sicer direktiva o dokončnosti poravnav¹⁵ in direktiva o finančnih oblikah zavarovanja terjatev¹⁶. Medtem ko je prva večinoma že vgrajena v zakon o trgu vrednostnih papirjev in podzakonske akte Banke Slovenije za področje plačilnega prometa¹⁷, je druga še v obliki predloga, a bo predvidoma uveljavljena do vstopa Slovenije v EU. Namen direktive je poenotenje finančnih oblik zavarovanja terjatev.

V primerih uporabe vrednostnih papirjev za zavarovanje, kjer se kreditodajalec, kreditjemalec, register papirjev in lokacija trgovanja nahajajo v različnih državah, se pojavlja vprašanje pristojne zakonodaje. Direktiva predpisuje, da se za akt zavarovanja z vrednostnimi papirji uporablja pravo področja, kjer se nahaja račun vrednostnih papirjev, kjer so zabeležene pravice na papirju. Ta račun ni nujno v registru, kjer so ti papirji originalno izdani, pač pa pri t.i. pristojnem posredniku. Razlika med njima nastane v primerih verig posrednih evidenc lastništva, kot so skrbniški računi, potrdila o lastništvu, direktne povezave med depotnimi hišami in podobno.

Nasprotno slovenski pravni sistem pojmuje zavarovanje (zastavo) z dematerializiranimi vrednostnimi papirji kot dodatek k osnovni kreditni pogodbi, kar pomeni, da se za akt zavarovanja uporablja isto pravo kot za osnovni kreditni posel.

Nadalje direktiva predvideva ureditev, ki nedvoumno določa, da ima kreditodajalec pravico do finančnih instrumentov, prejetih v zavarovanje. Namen določb je zaščita pravic kreditodajalca v odnosu do stečajnega prava, zlasti v primerih, ko kreditodajalec zaradi nihanja cene vrednostnih papirjev pridobi dodatno premoženje za zavarovanje (angl. "variation margining") oziroma v primerih zamenjave papirjev danih v zavarovanje. Stečajno pravo v nekaterih državah (tudi v Sloveniji) lahko tovrstne prenose vrednostnih papirjev v določenem obdobju pred stečajem obravnava za preferenčni tretma in jih lahko celo izniči.

Z izvedbenega vidika direktiva zahteva enostavnost in stroškovno učinkovitost izvedbe zavarovanja ter omejuje zamike pri poplačilu v primeru neizpolnitve dolžnikove osnovne obveznosti.

¹⁴ Na primer, vrednostne papirje uvrščene na seznam švedske in danske centralne banke lahko uporabljajo tudi banke v Nemčiji, Franciji in na Nizozemskem ter Finskem. Vrednostni papirji, ki jih na listo 1 na predlog Bank of England uvrsti ECB, pa nimajo omejitve glede uporabe prek meje. Kot zanimivost, večina teh vrednostnih papirjev je vpisana v registre v Luksemburgu, t.j. Cedel in Euroclear, pri katerih ima Bank of England odprt skrbniški račun.

¹⁵ Settlement finality directive.

¹⁶ Directive on financial collateral arrangements.

¹⁷ Ureditev bo prenešana na nivo zakona z uveljavitvijo novega zakona o plačilnem prometu.

Sama direktiva sicer ne zahteva, da države definirajo prenos lastništva premoženja danega v zavarovanje kot obliko zavarovanja terjatev (repo in podobni posli)¹⁸, vendar v okoljih, kjer ti posli še niso izrecno urejeni v zakonodaji (med drugim v Sloveniji), obstaja možnost njihovega enačenja, po logiki enakega ekonomskega namena, s kreditnimi posli zavarovanimi z zastavno pravico na določenem premoženju. S tem nastane dvomje glede pravilnosti postopka unovčevanja zavarovanja in potencialna tveganja njegove razveljavitve.

6.2. Ocena primerne premoženja

Z vstopom v EU bodo domače banke in podružnice tujih bank, ki bodo udeleženske BPRČ sistema, dobile dostop do likvidnosti za opravljanje plačil v evrih. Kreditiranje bo omejeno na čas znotraj dneva, do skupnega zneska, določenega v sporazumu o pristopu k sistemu TARGET. Pri sklepanju sporazuma bo potrebno upoštevati dejanske potrebe po tovrstni likvidnosti, ki so razumljivo znatno manjše kot v primeru Velike Britanije, Švedske in tudi Danske, izhajajo pa iz dnevnega obsega plačilnega prometa s tujino v evrih. Za primerjavo, banke so v aprilu dnevno opravile za 13 milijard tolarjev plačil v tujino.

Nadalje je pri oceni zadostnosti vrednostnih papirjev za zavarovanje potrebno upoštevati, da je večji del vrednostnih papirjev ožje države in Banke Slovenije v lasti bank. To nas navaja na oceno, da obstaja za zavarovanje kreditov znotraj dneva zadosten portfelj ustreznih vrednostnih papirjev, zlasti ker se tudi porazdelitev po bankah približno ujema s porazdelitvijo plačilnega prometa s tujino. Dodatno povpraševanje po ustreznih vrednostnih papirjih bo lahko izhajalo iz ponudbe teh papirjev za zavarovanje kreditov znotraj dneva v drugi državi članici EMU. Tak aranžma zahteva dogovor med centralnima bankama in potrditev ECB, verjetnost, da do njega pride, pa je odvisna predvsem od interesa tujih bank, ki bodo neposredne ali posredne (preko podružnic ali hčerinskih bank v Sloveniji) lastnice slovenskih vrednostnih papirjev. Drug vir dodatnega povpraševanja pa so lahko domače operacije denarne politike ter tudi drugi zavarovani kreditni ali depozitni posli.

6.3. Sestava ustrezne liste po vstopu v EMU

Z vstopom Slovenije v EMU bo Banka Slovenije morala predlagati listo 1 ter po potrebi oblikovati tudi listo 2. Pri tem bo potrebno tehtanje nasprotujočih si argumentov. Obilje za zavarovanje ustreznega premoženja je po eni strani lahko konkurenčna prednost za domač bančni sistem, po drugi strani pa širok spekter različnih instrumentov zmanjšuje operativno učinkovitost. Omejitve pri izboru ustreznih instrumentov izhajajo tudi iz sorazmerne nerazvitosti finančnega sistema. Tako na primer še niso razširjene hipotekarne obveznice, ki so v nekaterih državah eden najpogosteje uporabljenih vrednostnih papirjev za zavarovanje. Tudi verjetnost pridobitve soglasja za vključitev posojil ali delnic¹⁹ je majhna. Opazno je tudi načrtno delovanje ECB v smeri zmanjševanja razlik med državami, kar potrjujejo tudi neformalni namigi o možnosti ukinitve celotnih nacionalnih list 2.

V primeru Slovenije bodo listo 1 (in morda tudi listo 2) sestavljali naslednji vrednostni papirji:

- blagajniški zapisi BS (tolarski in devizni);
- zakladne menice (1, 3, 6 in 12 mesečne);
- državne in paradržavne obveznice in
- bančne obveznice in druge obveznice privatnega sektorja.

¹⁸ V nasprotju z zastavno pravico, kjer dolжник ostane lastnik premoženja danega v zavarovanje, upnik pa pridobi zastavno pravico.

¹⁹ Pri nobeni slovenski delnici tudi ni izpolnjen pogoj razpoložljivosti dvajsetletne serije tržnih cen.

Vrednostni papirji liste 1 (stanje na dan 31.03.2001)

	bančni sistem	ostali	skupaj	v mlrd SIT skupaj deleži
blagajniški zapisi BS	395,5	0,0	395,5	47%
zakladne menice	19,9	7,4	27,3	3%
državne obveznice	302,3	119,6	421,9	50%
skupaj	717,7	127,0	844,7	100%

Izmed teh vrednostnih papirjev imajo banke največ blagajniških zapisov Banke Slovenije in sicer za slabih 400 milijard tolarjev, od tega je 97% blagajniških zapisov v tujem denarju. Pri tem moramo upoštevati, da se vrednostni papirji centralne banke, izdani pred vključitvijo v EMU, sicer avtomatsko vključujejo v listo 1, vendar se bo njihovo stanje po vključitvi hitro zmanjševalo.

Blagajniškim zapisom sledijo državne obveznice. Podrobnejši pregled portfelja bank pokaže, da prevladujejo sanacijske obveznice (50% celotnega portfelja obveznic predstavljajo različne serije obveznice RS15).

Na listo je možno uvrstiti tudi bančne obveznice, ob pogoju, da banka izdajatelj izpolnjuje določene bonitetne kriterije. Ker je težko oceniti, katere banke bi te kriterije izpolnjevale, jih v simulaciji nismo uvrstili na listo. Poleg tega je potrebno omeniti, da banka ne more uporabiti vrednostnih papirjev, ki jih je izdala ali garantirala sama ali z njo povezana oseba. Glede na povezave bank pri nas bi bila možnost uporabe bančnih obveznic majhna. Trenutno je v obtoku za 61 milijard tolarjev takih obveznic, banke pa jih imajo v svojem portfelju manj kot 6%.

Skupaj imajo banke v lasti kar 85% ustreznih vrednostnih papirjev, kar je precej več kot v Evrosistemu (33%). To po eni strani kaže na majhno vlogo direktnih financ, po drugi strani pa odraža regulativo Banke Slovenije ter nekatere zgodovinske razloge, zlasti način sanacije bank z zamenjavo aktive.

V nabor vrednostnih papirjev razpoložljivih za zavarovanje obveznosti slovenskih bank se bodo vključevali tudi tuji vrednostni papirji v njihovi lasti, v kolikor so le-ti uvrščeni na listo druge države članice EMU. Za orientacijo o dejanskem obsegu tega portfelja lahko služi podatek, da imajo banke v lasti za približno 73 milijard tolarjev tujih vrednostnih papirjev, s katerimi lahko izpolnjujejo obveznost deviznega minimuma, kar pa predstavlja zgornjo oceno za zavarovanje ustreznih vrednostnih papirjev.

Med tujimi vrednostnimi papirji so upoštevane tudi evro obveznice Republike Slovenije, ki kotirajo na borzi v Luksemburgu in v Frankfurtu²⁰ in jih bo, po predvidevanjih, možno uporabljati za zavarovanje v okviru operacij Evrosistema. Dostop do teh papirjev bo za slovenske banke možen z uporabo CCBM ali morebitnih povezav KDD-ja z depotnima hišama v Luksemburgu oziroma Frankfurtu. Večji del trgovanja s temi obveznicami, v lanskem letu 70%, se izvede prek okenc. Glede na to, da znaša vrednost evrobveznic okrog 474 milijard tolarjev, kar je več kot znaša vrednost vseh izdanih državnih obveznic v Sloveniji, ter da imajo banke trenutno v lasti za 27 milijard tolarjev teh obveznic, bo potrebno doseči njihovo uvrstitev na listo 1 prek luksemburške NCB.

²⁰ ECB je določila pravilo, da lahko določene vrednostne papirje uvrsti na listo NCB tista država, v kateri ti vrednostni papirji kotirajo na organiziranem trgu.

LITERATURA IN VIRI:

Guideline of the European Central Bank on a trans-European automated real-time gross settlement express transfer system (Target), ECB, March 2001

ECB Monthly Bulletin, *The collateral framework of the Eurosystem*, April 2001

Cross-border use of collateral – A user's survey, ECB, February 2001

The single monetary policy in stage three, ECB, November 2000

Cross-border collateral statistics, ECB, 2000

ECB Monthly Bulletin, *Consolidation in the securities settlement industry*, February 2000

Correspondent central banking model (CCBM), ECB, November 1999

Assessment of EU securities settlement systems against the standards for their use in ESCB credit operation, ECB, September 1998

Annual Report 2000, ECB

Annual Report 1999, ECB

Commission of the European Communities: Directive of the European Parliament and of the Council on financial collateral arrangements, 2001

Eligible assets in the Eurosystem – Eligibility criteria and approval procedures, Deutsche Bank EMU Watch, 1999

Eligible assets and collateral management, The experience of the Bank of Greece, Bank of Greece, November 2000

The role of the Eurosystem with regard to the payment and securities settlement systems, Bulletin de la banque central du Luxembourg, March 2000