

UNIVERZA V LJUBLJANI

FAKULTETA ZA MATEMATIKO IN FIZIKO

Finančna matematika - 1. Stopnja

Katarina Černe

STRUKTURA PROSTIH TRGOV

Delo diplomskega seminarja

Mentor: izred. prof. dr. David Dolžan

Ljubljana, 13.9.2017

KAZALO

Povzetek	3
Abstract	3
1 Finančni trg	4
1.1 Finančne institucije	4
1.2 Borzni posredniki	5
1.3 Struktura finančnega trga	6
1.3.1 Organiziran trg	7
1.3.1.1 Borza	8
2 Prosti trg	9
2.1 NASDAQ	10
2.2 Centralno klirinško depotna družba – KDD	11
2.3 Agencija za trg vrednostnih papirjev	12
2.4 Prosti trg med krizo	13
2.5 MiFID	14
2.6 MiFID II	14
3 Struktura prostih trgov	15
3.1 Centralnost trgovcev	15
3.2 Oblike trgovanja	17
3.3 Vrste vrednostnih papirjev	18
3.3.1 Obveznice	19
3.3.2 Valutne zamenjave	21
3.3.3 Izvedeni finančni instrumenti	21
3.3.4 Terminalske pogodbe	21
3.3.5 Opcije	21
3.3.6 Delnice	22
3.4 Načini poravnave poslov	23
Slovar strokovnih izrazov	24
LITERATURA IN VIRI	25

Struktura prostih trgov

POVZETEK

Finančni trg je del finančnega sistema. Delimo ga na primarni in sekundarni trg. Na primarnem trgu vrednostnih papirjev potekajo prve izdaje vrednostnih papirjev, na sekundarnem trgu vrednostnih papirjev pa se trguje z že izdanimi vrednostnimi papirji in lahko poteka kot trgovanje na borzi ali kot trgovanje na prostem trgu. Za trgovanje z vrednostnimi papirji na borzi je značilno, da poteka med kupci in prodajalci redno na določeni lokaciji in je nadzorovano s strani pristojnih organov. Svetovno najbolj znane borze so *the New York Stock Exchange* (NYSE) ter *the Chicago Board of Trade*, v Sloveniji pa je to Ljubljanska borza, d. d. s sedežem v Ljubljani.

Prosti trg ali *Over-the-counter* (OTC) trg pa se od borze razlikuje v tem, da nima neke fizične lokacije, kjer poteka trgovanje in zanj ne veljajo tako stroga pravila. Zato se ta trg imenuje tudi trg brez tržnega prostora. Udeleženci prostega trga trgujejo prek telefona, računalniških sistemov, elektronske pošte,... Vrednosti transakcij, ki se izvajajo na prostem trgu, se določajo z neposrednimi pogajanjmi med prodajalci in kupci oziroma njihovimi posredniki. Prosti trg je pomemben predvsem za manjša podjetja, ki ne izpolnjujejo potrebnih kriterijev za uvrstitev na borzo. Svetovno najbolj znan OTC trg je the National Association of Securities Dealers Automated Quotation – NASDAQ.

The structure of over-the-counter market

ABSTRACT

The financial market is a part of the financial system. One part is the primary market and the other is the secondary market. The first issue of securities is on the primary securities market, while the further trading takes place on the secondary market - stock exchange trading or over-the-counter (OTC) trading. Trading on a stock exchange takes place and it's supervised by the competent authorities. The most well-known global stock exchanges are *the New York Stock Exchange* (NYSE) and *the Chicago Board of Trade*. In Slovenia, there is Ljubljanska borza, d. d..

OTC markets do not have a physical location, they are less transparent and operate with fewer rules than does stock exchange. OTC dealers convey their bids, ask for quotes and negotiate execution prices over telephone, electronic bulletin boards, electronic messages, ... The values of transactions are determined by the dealers, when they quote prices at which they will sell or buy to other dealers and to their clients or customers. The OTC markets are important for small companies. The world's best-known OTC market is the National Association of Securities Dealers Automated Quotation – NASDAQ.

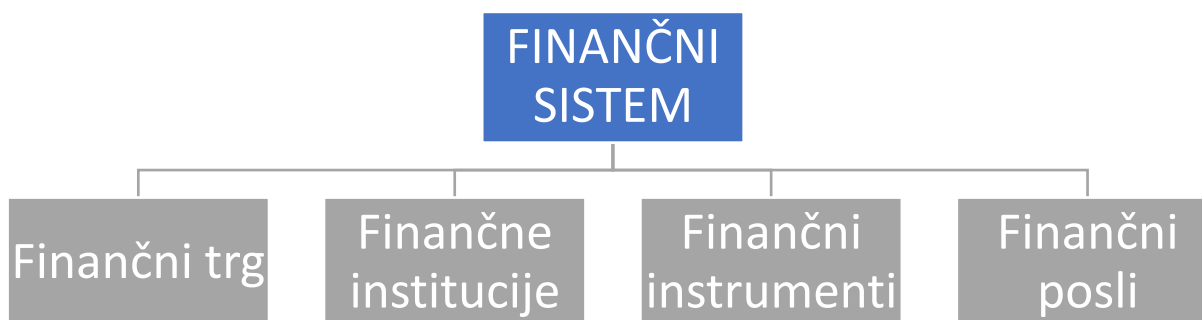
JEL Classification: G12, G14, G24

Ključne besede: finančni trg, prosti trg, trgovci, omrežje trgovcev

Keywords: financial market, OTC market, dealers, dealer networks

1 FINANČNI TRG

Finančni trgi so poleg finančnih institucij in finančnih instrumentov oziroma finančnih poslov, del finančnega sistema. Med seboj so tesno povezani in se dopolnjujejo. Finančni trgi so prostor, kjer s finančnimi instrumenti nastopajo finančni akterji. To so finančne institucije, njihovi nadzorniki, regulatorji in interesna združenja. Akterji, ki nastopajo na trgu, nastopajo s finančnimi instrumenti. Z njimi izvajajo finančne posle, s katerimi uresničujejo namen instrumentov. (Štiblar, 2013)

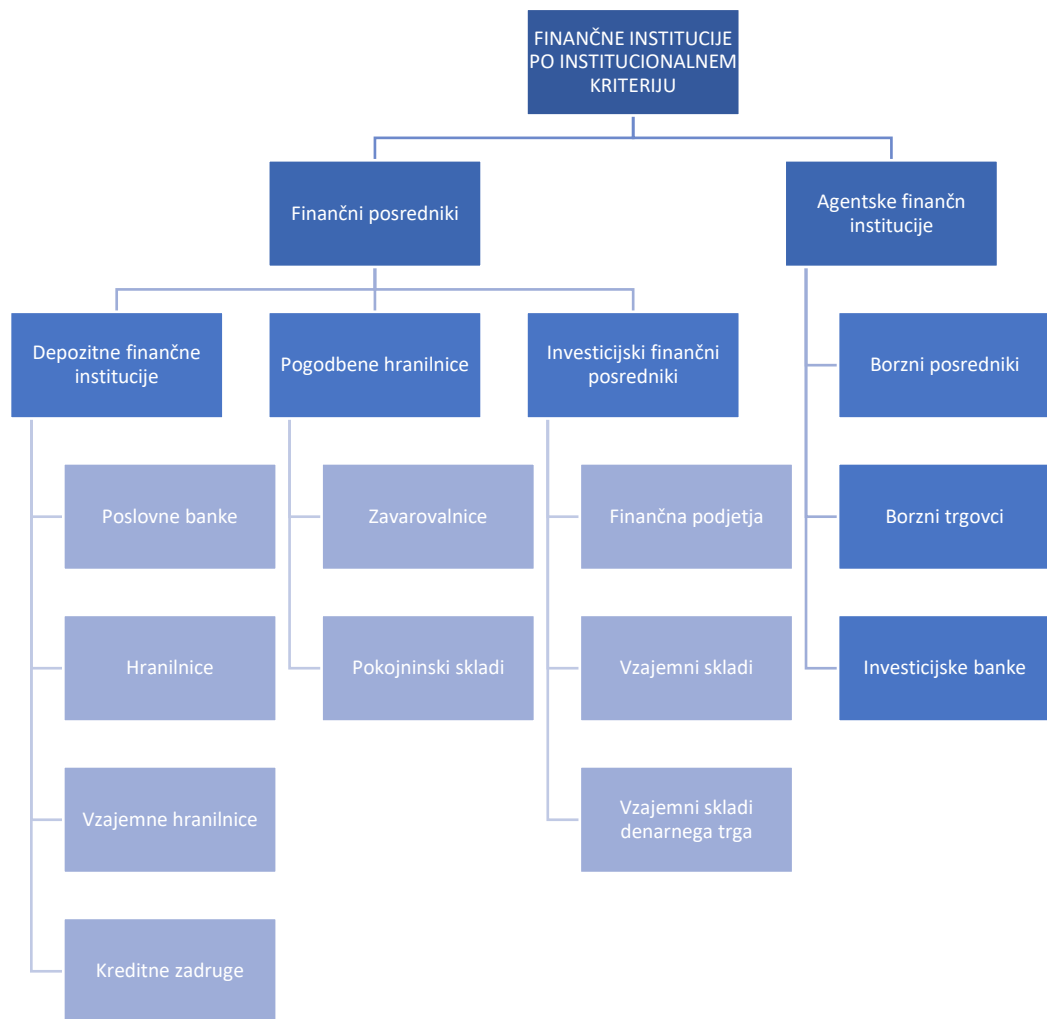


Slika 1: Struktura finančnega Sistema (Štiblar, 2013)

Finančni trg predstavlja skupek odnosov med ponudbo in povpraševanjem po finančnih sredstvih. Prva in osnovna funkcija finančnega trga je v učinkovitosti alociranja finančnih sredstev od suficitnih k deficitnim ekonomskim celicam. (Prohaska, 1999) Na finančnem trgu se torej dogaja prenos finančnih sredstev med gospodarskimi celicami s presežki in gospodarskimi celicami s primanjkljaji. Pomembni udeleženci finančnega trga so **finančne institucije**.

1.1 Finančne institucije

Finančne institucije so udeleženke na finančnem trgu. To so podjetja, ki se ukvarjajo s finančnimi posli v najširšem smislu. Prodajajo in proizvajajo finančne oblike in storitve. Delimo jih na finančne posrednike (angl. *financial intermediaries*) in agentske finančne institucije (angl. *agents and brokers*), ki poslujejo v imenu drugih. Njihova naloga je, da najdejo ustreznega posojilodajalca za posojilojemalca ter obratno za določen posel. Pomembnost teh finančnih institucij se ne vidi iz velikosti ali povečanja njihove premoženjske bilance, ker se pač sredstva ne pretakajo prek njih ali njihovih premoženjskih bilanc. »Blago«, ki ga imajo na zalogi (angl. *stock-in-trade*), so informacije. Zaznajo in potem znajo razložiti signale, ki jih drugi ne vidijo in ne slišijo. (Ribnikar, 1999)



Slika 2: Finančne institucije po institucionalnem kriteriju (Štublar, 2013)

1.2 Borzni posredniki

Borzni posrednik je oseba, ki ima veljavno dovoljenje agencije za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ATVP) za opravljanje poslov borznega posrednika. (ZTVP-1-UPB2, 108.člen)

Po Zakonu o trgu vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ZTVP) lahko samo borzni posredniki pri borzno posredniških družbah opravljajo storitve izvrševanja nalogov strank, gospodarjenja z vrednostnimi papirji in svetovanja strank v zvezi z nakupom oziroma prodajo vrednostnih papirjev.

Zakon tudi določa, da borzni posrednik ne sme spodbujati ali priporočati strankam nakupa ali prodaje vrednostnih papirjev zgolj z namenom pridobitve provizije.

Dolžnosti borznih posrednikov so, da:

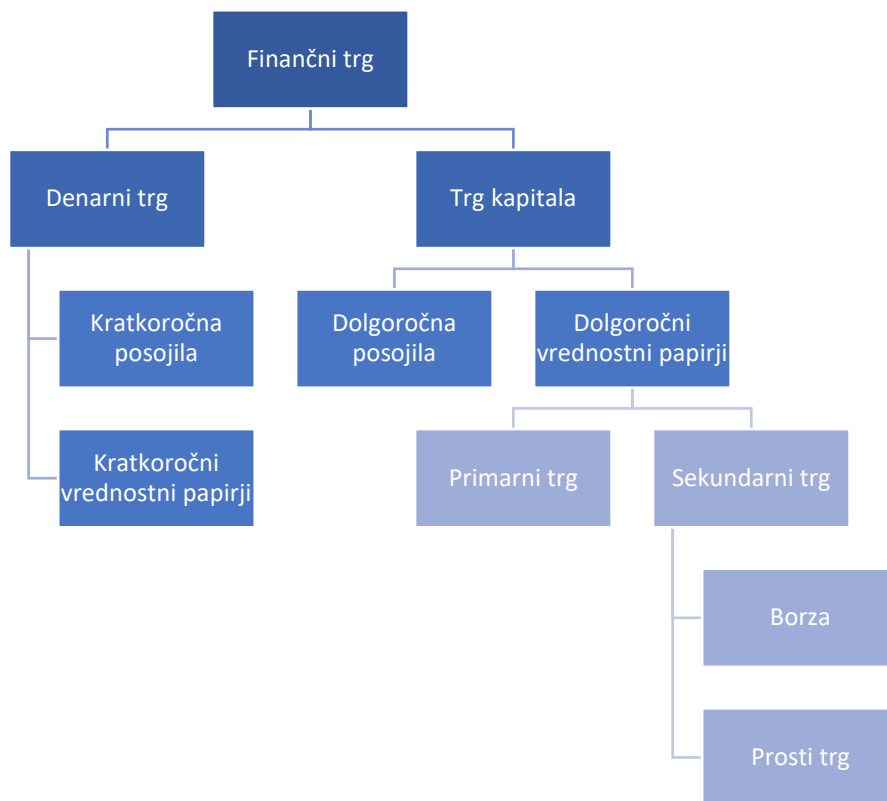
- vestno posredujejo v dobro komitentov, tako da se izogibajo ravnanju, ki bi utegnilo vzbuditi dvom o nepristranskosti, omajati zaupanje v njihovo delo ali pravilnost listin, ki jih izdajajo,
- varujejo zaupnost nalogov, pogovorov in sklepov o poslu, razen v primeru, ko komitent izrecno odobri kaj drugega, ali če narava posla narekuje drugačne postopke,
- vodijo knjige in evidence o delu,
- na zahtevo strank izdajo izpise iz evidence naročil, ki so povezani s posli strank,
- hranijo dokumentacijo, povezano z borznim poslovanjem,
- tretjim osebam preprečijo dostop do BIS in njegove uporabe ter
- opozarjajo organe borze o ugotovljenih nepravilnostih v zvezi z BIS. (Mramor, 2000)

1.3 Struktura finančnega trga

Obstaja več delitev finančnega trga. Ena izmed njih je delitev na **primarni** in **sekundarni trg** (angl. *primary and secondary market*). Na primarnem trgu se izdajajo novi vrednostni papirji, z že izdanimi vrednostnimi papirji pa se trguje na sekundarnem trgu. Le-ta je pomemben za obstoj prvega, saj obstoječi finančni instrumenti imetnikom vrednostnih papirjev omogočajo doseganje visoke stopnje likvidnosti z možnostjo njihove prodaje na borzi ali prostem trgu. (Prohaska, 1999)

Druga delitev je glede na čas prenosa sredstev od suficitnih na deficitne celice. V tem primeru se finančni trg deli na **trg denarja**, kjer je ročnost instrumentov običajno do enega leta in na **trg kapitala**, kjer se trguje z dolgoročnimi finančnimi oblikami z dospelostjo preko enega leta oz. brez dospelosti. Zaradi nastopanja posameznih finančnih institucij se v praksi trga med seboj prepletata in meja med njima ni jasno in točno določena.

Dalje lahko trg kapitala razdelimo na **trg dolgoročnih vrednostnih papirjev** in na **trg dolgoročnih posojil oz. pogodbeni trg**, kjer gre za skupek bilateralnih odnosov. Trg dolgoročnih vrednostnih papirjev, na katerem se trguje z vrednostnimi papirji s stalnim in spremenljivim donosom, dolžniškimi (upniškimi) vrednostnimi papirji (angl. *debt securities*) in lastniškimi vrednostnimi papirji (angl. *equity securities*) pa imenujemo tudi **odprti trg** (angl. *open market*). (Prohaska, 1999) Tako opredeljen trg dolgoročnih vrednostnih papirjev lahko razdelimo na **primarni oz. emisijski trg** in na **sekundarni trg**, ki je sestavljen iz **borze vrednostnih papirjev** in **prostega trga** oz. trgovanja »prek okenc« (angl. *over-the-counter – OTC*).



Slika 3 Struktura finančnega trga

1.3.1 Organiziran trg

V zakonu o trgu vrednostnih papirjev – ZTVVP, je organiziran trg vrednostnih papirjev¹ opredeljen kot trg vrednostnih papirjev, ki je posredno ali neposredno dostopen javnosti, na katerem trgovanje poteka redno in je urejen in nadzorovan s strani pristojnih organov. Organizirana trga vrednostnih papirjev sta **borza** in **prosti trg**. Izdajatelj mora pred trgovanjem z vrednostnimi papirji na organiziranem trgu uspešno opraviti prvo javno prodajo² teh vrednostnih papirjev v skladu z določbami tega zakona oziroma pridobiti dovoljenje ATVP za organizirano trgovanje.

Borzni trg je tisti del organiziranega trga vrednostnih papirjev, na katerem se trguje z vrednostnimi papirji, ki so uspešno opravili prvo javno prodajo v skladu z ZTVVP oziroma za katere je izdajatelj pridobil dovoljenje ATVP za organizirano trgovanje in jih je pristojni organ borze – Odbor za sprejem – sprejel v borzno kotacijo.

¹ Vrednostni papirji po tem zakonu so delnice, obveznice in drugi serijski vrednostni papirji. (ZTVVP-1-UPB2, 3.člen)

² Prva prodaja vrednostnih papirjev je prodaja vrednostnih papirjev na podlagi izdajateljeve ponudbe ob izdaji vrednostnih papirjev. Vse ostale prodaje vrednostnih papirjev so nadaljnje prodaje. (ZTVVP-1-UPB2, 4.člen)

Prosti trg pa je del organiziranega trga vrednostnih papirjev, na katerem se trguje s tistimi vrednostnimi papirji, ki so prav tako uspešno opravili prvo javno prodajo v skladu z določbami ZTVP oziroma za katere je izdajatelj pridobil dovoljenje ATVP za organizirano trgovanje, ampak niso bili sprejeti v kotacijo na borzi. (ZTVP-1-UPB2, 9.člen)

1.3.1.1 Borza

Borza je ustanova, kjer poteka trgovanje z vrednostnimi papirji in deluje po pravilih, ki jih postavlja država, tako da je zagotovljeno učinkovito in legalno poslovanje. Po ZTVP lahko borza opravlja storitve v zvezi z organiziranjem trgovanja z vrednostnimi papirji. Opravlja lahko tudi storitve v zvezi z organiziranjem trgovanja z drugimi finančnimi instrumenti³, če za opravljanje teh storitev pridobi dovoljenje ATVP. Prav tako lahko opravlja tudi dejavnost objavljanja in obdelave podatkov o poslih s tržnimi vrednostnimi papirji v skladu z ZTVP ter tehnične storitve za potrebe trgovanja z netržnimi vrednostnimi papirji. Za opravljanje teh dejavnosti borza ne potrebuje dovoljenja ATVP.

Pogoji, ki jih morajo izpolnjevati vrednostni papirji, da so sprejeti na borzo so naslednji (ZTVP-1-UPB2, 233.člen):

- biti morajo v celoti vplačani,
- biti morajo neomejeno prenosljivi,
- izdani morajo biti v nematerializirani obliki in
- glede na poslovanje izdajatelja in lastnosti vrednostnih papirjev izpolnjujejo pogoje, ki jih določi borza v splošnem aktu.

Glede na zadnjo točko lahko borza določi pogoje glede na:

- kapital izdajatelja,
- obdobje poslovanja izdajatelja,
- skupno nominalno ali tržno vrednost izdanih vrednostnih papirjev, na katere se nanaša zahteva za kotacijo na borzi ter
- številko oseb, ki imajo v lasti vrednostne papirje, na katere se nanaša zahteva za kotacijo na borzi (razpršenost vrednostnih papirjev).

Če vrednostni papir in izdajatelj izpolnjujeta pogoje za kotacijo, ga mora borza sprejeti v borzno kotacijo. (ZTVP-1-UPB2, 235.člen) Najkasneje 8 dni po sprejetju vrednostnega papirja v kotacijo, mora borza odločitev objaviti na borznem elektronskem sistemu obveščanja ali na

³ Termenske pogodbe, valutne termenske pogodbe, obrestne in valutne zamenjave, opcije na finančne instrumente, opcije na obrestno mero, valutne opcije,...

kakšen drug način, ki omogoča obveščanje najširše javnosti. Po tej objavi, se lahko prične z vrednostnim papirjem trgovati na uradnem borznem trgu. (ZTVP-1-UPB2, 236.člen)

V naslednjem poglavju bom pisala o drugem delu organiziranega trga – prostem trgu, v nadaljevanju pa več o sami strukturi prostega trga, o strukturi udeležencev in o vrednostnih papirjih, s katerimi se na prostem trgu trguje bom pisala v naslednjem poglavju.

2 PROSTI TRG

Prosti trg ali **trg prek okenc** (angl. *over-the-counter – OTC market*) nima neke fizične lokacije, zato se mu lahko reče tudi **trg brez tržnega prostora**. Organiziran je kot množica posrednikov, ki so lahko zelo razpršeni. Med seboj komunicirajo prek telefona ali prek elektronskih komunikacijskih povezav oziroma prek računalniškega sistema. Na ta način posredniki vnašajo zahteve za nakupe in prodaje vrednostnih papirjev. Na prostem trgu ni takih omejitev članstva kot na borzah, vendar tudi tukaj veljajo določeni pogoji. Za razliko od borze, kjer se večinoma trguje z lastniškimi vrednostnimi papirji⁴ in deloma z dolžniškimi papirji⁵, ki so jih izdala podjetja, se na prostem trgu največ trguje z **dolžniškimi vrednostnimi papirji**, in sicer z obveznicami podjetij, predvsem pa države. Državne dolžniške papirje je tako mogoče kupiti samo na prostem trgu preko določenih posredniških hiš, ki so specializirane za trgovanje s posameznimi izdajami teh papirjev. (Fuller, 1987)

Prosti trg je pomemben predvsem za manjša podjetja, ki ne izpolnjujejo kriterijev za uvrstitev na borzni trg, saj tako pridobijo možnost nastopa na organiziranih trgih vrednostnih papirjev. S tem imajo možnost lažjega pridobivanja kapitala. (Mramor, 2000)

Na prostem trgu posredniki (angl. *brokers*) delujejo kot ustvarjalci trga (angl. *market makers*), s tem ko objavijo ceno, po kateri bi kupili oziroma prodali določen vrednostni papir. Posel se izvede med dvema udeležencema trga, ne da bi kdorkoli vedel za ceno in količino vrednostnih papirjev prisotnih v poslu. Zaradi nepreglednosti cen in količine trgovanja, je prosti trg manj pregleden kot borzni trg, kar je lahko vzrok za špekulacije.

Najbolj znan OTC trg je NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotation*). Prek sistema NASDAQ se trguje predvsem z delnicami tehnoloških in nekaterih

⁴ Lastniški vrednostni papirji so delnice in drugi njim enakovredni prenosljivi vrednostni papirji, kakor tudi katera koli druga vrsta prenosljivih vrednostnih papirjev, ki dajejo pravico do pridobitve katerega koli prej navedenega vrednostnega papirja zaradi njihove zamenjave ali izvršitve pravic, ki jih vsebujejo, če je slednje vrednostne papirje izdal izdajatelj, ki je izdal tudi delnice, iz katerih so ti vrednostni papirji izvedeni, ali če jih je izdal subjekt, ki pripada skupini navedenega izdajatelja. (ZTVP-1-UPB2, 3.člen)

⁵ Dolžniški vrednostni papirji po ZTVP so obveznice in drugi serijski vrednostni papirji, ki dajejo imetniku pravico do izplačila glavnice in morebitnih obresti oziroma drugih donosov. (ZTVP-1-UPB2, 3.člen)

manjših podjetij. V Sloveniji se poravnava poslov z vrednostnimi papirji, sklenjenimi izven organiziranega borznega trga, izvaja v centralno Klirinško Depotni Družbi (v nadaljevanju: KDD).

V razvitih zahodnih državah poteka večina trgovanja z državnimi vrednostnimi papirji ravno na prostem trgu. Udeležba na njem je v bistvu neomejena. Trgovanje je podvrženo nižji stopnji regulacije. Obstoj prostega trga ne izključuje trgovanja z enakimi vrednostnimi papirji na klasičnem borznem trgu, vendar ta igra v večini nepomembno vlogo. (Valenčič, 2004)

V Sloveniji je bilo leta 2015 na Ljubljanski borzi sklenjenih za dobrih 393 mio evrov poslov, ker predstavlja 7,9% vseh poslov. Prenosi na prostem trgu pa so predstavljali preostalih 92,1% po vrednosti merjenih poslov in sicer je njihova skupna vrednost znašala 4,94 milijard evrov. (Letno poročilo KDD 2015, 2016)

V nadaljevanju je opisana svetovno največja elektronska borza NASDAQ ter Centralno klirinško depotna družba KDD.

2.1 NASDAQ

NASDAQ (Nacionalno združenje trgovcev z vrednostnimi papirji avtomatska kotacija) je ameriška elektronska borza s sedežem v New Yorku. Za New York Stock Exchange, je NASDAQ druga največja borza, kjer se na uro izvede več poslov, kot na katerikoli drugi borzi na svetu. Ustanovljena je bil leta 1971 prek Nacionalnega združenja trgovcev vrednostnih papirjev (angl. *the National Association of Securities Dealers - NASD*) z namenom, da bi vlagateljem omogočila trgovanje z vrednostnimi papirji z računalniškim, hitrim in preglednim sistemom. NASDAQ je predstavljala prvi elektronski borzni trg. Na NASDAQ trgu se trguje z delnicam velikanov, kot so Apple, Google, Microsoft, Oracle, Amazon, Intel in Amgen.

NASDAQ se je leta 2006 od NASD uradno ločila in začela delovati kot nacionalna borza vrednostnih papirjev. Leta 2007 se je združila s skandinavsko borzo OMX pod imenom Nasdaq OMX. S tem je nastala največja borzna družba na svetu, ki izvaja približno desetino vseh svetovnih transakcij z vrednostnimi papirji. Trgovanje poteka predvsem z lastniškimi vrednostnimi papirji, prav tako pa tudi z opcijami in izvedenimi finančnimi instrumenti. Njena najsodobnejša trgovska tehnologija se uporablja na 70 borzah v 50 državah. Od leta 2008 je vključena v indeks S&P 500, kateri velja za najboljšo predstavitev ameriškega borznega trga. (Investopedia, 2017)

Sistem NASDAQ je sčasoma prevzel večino poslov, ki so se izvajali na OTC trgih

Od februarja 1971 do junija 2015 se je povprečna stopnja rasti NASDAQ povečala za 9,24%. Od konca krize, junija 2009 do junija 2015 pa je narastla za 18,29% na leto. (Wikipedia, 2016)

Nasdaq Stock Market ima tri tržne ravni:

- Kapitalski trg (*small cap*)
 - Predstavlja trg za podjetja, ki imajo sorazmerno majhno tržno kapitalizacijo. Zahteve za ta trg so manj stroge, kot za druge, saj tu ne nastopajo podjetja s tako visoko tržno kapitalizacijo.
- Globalni trg (*mid cap*)
 - Sestavljen je iz 1.450 delnic, ki izpolnjujejo stroge finančne in likvidnostne zahteve ter standarde upravljanja podjetij družbe Nasdaq.
- Globalni izbrani trg (*NASDAQ-GS large cap*)
 - Sestavljen je iz 1.200 delnic, ki izpolnjujejo stroge finančne in likvidnostne zahteve ter standarde upravljanje podjetij družbe Nasdaq. Ta trg je bolj ekskluziven od zgornjega. Vsak oktober oddelek za kvalifikacije (*Nasdaq Listing Qualifications Department*) pregleda globalni trg, da ugotovi, ali je katera od delnic upravičena za uvrstitev na globalni izbrani trg. (Wikipedia, 2017)

2.2 Centralno klirinško depotna družba – KDD

KDD je bila ustanovljena 10. januarja 1995. Njeni delničarji so banke, borznoposredniške družbe, družbe za upravljanje, državni skladi in izdajatelji.

V KDD se opravlja posle zbirne hrambe vrednostnih papirjev, ugotavlja in izpolnjuje obveznosti iz poslov z vrednostnimi papirji ter vodi centralni register imetnikov nematerializiranih vrednostnih papirjev v Republiki Sloveniji.

Centralni register je informatizirana evidenca nematerializiranih vrednostnih papirjev, pravic in obveznosti iz njih, njihovih vsakokratnih imetnikov in bremen na njih. Sestavljen je iz računov vrednostnih papirjev.

Vodenje centralnega registra pomeni celoto upravljanja vpisov in vzdrževanje drugih podatkov v centralnem registru v skladu z zakonom, pravili in navodili. (Pravila poslovanja KDD, 16.člen)

Člani KDD se delijo na:

- Člane-izdajatelje
 - To so osebe, ki so izdale vrednostne papirje, vpisane v register.
- Sistemske člane
 - Pa so osebe, ki ji KDD omogoča posredovanje nalogov, oziroma delov nalogov in drugih sporočil v centralni register. Le-te lahko posreduje v mejah svoje pravne in poslovne sposobnosti, po elektronski poti in na standardiziran način, določen v pravilih. Sistemski člani so lahko udeleženi tudi pri poravnavi borznih poslov. (Pravila poslovanja KDD, 5.člen)

Kako poteka vpis podatkov o borznih poslih v informacijski sistem?

Borza posreduje KDD končno trgovalno poročilo, ki vsebuje naslednje podatke o posameznem borznem poslu:

- o ceni
- o vrsti in količini vrednostnih papirjev, ki so predmet borznega posla
- o sistemskih članih, ki sta oziroma so stranke tega posla
- o številki računa vrednostnih papirjev prodajalca, če je bila vnesena v borzni trgovalni sistem, oziroma podatek, da je bil prodajni borzni posel sklenjen pri trgovanju za skupni račun, in
- o številki računa vrednostnih papirjev kupca, če je bila vnesena v borzni trgovalni sistem, oziroma podatek, da je bil nakupni borzni posel sklenjen pri trgovanju za skupni račun.

KDD izključno na podlagi končnega trgovalnega poročila vpiše zgornje podatke o borznih poslih, sklenjenih na posamezen trgovalni dan, v informacijski sistem najpozneje naslednji trgovalni dan določene ure. (Pravila poslovanja KDD, 72.člen)

Poravnava obveznosti prenosa vrednostnih papirjev in plačila kupnine se opravi po načelu sočasnosti izpolnitve. (Pravila poslovanja KDD, 75.člen)

V spodnji tabeli je prikazano število OTC poslov v Sloveniji od leta 2011 do leta 2014.

Leto	Število	Vrednost (v milijardah)
2011	8969	0,470
2012	7881	2,8
2013	7519	2,34
2014	7284	5,45

(Letno poročilo KDD 2015, 2016)

Tabela 1 Število in vrednost izvedenih poslov v Sloveniji od leta 2011 do 2014

2.3 Agencija za trg vrednostnih papirjev

Agencija za trg vrednostnih papirjev predstavlja glavni regulator trga. Ustanovljena je bila 13.3.1994. ATVP je pravna oseba javnega prava, ki je zadolžena za nadzor nad trgom finančnih instrumentov. Svoje naloge izvršuje z namenom, da bi zagotovila spoštovanje določb zakonov, ki urejajo področje trga vrednostnih papirjev, in njihovih vsakokratnih sprememb ter predpisov, izdanih na podlagi teh zakonov, ter s tem ustvarila pogoje za učinkovito delovanje trga vrednostnih papirjev. (Štiblar, 2013)

Njen glavni cilj je zaščita investorjev. Predvsem so mišljeni mali investitorji, saj se od institucionalnih pričakuje več strokovnega znanja.

Njene naloge pa so razdeljene na štiri osnovna področja, in sicer:

- Nadzor nad trgov vrednostnih papirjev oziroma nadzor nad finančnimi organizacijami, ustanovljenimi na podlagi ZTVP in Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, ter nadzor postopkov v zvezi s prevzemi po Zakonu o prevzemih,
- Izdajanje dovoljenj: za poslovanje finančnih organizacij po ZTFI in ZISDU, za javno ponudbo vrednostnih papirjev, za ponudbo za odkup, bornim posrednikom za opravljanje poslov z vrednostnimi papirji in članom uprav družb za upravljanje ter borzno posredniških družb,
- Priprava podzakonskih aktov Agencije, ki so pravna podlaga za urejanje, nadzor in razvoj trga vrednostnih papirjev v Republiki Slovenije,
- Vodenje registrov oziroma drugih podatkov s področja trga vrednostnih papirjev. (Štiblar, 2013)

2.4 Prosti trg med krizo

Kot sem že opisala, je trgovanje na prostem trgu zasebno dogovorjeno med dvema nasprotnima strankama. Zaradi tega trgovanje ni pregledno, saj so informacije v zvezi s poslom praviloma na voljo le-tem pogodbenim strankam. Zato je prepoznavanje razsežnosti in narave s transakcijo povezanega tveganja oteženo.

V času pretresov na trgu takšne značilnosti povečujejo negotovost, kar je pokazala tudi finančna kriza. Največje pomanjkljivosti prostega trga so se v tem času pokazale v skorajšnjem propadu banke Bear Sterns marca 2008, propadom banke Lehman Brothers 15. septembra 2008 in reševanjem zavarovalnice AIG. V letih pred krizo je uporaba izvedenih finančnih instrumentov⁶ močno rasla, k čemer so v največji meri prispevale ravno transakcije na prostem trgu, saj se na njem trguje z 80 odstotki izvedenih finančnih instrumentov. Konec leta 2009 je ocenjena vrednost prostega trga izvedenih finančnih instrumentov znašala približno 615 bilijonov evrov, kar je za 12% več kot konec leta 2008. (Štiblar, 2013) Ta podatek pa je še vedno 10% nižji od vrha, ki ga je trg dosegel junija 2008.

⁶ Izvedeni finančni instrument je pogodba med dvema strankama, povezana s prihodnjo vrednostjo ali stanjem osnovnega finančnega instrumenta, ki je osnova izvedenega finančnega instrumenta in na katerega se nanaša. (Štiblar, 2013)

2.5 MiFID

Direktiva o trgih finančnih instrumentov - MiFID (angl. *Markets in Financial Instruments Directive*) je Evropska direktiva, ki velja od 1. novembra 2007 in ima vpliv na spremembe in poenotenje zakonodaje s področja storitev na trgih vrednostnih papirjev v Evropi. MiFID predstavlja osnovo načrta FSAP⁷, preko katerega naj bi z 42 ukrepi temeljito spremenili delovanje evropskega trga finančnih storitev. MiFID ureja predpise na področju investicijskih storitev v finančnih instrumentih kot so posredništvo, svetovanje, trgovanje, upravljanje portfeljev jamstev itd., ki jih izvajajo banke ali investicijska podjetja, ter ureja delovanje borz in drugih trgovalnih mest.

Glavna cilja direktive sta:

- Spodbujati oziroma povečati konkurenco na trgu finančnih storitev in
- hkrati izboljšati zaščito potrošnikov in vlagateljev, ki poslujejo na trgu.

Direktiva je ustvarila konkurenco na področju storitev, izboljšala povezovanje na področju reguliranih trgov in finančnih instrumentov, povečala možnost izbire in znižala cene za investitorje.

2.6 MiFID II

Dogajanje na trgih zaradi finančne krize je pokazalo, da ima MiFID pomanjkljivosti in da je potrebna dodatna okrepitev zaščite vlagateljev. Tako MiFID II ustrezno razširja področje uporabe na druge finančne instrumente in mesta trgovanja.

Cilji MiFID II so sledeči:

- varnejši finančni trg,
- preglednejši finančni trg,
- večje zaupanje vlagateljev v finančni trg,
- zmanjšano tveganje neurejenega trga,
- zmanjšanje zlorab trga,
- učinkovitejši finančni trg,
- zmanjšanje sistemskega tveganja ter
- zmanjšanje nepotrebnih stroškov za udeležence trga.

S tem bi delovali v korist gospodarstva in spodbujali rast novih delovnih mest.

⁷ Financial sector Assessment Program

3 STRUKTURA PROSTIH TRGOV

Pri razlagi strukture prostega trga sem si pomagala s člankom Dan Li in Norman Schürhoff *Dealer network*. Vzorec, na katerem je razložena struktura, je sestavljen iz 72,2 mio transakcij, 1,28 mio obveznic in 2.257 borznoposredniških hiš.

3.1 Centralnost trgovcev

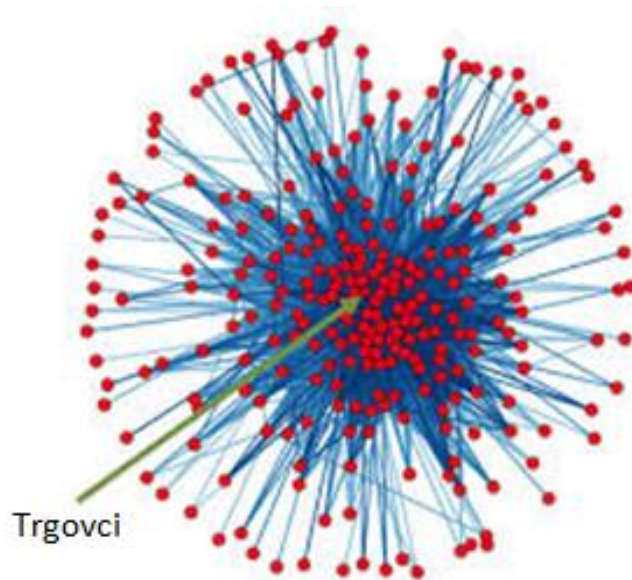
Na prostem trgu trguje seveda veliko trgovcev. Da določimo njihovo centralnost, uporabimo sledeče kriterije:

- Stopnja centralnosti – *dg*, (angl. *degree centrality*)
 - Merimo lokalno povezljivost trgovca v omrežju. Izračunamo jo kot vsoto vseh povezav, ki jih ima trgovec z ostalimi trgovci v omrežju, deljeno s številom vseh trgovcev v omrežju. Z uporabo podatkov o smeri toka naročil, lahko izračunamo še vstopno stopnjo (angl. *indegree*) in izstopno stopnjo (angl. *outdegree*). Če se upošteva še celoto vseh naročil, lahko izračunamo še utežene variante:
 - $dg_{outwtrade}$ = izstopna stopnja utežena s številom poslov
 - $dg_{inwtrade}$ = vstopna stopnja utežena s številom poslov
 - $dg_{outwpar}$ = izstopna stopnja utežena s skupnim zneskom
 - dg_{inwpar} = vstopna stopnja utežena s skupnim zneskom.
- Lastni vektor centralnosti - *ev* (angl. *eigenvector*)
 - Meri pomembnost trgovca v omrežju, glede na moč njegovih povezav. Pri tem upošteva, da povezave s trgovci z visokimi ocenami prispevajo več k rezultatu, kot enake povezave s trgovci z nizkimi ocenami. Upoštevamo posredne in neposredne trgovske partnerje.
 - ev_{wtrade} = lastni vektor utežen s številom poslov
 - ev_{wpar} = lastni vektor utežen s skupnim zneskom
- Medsebojnost - *bt* (angl. *betweenness*)
 - Šteje vse kratko obstoječe povezave na poti, ki povezujejo katerakoli dva trgovca v omrežju.
- Bližina - *cl* (angl. *closeness*)
 - To je inverz povprečnega števila korakov, ki so potrebni, da se dva ustrezna trgovca dobita.
- Bratovščina – *cc* (angl. *cliquishness*)
 - Je verjetnost, da trgovca B in C, s katerimi trguje A, trgujeta tudi med seboj.

Korelacija med stopnjo centralnosti in povezanostjo zajema hierarhično strukturo mreže.

S pomočjo zgornjih meril⁸ lahko za vsakega trgovca i in vsako časovno obdobje j izračunamo koeficient centralnosti Net_{ji} . Njegova vrednost se giblje med 0 in 1, bolj kot je koeficient bližje 1, bolj je trgovec centralen.

Omrežje trgovcev na prostem trgu ima centralno-periferno obliko. V središču omrežja je od 10 do 30 močno povezanih centralnih trgovcev in na obrobju je več sto razpršeno povezanih perifernih borzno-posredniških hiš. Pozicija - ali so trgovci centralni ali periferni - je precej obstojna in se s časoma praviloma ne spreminja, kar nam zagotavlja stabilno mrežo skozi čas. Heterogenost, glede na stopnjo centralnosti, je zelo velika, kar se kaže v učinkovitosti iskanja ustreznega trgovca. Centralni trgovec ima več povezav in zato tudi več informacij. Deluje kot nekakšno vozlišče v usmerjanju toka trgovanja. Velika heterogenost se kaže tudi v likvidnosti, ki jo trgovec lahko ponuja stranki.



Slika 4: Centralno-periferna oblika

D. Li in N. Schürhoff sta v članku Dealer network zapisala, da je verjetnost, da bosta trgovca trgovala tudi naslednji mesec, ob predpostavki, da sta trgovala tekoči mesec, enaka 65%. Če trgovca nista trgovala tekoči mesec, je velika verjetnost - 85%, da ne bosta trgovala tudi naslednji mesec.

⁸ dgout, dgin, kcoreout, kcorein, bt, clout, clin, ev, cc, sdgoutwntrade, dginwntrade, dgoutwpar, dginwpar, evwntrade, evwpar

		mesec $t+1$	
mesec t		trgujeta	ne trgujeta
	trgujeta	65%	35%
	ne trgujeta	15%	85%

Tabela 2: Stabilnost skozi čas

V naslednji tabeli razvrstimo trgovce v šest razredov glede na njihovo centralnost. V prvi razred spada prvih deset z najvišjo centralnostjo, v drugi razred je uvrščenih naslednjih devet, itd. V tabeli je prikazana verjetnost, da bo trgovec naslednji mesec ostal v istem razredu kot tekoči mesec.

		mesec $t+1$					
mesec t		1-10	11-20	21-50	51-100	101-200	>200
	1-10	93%	7%				
	11-20	7%	78%	14%			
	21-50		5%	81%	14%		
	51-100			8%	79%	13%	
	101-200				6%	79%	15%
	>200					3%	97%

Tabela 3: Centralnost trgovcev

Vidimo da je stabilnost pozicije trgovcev skozi čas obstojna. Najbolj centralni trgovci ostajajo na samem vrhu 93% časa. To ja za pričakovati v situacijah, ko je zelo pomembno biti dobro povezan, kljub temu da je cena za to lahko velika.

3.2 Oblike trgovanja

Poznamo več vrst trgovanj in sicer glede na udeležence posla ločimo:

- *Customer-to-dealer trade (CD)*
- *Interdealer trade (DD)*
- *Dealer-to-customer trade (DC)*

Tako lahko razdelimo trg na dva dela. Na trg, kjer poteka trgovanje le med trgovci (angl. *interdealer market*) in na trg, kjer trgovci trgujejo s strankami - posamezniki, hedge skladi⁹,... (angl. *customer market*). Trgovec lahko vse obveznice proda naenkrat ali po delih. Trgovanje tako poteka v krožnih transakcijah (angl. *round-trip transaction*). Vlagatelj proda obveznico

⁹ V literaturi ni zaslediti jasne definicije hedge sklada, gre pa za vse vrste investicijskih skladov, podjetij ali komanditnih družb, ki investirajo v izvedene finančne instrumente.

trgovcu (CD), ta jo lahko proda drugemu trgovcu (DD), ali vlagatelju (DC). Celotna transakcija lahko tako poteka prek enega trgovca (CDC) ali ima vmes več posrednikov (C(N)DC).

V trgovanju se torej oblikujejo nekakšne verige trgovcev(C(N)DC). V spodnji tabli je prikazano, kako si trgovci med seboj razdelijo pribitke. Vidimo, da ne glede na to, koliko trgovcev je vključenih v verigo, vedno zasluži največ predzadnji člen v verigi. Kar nam pokaže, da obveznica ni kupljena, temveč prodana - »*Bonds are not bought, they are sold.*». Zaradi tega je trg komunalnih obveznic znan tudi kot »trg kupcev«. Zelo pomembno je torej, da se prepozna kupce, ki so pripravljeni kupiti obveznico. Vsak trgovec zaračuna določen pribitek (angl. *markup*), ki kompenzira stroške iskanja kupcev in stroške zaloga.

V tabeli so prikazane različno dolge verige trgovcev in koliko vsak izmed njih s poslom zasluži.

		Pribitek vsakega trgovca v verigi						
Tip transakcije	Skupni pribitek	#1	#2	#3	#4	#5	#6	#7
CDC	1,85	1,85 (100%)						
CDDC	1,94	0,84 (43%)	1,10 (57%)					
CDDDC	2,26	0,66 (29%)	0,52 (23%)	1,08 (48%)				
CDDDDC	2,92	0,64 (22%)	0,60 (21%)	0,55 (19%)	1,13 (39%)			
CDDDDDC	3,26	0,63 (19%)	0,30 (9%)	0,82 (25%)	0,40 (12%)	1,11 (34%)		
CDDDDDDC	3,57	0,60 (17%)	0,27 (8%)	0,45 (13%)	0,85 (24%)	0,27 (8%)	1,14 (32%)	
CDDDDDDDC	3,71	0,62 (17%)	0,23 (6%)	0,43 (12%)	0,53 (14%)	0,47 (13%)	0,29 (8%)	1,15 (31%)

Tabela 4 Deleži pribitkov

Vidimo, da se pribitki med trgovci precej razlikujejo. Največji pribitek ima predzadnji trgovec, saj so prejšnji pribitki tisti, ki si jih trgovci zaračunajo med seboj in ti so praviloma nižji. Skupni pribitek se seveda veča z dolžino trgovske verige – več trgovcev kot je v verigi, višji je pribitek.

3.3 Vrste vrednostnih papirjev

Na prostih trgih se trguje predvsem z obveznicami, valutami, izvedenimi finančnimi instrumenti in strukturiranimi produkti. V Združenih državah Amerike se na prostih trgih trguje tudi z

lastniškimi delnicami, kot so OTCQX, OTCQB in OTC Pink sheet (prej OTC Bulletin Board in Pink Sheets). (Investopedia, 2017)

Veliko se trguje tudi z delnicami manjših podjetij, ki se niso uspela uvrstiti na borzni trg.

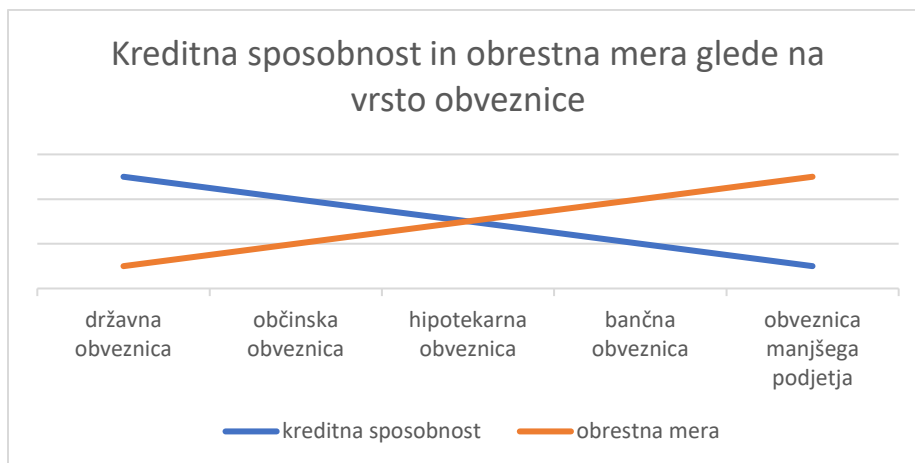
3.3.1 Obveznice

Obveznica je dolžniški vrednostni papir, ki predstavlja pogodbo, s katero se izdajatelj obveznice obveže, da bo imetniku obveznice oziroma osebi, navedeni v obveznici, ob določenem času poplačal glavnico, povečano za dogovorjene obresti oziroma t.i. kupone. Obveznico izda izdajatelj takrat, ko potrebuje denar, saj ima funkcijo kot posojilo oziroma je način zadolževanja. Obveznica se s posojilom razlikuje v tem, da se z obveznico lahko trguje. S tem se pravice posojilodajalca ob prodaji obveznice prenesejo na nekoga drugega – novega imetnika obveznice. Takšen način zadolževanja se uporablja takrat, ko izdajatelj potrebuje večjo količino denarnih sredstev za daljše obdobje. Za njega je obveznica vir financiranja. Za vlagatelje pa je finančna naložba, ki prinaša vnaprej dogovorjene obrestne mere. (Finančni slovar, 2017)

Glede na to, kdo je izdal obveznice, se delijo na:

- **državne obveznice** (angl. *state and local government bonds*) – to so obveznice centralne vlade ali federalnih oblasti,
- **občinske obveznice** (angl. *municipal bonds*) – izdajajo jih javnopravne finančne organizacije, centralna vlada pa ne jamči za vračilo dolga in plačilo obresti,
- **hipotekarne obveznice – zadolžnice** (angl. *mortgage bonds*) – izdajajo jih javnopravne finančne organizacije, jamstva vračila dolga pa ne predstavlja hipoteka oziroma pravica zastavka na nepremičnine,
- **bančne obveznice** – izdajajo jih banke, hranilnice in druge finančne organizacije,
- **obveznice podjetij** (angl. *corporate bonds*) – izdajajo jih velika in mala podjetja. (Prohaska, 1999)

Največjo varnost izplačila obresti in vračilo dolga ob dospetju nudijo državne obveznice, saj je država neomejeno likvidna glede na svoje domače zavezance. Seveda je varnost odvisna tudi od same države. Obstajajo namreč podjetja, na primer multinacionalke, ki imajo večjo kreditno sposobnost od nekaterih držav.



Slika 5: Kreditna sposobnost in obrestna mera glede na vrsto obveznice

V zgornjem grafu je prikazana obrestna mera v odvisnosti od kreditne sposobnosti. V primeru da je kreditna sposobnost izdajatelja obveznice nizka, mora postaviti višjo nominalno obrestno mero, da bo kljub večji tveganosti na tak način pritegnil vlagatelje.

Ker se zahteve vlagateljev razlikujejo, poznamo več vrst obveznic. Glede ročnosti oziroma časa dospelje poznamo:

- Zakladne menice
 - čas dospelja krajši od enega leta
- Kratkoročne obveznice
 - čas dospelja 1-5 let
- Srednjeročne obveznice
 - čas dospelja 5-20 let
- Dolgoročne obveznice
 - čas dospelja 20-30 let

Obveznica je lahko kuponska ali brezkuponska (angl. *zero-coupon bonds*). V prvem primeru imamo določen polletni oziroma letni kupon ter zapadlost, medtem ko v drugem primeru imamo določeno samo zapadlost.

Druge vrste obveznic:

- Obveznice s spremenljivo obrestno meto (angl. *floating-rate notes*)
- Obveznice brez dospelja
- Obveznice s kritjem
- Obveznice v tuji valuti
- Obveznice z dvojno valuto (angl. *dual-currency*)

3.3.2 Valutne zamenjave

To je pogodba med dvema strankama, ki se dogovorita, da si bosta zamenjali plačevanje obresti in vračilo glavnice.

3.3.3 Izvedeni finančni instrumenti

Izvedeni finančni instrument je finančna pogodba, katere vrednost je odvisna od vrednosti enega ali več premoženj ali indeksov premoženj. Poznamo štiri skupine izvedenih finančnih instrumentov:

- Terminalske pogodbe (angl. *futures in forwards*)
- Opcije (angl. *options*)
- Zamenjave (angl. *swaps*)
- Kombinacije zgornjih treh

Vse te skupine se lahko nanašajo na valuto, blago, obrestno mero ali borzni indeks vrednostnih papirjev. (Mramor, 2000)

3.3.4 Terminalske pogodbe

Terminalska pogodba je pogodba, ki pomeni obvezo nakupa ali prodaje osnovne naložbe danes po terminskem tečaju in z rokom izvršitve, daljšim od dveh delovnih dni. Rok je običajno 1, 2, 3, 6, 9, 12 ali 18 mesecev ter 2, 3 ali 5 let.

Poznamo dve vrsti terminskih pogodb:

- **Standardizirane terminalske finančne pogodbe** (angl. *futures*) – z njimi se trguje na organiziranih terminskih trgih, in
- **Nestandardizirane terminalske pogodbe** (angl. *forward*) – z njimi pa se trguje neposredno (gre za zasebne, največkrat medbančne posle prostega trga, ki so zato predmet kreditnega tveganja) (Mramor, 2000)

3.3.5 Opcije

Opcija je drugi primer izvedenih finančnih instrumentov. Lastniku daje pravico, in ne obveznosti nakupa ali prodaje osnovne naložbe, na katero se opcija nanaša, za določeno ceno v določenem časovnem obdobju (ameriška opcija) ali na določen dan (evropska opcija). Osnovne naložbe so lahko delnice, obveznice, različno blago in valute.

Poznamo dve vrsti opcij:

- Nakupna opcija (*call*)
Investitor si z njo kupi pravico, in ne obveznosti nakupa dogovorjenega zneska osnovne naložbe po vnaprej določeni izvršilni ceni kadarkoli do in/ali na dan

zapadlosti opcije. Pravico nakupa bo torej investitor želel izkoristiti, ko bo vrednost osnovne naložbe narasla na vnaprej določeno ceno in v določenem času.

- Prodajna opcija (*put*)

Z njo si kupec zagotovi pravico, in ne obveznosti prodaje dogovorjenega zneska osnovne naložbe po vnaprej določeni izvršilni ceni kadarkoli do in/ali na dan zapadlosti opcije. Pravico prodaje želi izkoristiti, ko vrednost osnovne naložbe pade.

3.3.6 Delnice

Delnice (angl. *stocks* ali *shares*) so lastniški vrednostni papirji, ki imetniku predstavljajo delež v lastnini delniške družbe. Osnovni kapital neke delniške družbe je razdeljen na določeno število enakih delov oziroma delnic. Imetnik delnice z njeno lastnino pridobi določene pravice in sicer pravico do izplačila dividende in pravice do soodločanja v podjetju. Pravice, ki jih imetnik pridobi, so opredeljene v Zakonu o gospodarskih družbah (v nadaljevanju ZGD). Večje število delnic kot jih ima imetnik, večji delež delniške družbe mu pripada. Dividende niso vnaprej določene, temveč je njihova višina odvisna od poslovnega uspeha družbe, katerim delnice pripadajo. Včasih je bila delnica dejanski kos papirja – od tod tudi ime vrednostni papir. Imetnik je lahko le-tega prodal za denar in ob transakciji fizično izročil kos papirja novemu vlagatelju. ZGD določa, da morajo biti delnice izražene v nematerializirano obliki, torej ne obstajajo več v fizični obliki kot papir. Seznam delnic je voden v digitalno obliki pri KDD. Delnice so prenosljiv vrednostni papir, kar pomeni, da lahko imetnik z njo trguje – jo proda novemu vlagatelju. Izjema so imenske delnice, razen če statut družbe opredeli možnost, da se lahko imenske delnice preoblikujejo v prenosljive in obratno.

Vrednost delnice je odvisna od višine ustvarjenega dobička, kakovosti in velikosti podjetja. Prav tako ima vpliv na ceno gospodarski cikel.

Glede na pravice, ki jih ima imetnik delnice, se delnice delijo na:

- Navadne delnice

Največ delnic je navadnih delnic. V primeru, da pride do stečaja podjetja, kateremu delnica pripada, so imetniki navadnih delnic zadnji v vrsti, ki so poplačani iz stečajne mase. Imetnikom navadnih delnic (po ZGD) pripadajo naslednje pravice:

- pravica do udeležbe pri upravljanju družbe
- pravica do udeležbe v ustvarjenem dobičku - dividend
- pravica do ustreznega dela preostalega premoženja po likvidaciji ali stečaju družbe

- Prednostne delnice

Imetniki prednostnih delnic, poleg pravic, ki jih imajo imetniki navadnih delnic, pridobijo tudi prednost pri izplačevanju vnaprej določenih zneskov dobička –

dividend. Prednostna delnica omogoča tudi prednost pri izplačilu vrednosti sredstev iz stečajne mase ob morebitni likvidaciji podjetja.

Prednostne delnice nimajo glasovalnih pravic, kar pomeni, da imetniki prednostnih delnic ne morejo soodločati pri vodenju družbe. Družba (po ZGD) ne sme imeti več kot polovice prednostnih delnic v sestavi osnovnega kapitala.

Prednostne delnice so lahko zamenljive, kar pomeni, da omogočajo imetnikom zamenjavo prednostnih delnic v navadne delnice. (Finančni slovar, 2017)

V čem se delnice in obveznice razlikujejo? V splošnem bi lahko rekli, da med njima obstajajo štiri temeljne razlike in sicer:

- delnice so vrednostni papir brez roka dospelja, medtem ko je obveznica dolžniški papir z rokom dospelja,
- glede na nedoločen rok dospelja se z večino delnic trguje na sekundarnem trgu kapitala,
- z obveznicami se večinoma trguje na prostem trgu, z delnicami pa tako na prostem trgu kot na borzi vrednostnih papirjev,
- za obveznice so značilne nespremenljive obrestne mere in njihova vrednost od dospelju, za delnice pa ne obstaja vnaprej določena stopnja donosa. (Prohaska, 1999)

3.4 Načini poravnave poslov

Posel na prostem trgu pomeni transakcijo z vrednostnimi papirji dvostransko med strankama posla. Obveznosti poslov se lahko sklenejo na dva načina in sicer:

- po načelu dostave proti plačilu (angl. *Delivery versus payment – DVP*) - značilnost take poravnave je v tem, da se izvedba poravnave vrednostnih papirjev in poravnave denarnega dela posla izvedeta sočasno oziroma
- brez sočasnega plačila (angl. *free payment – FOP*) – stranki posla se o načinu poravnave obveznosti plačila dogovorita med seboj.

Pri načelu dostave proti plačilu – DVP, je poravnava denarnega dela običajno v centralno bančnem denarju (na denarnih računih v upravljanju centralne banke), možna pa je tudi poravnava v komercialnem denarju (na denarnih računih v upravljanju poslovne banke).

Vse take poravnave poslov z vrednostnimi papirji sklenjenimi izven organiziranega borznega trga, torej na prostem trgu, se v Sloveniji izvaja v KDD. (Banka Slovenije, 2016)

SLOVAR STROKOVNIH IZRAZOV

betweenness medsebojnost; spremenljivka, uporabljena pri izračunu koeficienta Net_{ji}

brokers posredniki

cliquishness bratovščina; spremenljivka, uporabljena pri izračunu koeficienta Net_{ji}

closeness bližina; spremenljivka, uporabljena pri izračunu koeficienta Net_{ji}

corporate bonds obveznice podjetij

customer market tisti del prostega trga, kjer trgujejo trgovci z različnimi posamezniki

debt securities dolžniški (upniški) vrednostni papirji

degree centrality stopnja centralnosti; spremenljivka, uporabljena pri izračunu koeficienta Net_{ji}

eigenvector lastni vektor; spremenljivka, uporabljena pri izračunu koeficienta Net_{ji}

equity securities lastniški vrednostni papirji

financial intermediaries finančni posredniki

futures in forwards terminske pogodbe

interdealer market tisti del prostega trga, kjer trgujejo trgovci

market makers ustvarjalci trga

markup pribitki, ki jih trgovci zaračunajo pri poslih na prostem trgu

mortgage bonds hipotekarne obveznice – zadolžnice

municipal bonds občinske obveznice

options opcije

over-the-counter market trg prek okenc

primary and secondary market primarni in sekundarni trg

state and local government bonds državne obveznice

stocks / shares delnice

swaps zamenjave

LITERATURA IN VIRI

- [1] B. Valenčič, Sekundarni trg državnih vrednostnih papirjev Republike Slovenije, Ekonomska fakulteta, 2004.
- [2] Banka Slovenije, Poravnava vrednostnih papirjev, [25.8.2017]. Dostopno na: <https://www.bsi.si/placilni-sistemi.asp?MapaId=1433>
- [3] D. Li and N. Schurhoff, Dealer Networks, No 2014-95, Finance and Economics Discussion Series, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.), Dostopno na: <http://EconPapers.repec.org/RePEc:fip:fedgfe:2014-95>, 2014.
- [4] D. Mramor, Trg kapitala v Sloveniji: prikazi, analize, mnenja, Gospodarski vestnik, Ljubljana, 2000.
- [5] F. Russell, Modern investments and security analysis, McGraw-Hill, New York, 1987.
- [6] F. Štiblar, Finančni trgi, akterji, instrumenti, posli: stebri finančnega sistema samostojne Slovenije / Franjo Štiblar, Založba ZRC, ZRC SAZU, Ljubljana, 2013.
- [7] Finančni slovar, [25.8.2017]. Dostopno na: <http://www.financnislovar.com/index.html>
- [8] I. Ribnikar, Monetarna ekonomija I., Ekonomska fakulteta, Ljubljana, 1999.
- [9] Investopedia, Nasdaq, [30.8.2017]. Dostopno na: <http://www.investopedia.com/terms/n/nasdaq.asp>
- [10] Investopedia, Over-The-Counter Market, [25.8.2017]. Dostopno na: <http://www.investopedia.com/terms/o/over-the-countermarket.asp>.
- [11] Letno poročilo 2015, 2016. Centralno klirinško depotna družba.
- [12] Pravila poslovanja KDD, 2016. Centralno klirinško depotna družba, 1.0
- [13] Wikipedia, NASDAQ, [25.8.2017]. Dostopno na: <https://en.wikipedia.org/wiki/NASDAQ>
- [14] Z. Prohaska, Finančni trgi, Ekonomska fakulteta, Ljubljana, 1999.
- [15] Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih (ZNVP-1), 2005. Državni zbor Republike Slovenije Št. 003-02-7/2015-9