

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

MAGISTRSKO DELO

**PRIMARNI TRG KAPITALA KOT VIR
FINANCIRANJA SLOVENSКИH PODJETIJ**

Ljubljana, december 2002

BRANKO GREGOREC

IZJAVA

Študent Branko Gregorec izjavljam, da sem avtor tega magistrskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom prof. dr. Ivana Ribnikarja in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 11.12.2002

Branko Gregorec

KAZALO:

1. UVOD	1
2. TEORETIČNA IZHODIŠČA	4
2.1. FINANČNI IN KAPITALSKI TRGI	4
2.2. VREDNOSTNI PAPIRJI IN NJIHOVI TRGI.....	6
2.2.1. <i>Razviti primarni trgi vrednostnih papirjev</i>	9
2.2.1.2. Posli investicijske banke na razvitih primarnih trgih	10
2.3. POJEM IN OBLIKE VIROV FINANCIRANJA PODJETJA	16
2.3.1. <i>Financiranje podjetij prek trga kapitala</i>	18
2.3.1.1. Financiranje z lastniškim kapitalom.....	20
2.3.1.2. Financiranje z dolžniškim kapitalom.....	21
3. PREGLED TRGA KAPITALA V SLOVENIJI	22
3.1. REGULATIVA IN INSTITUCIONALNO OKOLJE.....	22
3.1.1. <i>Agencija za trg vrednostnih papirjev</i>	24
3.1.2. <i>Organiziran trg vrednostnih papirjev</i>	25
3.1.3. <i>Klirinško depotna družba</i>	28
3.1.4. <i>Borzno posredniške družbe in banke</i>	30
3.1.5. <i>Banka Slovenije</i>	31
3.1.6. <i>Institucionalni investitorji na trgu kapitala</i>	32
3.2. DELITEV TRGA KAPITALA V SLOVENIJI IN NJEGOVE ZNAČILNOSTI	36
4. PRIMARNI TRG KAPITALA V SLOVENIJI	39
4.1. JAVNE PONUDBE VREDNOSTNIH PAPIRJEV OB IZDAJI	41
4.2. NADALJNJE JAVNE PRODAJE VREDNOSTNIH PAPIRJEV	44
4.3. NEJAVNI PRIMARNI TRG	45
4.4. ZBIRNI PREGLED PRIMARNEGA TRGA KAPITALA V SLOVENIJI	45
4.5. STORITVE INVESTICIJSKE BANKE NA SLOVENSLEM PRIMARNEM TRGU	46
4.6. STROŠKI PRIMARNEGA TRGA	57
4.6.1. <i>Sistemski stroški</i>	57
4.6.2. <i>Stroški investicijske banke</i>	60
4.6.3. <i>Ostali stroški izdaje</i>	61
5. DOLGOROČNO FINANCIRANJE SLOVENSКИH PODJETIJ NA TRGU KAPITALA	64
5.1. RAZISKAVA O FINANČNIH POTREBAH IN FINANCIRANJU SLOVENSКИH PODJETIJ	64
5.1.1. <i>Načrtovane investicije in njihovo financiranje</i>	64
5.1.2. <i>Dolžniško financiranje podjetij</i>	66
5.1.3. <i>Lastniško financiranje podjetij</i>	66
5.2. FINANCIRANJE SLOVENSКИH PODJETIJ Z IZDAJO VREDNOSTNIH PAPIRJEV	67
5.2.1. <i>Financiranje podjetij z izdajo delnic</i>	67
5.2.2. <i>Financiranje podjetij z izdajo obveznic</i>	68
5.3. PRIMERJAVA DOLŽNIŠKEGA FINANCIRANJA Z VREDNOSTNIMI PAPIRJI IN POSOJILOM	70
5.3.1. <i>Osnovne značilnosti bančnih posojil v primerjavi z vrednostnimi papirji</i> . 70	
5.3.2. <i>Prednosti in slabosti financiranja z izdajo obveznic</i>	71
5.3.3. <i>Primerjava stroškov dolžniškega financiranja podjetja</i>	74
5.3.3.1. Stroški izdaje obveznic.....	74
5.3.3.2. Stroški posojila	76

5.3.3.3. Primerjava skupnih stroškov financiranja.....	78
6. PRIHODNOST SLOVENSKEGA PRIMARNEGA TRGA KAPITALA	81
6.1. RAZVOJ SLOVENSKEGA TRGA KAPITALA.....	81
6.2. MOŽNOSTI ZA PRIHODNJI RAZVOJ PRIMARNEGA TRGA KAPITALA.....	84
6.2.1. <i>Hipotekarne obveznice</i>	87
6.2.2. <i>Financiranje prevzemov z novo izdanimi vrednostnimi papirji</i>	89
6.2.3. <i>Izdaja obveznic na podlagi listinjenja bančnega premoženja</i>	92
7. SKLEP	93
8. LITERATURA	100
9. VIRI	102
SLOVARČEK SLOVENSКИH PREVODOV TUJIH IZRAZOV	I
PRILOGE	III-XIV

1. UVOD

Finančni trgi zagotavljajo denar tistim, ki ga želijo za izpeljavo svojih načrtov, in hkrati zagotavljajo donosna finančna aktiva tistim, ki so jih pripravljene kupiti z denarjem. Na finančnih trgih se vsak dan pojavljajo novi instrumenti, s katerimi poskušajo finančne institucije, podjetja, država in ostali pritegniti investitorje, da bi svoje prihranke naložili prav v njihove finančne instrumente.

Po ročnosti delimo finančni trg na trg denarja, na katerem se trguje s kratkoročnimi finančnimi oblikami z dospelostjo do enega leta in trg kapitala, na katerem se trguje z dolgoročnimi finančnimi oblikami z dospelostjo prek enega leta ali brez dospelosti. Trg kapitala v širšem pomenu zajema trgovanje z vsemi dolgoročnimi finančnimi instrumenti. Trg kapitala v ožjem pomenu besede pomeni mesto trgovanja z dolgoročnimi lastniškimi in dolžniškimi vrednostnimi papirji, s stalnim in spremenljivim donosom, podjetij, države, občin in drugih izdajateljev. Nadalje lahko delimo trg vrednostnih papirjev na primarni trg, kjer se trguje z novo izdanimi vrednostnimi papirji in na sekundarni trg, kjer poteka trgovanje z že izdanimi vrednostnimi papirji.

Subjekte trgov vrednostnih papirjev lahko razdelimo na tiste, ki imajo presežke sredstev (investitorji), na tiste, ki sredstva potrebujejo (izdajatelji) ter na finančne institucije, ki na različne načine posredujejo med prvimi in drugimi. Med največjimi izdajatelji na trgu vrednostnih papirjev so podjetja, ki običajno ne morejo financirati svojega razvoja z internimi finančnimi sredstvi. Na primarnem trgu izdajatelji prodajo novo izdane vrednostne papirje investitorjem in tako zbirajo dodatna sredstva. Novo oblikovanje določenega vrednostnega papirja, njegovo izdajo in plasiranje na trg oziroma prvo prodajo imenujemo primarna izdaja, trg, kjer transakcija poteka, pa primarni trg vrednostnih papirjev.

Za mnoga podjetja na razvitih trgih kapitala predstavlja zbiranje finančnih sredstev z izdajo vrednostnih papirjev pomemben in velikokrat dominanten način zunanjega financiranja. Za ta namen podjetja uporabljajo različne oblike vrednostnih papirjev, pri čemer imajo dve osnovni možnosti, da se financirajo preko trga vrednostnih papirjev. Lahko se začasno zadolžijo na trgu preko izdaje obveznic (lahko tudi kratkoročnih vrednostnih papirjev) kot dolžniških papirjev in za prejeti dolg lastnikom obveznic plačujejo vnaprej določene obresti, ali pa se odločijo za novo izdajo delnic, s čimer podjetje pride do lastnih trajnih sredstev (kapitala) in vlagateljem podeli delničarske pravice. Imetniki lahko vrednostne papirje, v primeru njihove proste prenosljivosti, kadarkoli prodajo na trgu vrednostnih papirjev.

Glede na način pretoka kapitala v podjetja oziroma zunanjega financiranja podjetij ločimo bančna gospodarstva, kjer prevladuje pritek kapitala preko bančnih posojil, ter tržna gospodarstva, kjer prevladuje pritek kapitala preko finančnega trga, to je preko izdaje lastniških in dolžniških vrednostnih papirjev.

Financiranje z izdajo vrednostnih papirjev prinaša podjetjem tako prednosti (razširi se krog financerjev podjetja in zmanjša odvisnost od bank, razprši se struktura finančnih virov podjetja, ki postane bolj fleksibilna, podjetje pride do virov daljše ročnosti in večjega obsega kot v primeru bančnega financiranja, prav tako se z investiranjem v vrednostne papirje na nacionalni ravni aktivirajo prihranki prebivalstva v produktivne namene, in podobno), kot tudi nekatere slabosti (postopek izdaje vrednostnih papirjev je bolj kompleksen in dolgotrajen kot financiranje s strani bank, podjetje postane javno, kar poveča obveznost razkritja informacij, možnost prodaje zaupnih informacij, možnost prevzema, in podobno).

Pogoj, da bi izdajatelj lahko izkoristil prednost financiranja z vrednostnimi papirji, je obstoj ter ustrezna razvitost in urejenost kapitalskega trga. Velja trditev, da samo dobro delujoči trg kapitala lahko prispeva k večji učinkovitosti gospodarstva.

Trge kapitala evropskih držav, ki niso članice Evropske skupnosti, praviloma razvrščamo v tako imenovane razvijajoče se trge kapitala. Po svetu je opazna izrazita rast in pomen trgov kapitala, to pa še zlasti velja za razvijajoče se trge. Različne študije kažejo, da trg delnic na splošno ugodno vpliva na gospodarsko rast države, pri čemer je ta rast neposredno odvisna od likvidnosti trga oziroma prometa delnic. Slovenski trg kapitala se še vedno nahaja v tranzicijskem obdobju, njegov razvoj pa, kljub relativno razviti infrastrukturi, zaostaja za razvojem slovenskega gospodarstva in za razvojem celotne države.

Področje preučevanja magistrskega dela sta slovenski primarni trg vrednostnih papirjev ter njegova uporaba s strani slovenskih podjetij za namen njihovega zunanjega financiranja. Zaradi relativno slabo razvitega slovenskega primarnega trga kapitala, še posebej njegovega podjetniškega dela, je namen magistrskega dela analizirati slovenski primarni trg vrednostnih papirjev ter zunanje financiranje podjetij preko trga kapitala in na tej podlagi ugotoviti, kaj je »narobe« s primarnim trgom vrednostnih papirjev in slovenskimi podjetji, da ne izkoriščajo prednosti, ki jih nudijo razviti trgi kapitala.

Glede na trditve nekaterih ekonomistov o neperspektivnosti slovenskega kapitalskega trga, ter da v Sloveniji ni možnosti za razvoj učinkovitega primarnega trga kapitala (Ribnikar, 2000, str. 120), je osnovni cilj magistrskega dela ugotoviti, kakšna je prihodnost slovenskega trga vrednostnih papirjev. V katerih primerih oziroma za katere namene bodo podjetja uporabljala primarni trg vrednostnih

papirjev. Katere so prednosti in slabosti ter kakšni so stroški zunanjega financiranja podjetja z izdajo vrednostnih papirjev, oziroma v katerih primerih je to bolj smiselno kot uporaba drugih virov financiranja. Prav tako poskušam ugotoviti, ali lahko slovenske banke s povečanjem ponudbe storitev investicijskega bančništva pospešijo financiranje podjetij preko primarnega trga kapitala ter s tem povečajo svojo konkurenčnost in neobrestne prihodke.

Pri preučevanju slovenskega primarnega trga vrednostnih papirjev ter njegovi uporabi s strani slovenskih podjetij uporabljam teoretično metodo, pri čemer je v veliki meri uporabljena strokovna literatura in viri, ki obravnavajo domači trg kapitala in njegov razvoj, izkustveno metodo, neposredno izhajajočo iz lastnih izkušenj pri izvedenih projektih iz področja primarnega trga kapitala, ter empirično metodo raziskovanja.

Uvodu sledi poglavje, ki obravnava teoretična izhodišča glede primarnih trgov vrednostnih papirjev in načinov financiranja podjetja. Prikazane so predvsem značilnosti financiranja podjetij na razvitih trgih kapitala ter katere storitve nudijo investicijske banke podjetjem na razvitih primarnih trgih kapitala.

V naslednjih dveh poglavjih je prikazano stanje, razvoj in ostale značilnosti trga kapitala ter še podrobneje primarnega trga kapitala v Sloveniji. Značilnosti primarnega trga kapitala v Sloveniji primerjam z razvitimi primarnimi trgi kapitala. Glede na to, da se slovenska podjetja zunanje financirajo predvsem z bančnimi posojili in ne z izdajo vrednostnih papirjev, prikazujem, kako slovenske banke opravljajo storitve investicijskega bančništva na primarnem trgu kapitala, oziroma svetujejo podjetjem pri izdajah vrednostnih papirjev.

V petem poglavju je predstavljeno dolgoročno financiranje slovenskih podjetij z izdajo vrednostnih papirjev. V poglavju uporabljam tudi podatke raziskav o investicijah in dolgoročnih vlaganjih slovenskih podjetij, ki jih vsakih nekaj let naroči in financira slovensko predstavništvo Evropske banke za obnovo in razvoj, ter na njihovi osnovi poskušam izdelati lastne ugotovitve in zaključke. V zaključku poglavja primerjam dolžniško financiranje podjetja z izdajo vrednostnih papirjev in bančnim posojilom. Za primerjavo prikazujem pričakovane stroške zadolževanja (v skupnem znesku in v odstotku od zneska zadolževanja) z obveznicami in posojilom pri različni velikosti zadolževanja ter na koncu primerjam skupne stroške zadolževanja (v odstotku od zneska zadolževanja in v bazičnih točkah na osnovno obrestno mero), ob predpostavki enake oblike obveznice in posojila ter pri različni ročnosti in velikosti zadolževanja.

Šesto poglavje je namenjeno prihodnosti slovenskega primarnega trga kapitala. Predvsem želim prikazati možnosti za njegov prihodnji razvoj ter ugotoviti, v katerih

primerih ga bodo podjetja uporabljala kot vir svojega financiranja. V skladu s tem navajam razloge za potencialni razvoj primarnega trga podjetniških obveznic, nekatere dodatne možnosti za razvoj trga obveznic ter potencialne investitorje, ki bi lahko vzpodbudili primarni trg obveznic. V sklepu navajam zaključne ugotovitve, ki izhajajo iz vsebine magistrskega dela.

2. TEORETIČNA IZHODIŠČA

2.1. Finančni in kapitalski trgi

Finančni trg je skupek odnosov med ponudbo in povpraševanjem po finančnih sredstvih. Finančni trg v širšem pomenu upošteva vse institucije in postopke, ki združijo kupce in prodajalce finančnih instrumentov, ne glede na to, kakšni so ti finančni instrumenti. Pri tem zajema finančni trg vse prenose finančnih sredstev. Ožje pojmovanje finančnega trga upošteva trgovanje z vrednostnimi papirji. Pri tem ne upošteva prenosa sredstev preko bank.

Finančni trgi s finančnimi institucijami predstavljajo mehanizem, ki omogoča prenos prihrankov od tistih ekonomskih subjektov, ki varčujejo (običajno je to prebivalstvo), na tiste, ki vlagajo v produktivne namene (običajno je to gospodarstvo). Finančni trgi na splošnem zagotavljajo denar tistim, ki ga želijo za izpeljavo svojih načrtov, in hkrati zagotavljajo donosna finančna aktiva tistim, ki so jih pripravljena kupiti z denarjem (Mramor, 1993, str. 65-68). Na finančnih trgih se vsak dan pojavljajo novi instrumenti, s katerimi poskušajo finančne institucije, podjetja, država in ostali pritegniti investitorje, da bi svoje prihranke naložili prav v njihove finančne instrumente. Samo učinkovit finančni sistem lahko zagotovi učinkovito uporabo finančnih prihrankov.

V literaturi obstajajo različne delitve finančnih trgov. Tako ločimo na primer trg kapitala in denarni trg, trg vrednostnih papirjev in trg posojil, primarni trg in sekundarni trg, trg dolgov in lastniškega kapitala, neposredni in posredni trg, trg s fizičnimi sredstvi in trg s finančnimi sredstvi, promptni in terminski trg, domači in mednarodni trg, notranji ali interni trg in zunanji ali eksterni trg.

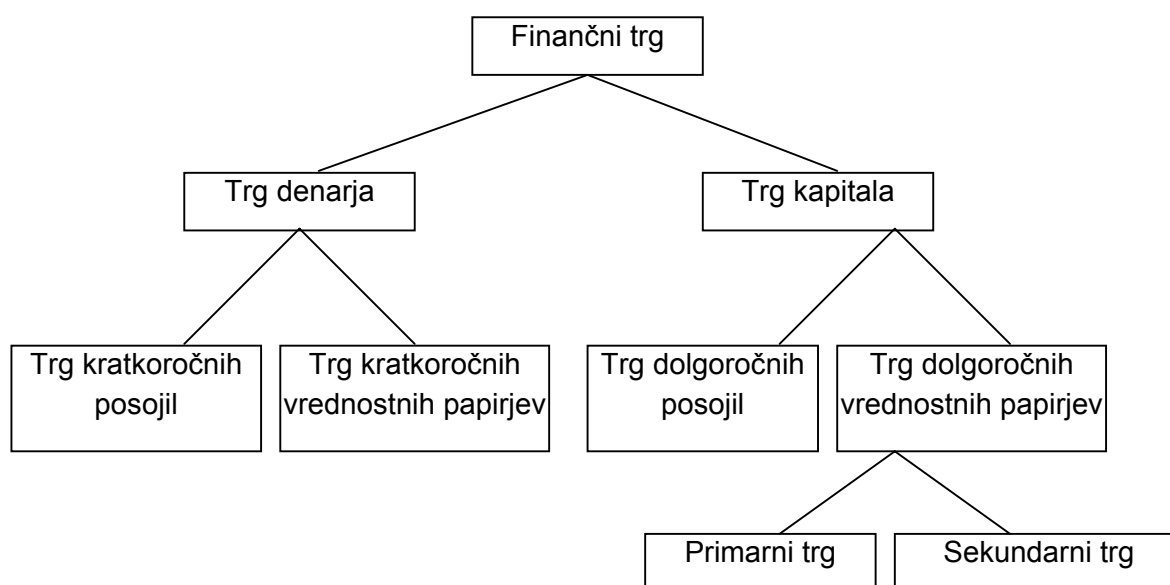
Najpogostejša je delitev finančnega trga glede na čas prenosa finančnih sredstev, ki jo prikazuje slika 1. Po ročnosti delimo finančni trg na trg denarja, na katerem se trguje s kratkoročnimi finančnimi oblikami z dospelostjo do enega leta, in trg kapitala, na katerem se trguje z dolgoročnimi finančnimi oblikami z dospelostjo preko enega leta ali brez dospelja. V praksi so posamezni delni trgi tesno povezani in se v delovanju prepletajo. Povezava med obema trgoma so tudi nekatere finančne

institucije (predvsem poslovne banke), ki opravljajo tako imenovano funkcijo transformacije ročnosti.

Iz slike je razvidno, da se tako denarni kot kapitalski trg delita na trg posojil in trg vrednostnih papirjev. Trg posojil imenujemo pogodbeni, dogovorni ali osebni trg (»negotiated market«), kjer gre za bilateralen kreditni odnos med kupcem in prodajalcem, pri čemer se kreditni odnos ne izraža z vrednostnimi papirji. Posojila običajno nimajo zelo razvitega sekundarnega trga, čeprav tudi prihaja do prodaje posojil pred njihovim dospeljem.

Trg vrednostnih papirjev imenujemo neosebni ali odprti trg (»open market«), kjer gre za multilateralne odnose (to pomeni, da se upnik lahko spreminja) med kupci in prodajalci, ki se običajno ne poznajo, ker ponavadi delujejo preko borznih posrednikov in agentov. Le manjši del trga vrednostnih papirjev je bolj osebni. Gre za tako imenovan »zaprti trg«, pri katerem se o nakupu vrednostnih papirjev neposredno dogovorijo prodajalec in nekaj dobro obveščenih kupcev.

Slika 1: Splošna delitev finančnega trga po ročnosti



Vir: Mramor (1993, str. 75)

Na denarnih trgih se srečujeta ponudba in povpraševanje po likvidnih sredstvih. Učinkovitost in vsebinsko najpomembnejša lastnost denarnega trga je v dejstvu, da omogoča prenos velikih vsot denarja od enega subjekta k drugemu v relativno kratkem času in z relativno nizkimi stroški prenosa. Na denarnem trgu v širšem smislu si gospodarske institucije na kratek rok neposredno izmenjujejo sredstva, poslovne banke pa lahko dajejo kratkoročne kredite drugim gospodarskim institucijam. Trg denarja v ožjem pomenu besede je opredeljen kot medbančni trg denarja, na katerem nastopajo poslovne banke in centralna banka. Instrumenti

denarnega trga so vsa kratkoročna posojila in kratkoročni vrednostni papirji države, poslovnih bank, prvovrstnih podjetij in drugih finančnih in nefinančnih institucij.

Trg kapitala v širšem pomenu zajema trgovanje z vsemi dolgoročnimi finančnimi instrumenti. Trg kapitala v ožjem pomenu besede pomeni mesto trgovanja z dolgoročnimi lastniškimi in dolžniškimi vrednostnimi papirji, s stalnim in spremenljivim donosom, podjetij, države, občin in drugih izdajateljev.

Nadalje lahko delimo trg vrednostnih papirjev na primarni trg¹, kjer se trguje z novo izdanimi vrednostnimi papirji in na sekundarni trg, kjer poteka trgovanje z že izdanimi vrednostnimi papirji. Trgovanje na sekundarnem trgu lahko poteka na organiziranih trgih oziroma borzah (»stock exchange«), ali na neorganiziranih trgih oziroma »preko okenc« (»over-the-counter-market«). Trgovanje preko okenc ni organizirano na nekem osrednjem mestu, ampak poteka v neposrednih telefonskih ali računalniških povezavah med finančnimi posredniki in agenti. Dandanes govorimo tudi o terciarnem trgu kapitala, na katerem se vrednostni papirji, ki sicer kotirajo na borzah, prodajajo na neorganiziranih trgih, in kvartalnem trgu kapitala, kadar se ti papirji prodajajo institucionalnim varčevalcem brez posredovanja finančnih institucij.

Večina avtorjev se strinja z definicijo delitve trga kapitala na trg posojil in trg vrednostnih papirjev. Ribnikar k trgu kapitala ne šteje bilateralnih kreditnih odnosov, pri katerih se kreditni odnos ne izraža z vrednostnim papirjem. K trgu kapitala šteje le tista dolgoročna posojila, »kjer je vse, kar je pomembno za obe strani, napisano na vrednostnem papirju, ki ga lahko vsakdo kupi« (Ribnikar, 1994a, str. 76). V praksi se izraza »trg kapitala« in »trg vrednostnih papirjev« večkrat uporabljata kot enakovredna, včasih pa se trg kapitala celo omenja kot sestavni del trga vrednostnih papirjev. Direktor Ljubljanske borze je zapisal: »...začeli smo skromno in z velikimi problemi, nerazumevanjem ter ob sočasnem počasnem množičnem lastninjenju bivših družbenih podjetij razvijati slovenski trg kapitala, širše trg vrednostnih papirjev in najširše finančni trg« (Veselinovič, 1999, str. 1). Predvidevam, da je Veselinovič, ko je govoril o trgu vrednostnih papirjev, mislil tako na trg dolgoročnih kot kratkoročnih vrednostnih papirjev, saj trg kapitala ne zajema trga kratkoročnih vrednostnih papirjev in je v tem primeru ožji od trga vrednostnih papirjev.

2.2. Vrednostni papirji in njihovi trgi

Trg vrednostnih papirjev je mehanizem, ki omogoča nastanek vrednostnih papirjev kot vrste finančnih oblik oziroma finančnih instrumentov ter njihov prenos. Glavna funkcija trga vrednostnih papirjev je, da omogoča likvidnost posameznih oblik

¹ Primarni trg vrednostnih papirjev je predstavljen v poglavju 2.2.1..

vrednostnih papirjev. Zraven tega deluje preko oblikovanja tržne cene vrednostnih papirjev stimulatивно ali destimulatивно na investiranje v vrednostne papirje, s čimer daje temelje procesu varčevanja in investiranja, kot temeljnima procesoma gospodarjenja. V zvezi s tem velja omeniti, da na investiranje v vrednostne papirje pomembno vpliva tudi davčna regulativa v posameznih državah (obdavčitev kapitalskih dobičkov in obresti). Pomembna funkcija trga vrednostnih papirjev je tudi ta, da omogoča najširše možno zbiranje sredstev, zaradi česar se lahko tu zadovoljijo tudi največje potrebe po finančnih sredstvih.

Trgi vrednostnih papirjev se poleg delitve na primarni trg in sekundarni trg razlikujejo tudi glede na vrednostne papirje, s katerimi se trguje na teh trgih.

Vrednostni papirji so prenosljivi finančni instrumenti, s katerimi se lahko trguje pred njihovo zapadlostjo. Stroški transakcij vrednostnih papirjev so mnogo manjši od stroškov, ki jih zahtevajo transakcije neprenosljivih oziroma netržnih finančnih instrumentov. Lastnost vrednostnih papirjev je multilateralnost razmerja (možnost spremembe lastnika pred dospelostjo terjatve), ki omogoča trgovanje in visoko likvidnost vrednostnih papirjev. Slednje je zelo pomembno za investitorja, ko se odloča za finančno naložbo, saj mu omogoča zamenjavo finančne oblike za denar v vsakem trenutku po trenutni menjalni vrednosti in ga ne prisili v vezavo sredstev do dospelosti.

Vrednostni papirji nimajo prave vrednosti. Imajo samo menjalno ali tržno vrednost, ki se oblikuje na sekundarnem trgu vrednostnih papirjev. Teoretična vrednost se strokovno določa s fundamentalno (temeljno) ali tehnično analizo, vendar zaradi špekuliranja subjektov na trgu tržna cena odstopa od teoretične vrednosti.

Vrednostne papirje lahko med seboj razlikujemo po različnih značilnostih:

1. Po naravi terjatve se vrednostni papirji delijo na lastniške, ki pomenijo stvarni vložek v podjetje (delnice), dolžniške, ki pomenijo vzpostavitev dolžniško-upniškega razmerja (kratkoročni vrednostni papirji ter različne oblike obveznic), dolžniško-upniške, ki imajo lastnosti tako enih kot drugih (zamenljive obveznice, obveznice z nakupnim bonom) ter iz osnovnih oblik lastniških in dolžniških vrednostnih papirjev izvedene vrednostne papirje, ki jih izdajajo finančne institucije, ki posredujejo na trgu vrednostnih papirjev, in ne izdajatelj osnovnih vrednostnih papirjev (terminske in opcijske pogodbe, terminski posli, zamenjeve).
2. Po dospelosti se vrednostni papirji delijo na kratkoročne vrednostne papirje denarnega trga (zakladne menice, komercialni zapisi, blagajniški zapisi, potrdila o vezani vlogi), ki se uporabljajo predvsem za likvidnostne namene ter

dolgoročne vrednostne papirje kapitalskega trga, ki se uporabljajo predvsem za investicijske namene (različne oblike obveznic in delnic).

3. Vrednostni papirji se razlikujejo tudi v drugih parametrih, kot so višina nominalne vrednosti, poroštvo ali kreditna sposobnost vrednostnega papirja, javni in zasebni vrednostni papirji, način plačila obresti in pogoji vračila dolžniških vrednostnih papirjev (izplačilo kuponov ali povečevanje vrednosti papirjev, ki se prodajajo po diskontirani vrednosti), tržnost oziroma stopnja likvidnosti, upravičenec iz vrednostnega papirja (prinosniški, imenski), obličnost (pisna listina ali nematerializiran vrednostni papir), plačilo davkov od obresti, izračun obresti (linearni ali konformni način izračuna obresti; različno število obračunskih dni v letu), valuta (domača ali evrovaluta).

Subjekte trgov vrednostnih papirjev lahko razdelimo na tri temeljne skupine, in sicer na tiste, ki imajo presežke sredstev (imenujemo jih posojilodajalci, varčevalci, investitorji ali suficitne gospodarske celice), na tiste, ki sredstva potrebujejo (te imenujemo posojilojemalci, izdajatelji ali deficitne gospodarske celice) ter na finančne institucije, ki na različne načine posredujejo med prvimi in drugimi.

Med investitorji so najpomembnejši institucionalni investitorji (pokojninski skladi, investicijski skladi, zavarovalnice), ki v vrednostne papirje investirajo večje vsote in tako neposredno spreminjajo tržne cene. Institucionalni investitorji lahko veliko prispevajo k stabilizaciji oziroma destabilizaciji trga vrednostnih papirjev. Prav tako so investitorji tudi gospodinjstva, državni skladi, podjetja, banke, in drugi. Največji izdajatelji na trgu vrednostnih papirjev so podjetja, ki običajno ne morejo financirati svojega razvoja z internimi finančnimi sredstvi. Poleg gospodarskih subjektov so izdajatelji tudi lokalne skupnosti in država. Finančne institucije, ki na različne načine posredujejo med izdajatelji in investitorji na trgu vrednostnih papirjev, so finančni posredniki ter agentske finančne institucije oziroma institucije trga vrednostnih papirjev.

Prenosi sredstev na trgu vrednostnih papirjev potekajo na tri različne načine:

1. Direktni prenosi med končnimi posojilojemalci in končnimi posojilodajalci se pojavijo, ko ti prodajo svoje vrednostne papirje direktno, brez posrednikov. Takšen način prenosa se sicer občasno pojavi, vendar je redek.
2. Bolj pogosti so prenosi preko institucij trga vrednostnih papirjev (investicijskih bank), ki pomagajo izdajateljem oblikovati vrednostne papirje z lastnostmi, ki so za investitorje zanimive, kupijo vrednostne papirje od izdajateljev in jih prodajo varčevalcem. Čeprav so vrednostni papirji prodani dvakrat, gre dejansko le za

eno transakcijo oziroma za neposreden prenos sredstev. Investicijske banke olajšajo oziroma omogočijo posojilojemalcem in posojilodajalcem, da se najdejo.

3. Finančni posredniki se vrivajo med končne posojilojemalce in končne posojilodajalce. Posreden prenos sredstev gre preko njihove bilance stanja, in sicer tako, da poleg prenosa denarja in vrednostnih papirjev kreirajo nove finančne produkte. Ribnikar pravi, da pri prenosu preoblikujejo aktiva (»qualitative asset transformation«), tako da svojim upnikom dajejo drugačna, njim želena finančna aktiva, kakor so finančna aktiva, ki jih kupujejo sami (Ribnikar, 1996a, str. 43). Na eni strani končnim posojilodajalcem zagotovijo večjo varnost, ker poskrbijo za razpršitev in likvidnost naložb. Na drugi strani končnim posojilojemalcem preskrbijo velike količine finančnih sredstev od številnih posojilodajalcev in zagotovijo ustrezno ročnost sredstev, ki je daljša od ročnosti prihrankov. Ker so finančni posredniki na splošno veliki, služijo na račun ekonomije obsega.

2.2.1. Razviti primarni trgi vrednostnih papirjev

Na primarnih trgih vrednostnih papirjev prihaja do novih izdaj vrednostnih papirjev, ki jih izdajatelji ponujajo kupcem prvič v odkup. Na teh trgih se prodajajo tako dolžniški kot lastniški vrednostni papirji in nekatere vrste hibridnih vrednostnih papirjev. Če razumemo primarni trg vrednostnih papirjev kot primarni trg kapitala v ožjem smislu, je to trg prvih prodaj in nakupov novih dolgoročnih vrednostnih papirjev.

Izdaja vrednostnega papirja pomeni novo oblikovanje določenega vrednostnega papirja, njegovo izdajo in prvo prodajo na trgu. Vse druge prodaje vrednostnih papirjev so nadaljnje prodaje oziroma sekundarni trg vrednostnih papirjev. Izjema je »underwriterstvo«, ko je prodajalec pooblaščen udeleženec trga vrednostnih papirjev, ki od izdajatelja odkupi vrednostne papirje z namenom nadaljnje prodaje.

Pri vsaki novi izdaji vrednostnih papirjev je potrebno odgovoriti na dve ključni vprašanji: koliko denarja mora izdajatelj zbrati in pod kakšnimi pogoji, ter kakšen vrednostni papir je najboljši glede na trenutno tržno situacijo in finančni položaj izdajatelja?

Podjetja imajo dve osnovni možnosti, da se financirajo preko trga vrednostnih papirjev. Lahko se začasno zadolžijo na trgu preko izdaje obveznic (lahko tudi kratkoročnih vrednostnih papirjev) kot dolžniških papirjev in za prejeti dolg imetnikom obveznic plačujejo vnaprej določene obresti, ali pa se odločijo za novo izdajo delnic, s čimer pride podjetje do lastnih trajnih sredstev (kapitala) in vlagateljem podeli delničarske pravice.

Ločimo dve obliki primarne izdaje vrednostnih papirjev (Svilan, 1990a, 105), in sicer zasebna ali neposredna primarna izdaja vrednostnega papirja, ko to izvede sam izdajatelj vrednostnega papirja, ter tuja ali posredna primarna izdaja vrednostnega papirja, ko to izvede za to specializirana finančna institucija – investicijska banka, skupaj z izdajateljem vrednostnega papirja.

Prva oblika je v praksi zelo redka, saj je primarna izdaja vrednostnega papirja kompleksna naloga, ki je v večini primerov ne morejo izvesti sami izdajatelji, oziroma to ni stroškovno racionalno. Na razvitih trgih kapitala se običajno izdajatelji, ki niso usposobljeni za opravljanje finančnih poslov, s prodajo vrednostnih papirjev ne ukvarjajo sami, še posebno, če je izdaja namenjena širšemu krogu investitorjev, se pravi institucionalnim in malim investitorjem. Zato imajo glavno vlogo na primarnem trgu vrednostnih papirjev investicijske banke, ki opravijo večino primarnih izdaj vrednostnih papirjev. Investicijske banke imajo v primerjavi z izdajatelji specializirana znanja, obvladajo kompleksnost posla, veliko bolje poznajo finančne instrumente in želje investitorjev.

Investicijske banke² so agentske finančne institucije, katerih bistvena naloga je, da posredujejo med izdajatelji vrednostnih papirjev in njihovimi kupci. Posredujejo večinoma izvenbilančno, kar pomeni, da pri izvajanju teh poslov ne uporabljajo svojih sredstev oziroma kapitala. Ti posli se nato kažejo v bilanci uspeha in ne v bilanci stanja. Zaradi tega je potreben kapital investicijske banke le v taki višini, da lahko prevzame tveganja v zvezi z vpisom primarne izdaje. Pomembnost investicijske banke se zato ne vidi iz premoženjske bilance. Njen poslovni uspeh temelji predvsem na kakovosti kadrov ter informacij, ki jih je sposobna zaznati in potem razložiti.

2.2.1.2. Posli investicijske banke na razvitih primarnih trgih

Naloge investicijske banke, ki so hkrati tudi osnovne faze pri izdaji vrednostnega papirja na primarnem trgu in pomenijo celotno primarno izdajo:

- svetovanje v zvezi z obsegom in vrsto kapitala, ki ga želi izdajatelj pridobiti z novo izdajo vrednostnih papirjev;
- analiza finančne situacije in prihodnjega poslovanja izdajatelja novih vrednostnih papirjev;

² Investicijske banke so zelo različno organizirane, kar je odvisno od regulacije primarnih trgov vrednostnih papirjev v posameznih državah. V univerzalnih bančnih sistemih so investicijske banke organizirane kot sestavni del večje univerzalne banke (Nemčija, Avstrija) ali pa kot samostojna pravna oseba v lasti matične univerzalne banke, ki samostojno opravlja le komercialne posle (Danska, Finska, Norveška, Švedska, Švica, Nizozemska in Luksemburg). Nekatere države posle investicijskega bančništva ne štejejo med prave bančne posle in zato strogo ločujejo med komercialnimi in investicijskimi bankami. Tudi v teh državah obstajajo velike razlike pri ločevanju komercialnega in investicijskega bančništva (angleške, francoske in japonske investicijske banke imajo večje pristojnosti kot ameriške).

- nadzor, pomoč ali izdelava potrebne dokumentacije;
- oblikovanje cene novih vrednostnih papirjev;
- prevzem tveganja uspeha izdaje vrednostnih papirjev (vpis primarne izdaje oziroma prevzem obveznosti odkupa vrednostih papirjev);
- oblikovanje sindikata in prodajne skupine;
- prodaja vrednostnih papirjev;
- vzdrževanje ravnotežja na sekundarnem trgu.

Izdajatelj mora sprejeti določene odločitve (oceniti, koliko novega kapitala potrebuje ter kateri vrednostni papir bi bil najprimernejši) še preden se obrne na investicijsko banko. Izdajatelj iz podjetniškega sektorja izbere investicijsko banko na osnovi ponudb različnih investicijskih bank ter dogovora z njimi (»negotiated deals«). Izbor investicijske banke na osnovi avkcije (»competitive bids«) se uporablja predvsem pri izdaji državnih obveznic. Izbrana investicijska banka nato vodi in opravlja vse potrebne posle v zvezi z izdajo vrednostnega papirja oziroma je vodja izdaje.

Pri izboru investicijske banke je potrebno upoštevati, da so nekatere investicijske banke bolj aktivne na sekundarnem trgu in se za nove izdaje – še posebno izdajateljev, ki še nimajo papirjev na trgu – nerade odločajo. Poleg tega velike investicijske banke redko sklepajo posle z manjšimi izdajatelji, saj so usmerjene k velikim zaslužkom, ki pa so pogojeni z velikim obsegom izdaje. Zato predstavljajo manjše investicijske banke za majhne in srednje velike izdajatelje edini način za pridobitev dodatnih finančnih sredstev z izdajo vrednostnih papirjev. Z izbiro investicijske banke izdajatelj večinoma »izbere« tudi potencialne investitorje, saj imajo različne investicijske banke različne stranke. Najstarejše in največje investicijske banke sodelujejo običajno z največjimi in najbolj znanimi podjetji, njihovi komitentni pa so relativno konzervativni.

V kolikor je podjetje že izdalo vrednostne papirje in ima tako že vzpostavljene odnose z neko investicijsko banko, bo z veliko verjetnostjo tudi pri novih izdajah pooblastilo to isto banko, da opravi izdajo. Takšna poteza je smiselna tudi s stroškovnega vidika, saj ta investicijska banka že pozna podjetje in njegovo poslovanje od prej, zaradi česar bo lahko izvedla finančno analizo ceneje, kot bi bila to sposobna storiti neka druga investicijska banka, ki še ni nikoli sodelovala s tem podjetjem in zato nima nobenih informacij o njegovem poslovanju.

Ko se izdajatelj odloči za investicijsko banko, podpiše z njo pogodbo o pomoči banke pri oblikovanju in izdaji vrednostnih papirjev. Pogodba vsebuje predvidene bistvene elemente izdaje vrednostnega papirja, provizijo investicijske banke, načrt trženja vrednostnega papirja ter klavzule, pod katerimi investicijska banka lahko odstopa od pogodbe (predvsem, če bi prišlo do bistvenih sprememb tržnih razmer).

Izdajatelj se mora z investicijsko banko dogovoriti glede njene provizije. Svilan pravi, da investicijske banke dosegajo svoj zaslužek pri izvedbi poslov investicijskega bančništva na primarnem trgu kot provizijo za posamezne posle (»provision«) ali kot razliko v ceni pri vpisu primarne izdaje (»spread«). Investicijska banka zaračunava provizijo predvsem za posle svetovanja in za administrativna dela, ko ne bo postala vpisnik primarne izdaje, oziroma če prodaja vrednostne papirje »po najboljših močeh« (»best efforts« sporazum) in na podlagi sporazuma o odkupu preostalih vrednostnih papirjev nove izdaje po predkupni pravici (»stand by agreement«). V teh dveh primerih se provizija predvidoma določi na osnovi obsega prodaje, sicer pa je odvisna od vsebine in narave posla ter dejanskih stroškov. Če investicijska banka prevzame tveganje uspeha izdaje, predvidoma ne zaračunava provizije, saj jo kompenzira z razliko med ceno, po kateri sama plača izdajatelju vrednostne papirje in ceno, po kateri jih prodaja investitorjem (Svilan, 1990, str. 115).

Investicijska banka mora oceniti tudi ostale stroške, na primer: stroške pravnega in finančnega svetovanja, tiskanja vrednostnih papirjev ali uvrstitve v register nematerializiranih vrednostnih papirjev, taks za ustrezna dovoljenja, tiskanja prospekta, javnih objav v medijih, uvrstitve vrednostnih papirjev na sekundarni trg, in podobno. Stroški izdaje so odvisni od vrednosti izdaje (zaradi fiksnih stroškov so relativno višji stroški pri manjših izdajah vrednostnih papirjev kot pri večjih) ter od poznavanja podjetja v javnosti (uveljavljeno podjetje ima relativno nižje stroške trženja in analize finančnega stanja od neuveljavljenega podjetja).

Nastanek oziroma oblikovanje vrednostnih papirjev

Po izbiri investicijske banke mora izdajatelj skupaj z investicijsko banko še enkrat pretehtati odločitve glede velikosti izdaje in vrste vrednostnih papirjev. Investicijska banka pristopi k preverjanju bonitete izdajatelja vrednostnih papirjev in njegovih finančnih možnosti oziroma potreb ter ekonomske upravičenosti naložbe, ki jo namerava financirati z izdajo vrednostnih papirjev. V tej fazi investicijska banka temeljito analizira računovodske izkaze in izdelava načrt financiranja izdajatelja v prihodnjih letih. Na podlagi skrbnega pregleda poslovanja ter v skladu s trenutnimi tržnimi razmerami svetuje obliko vrednostnega papirja, ki bi bila najprimernejša za zadovoljevanje finančnih potreb izdajatelja na eni strani, ter sprejemljiva za potencialne investitorje na drugi strani. Pomembna je zlasti vrsta vrednostnega papirja, zapadlost, način odplačevanja in višina donosa.

Poleg omenjenih aktivnosti investicijska banka v tej fazi navadno prevzame tudi odgovornost za pridobitev vse potrebne dokumentacije in izvedbo vseh potrebnih pravnih zahtevkov za izdajo določenega vrednostnega papirja, v skladu z regulativo posameznega nacionalnega oziroma mednarodnega trga vrednostnih papirjev. Investicijska banka mora poskrbeti za registracijo izdaje, pridobiti dovoljenje za

izdajo, izdelati prospekt, ki vsebuje bistvene informacije o izdajatelju in o vrednostnem papirju, in podobno.

Oblikovanje cene vrednostnih papirjev

Oblikovanje cene vrednostnega papirja je zahtevna in pomembna odločitev, saj je ustrezno določena ponudbena cena tudi zagotovilo za uspešnost prodaje. V primeru previsoko postavljene ponudbene cene bo izdaja propadla (ker ne bo kupljen dovolj velik odstotek vrednostnih papirjev) ali pa bodo nezadovoljni investitorji, ker bo cena sčasoma padla na nižjo raven. Pri prenizko postavljeni ponudbeni ceni bo potrebno prodati večje število vrednostnih papirjev, da bi izdajatelj pridobil želeni obseg finančnih sredstev, to pa lahko v primeru izdaje delnic privede do drugačne razdelitve lastništva oziroma kontrole nad podjetjem. Prav tako bo v tem primeru cena vrednostnih papirjev na sekundarnem trgu hitro narasla in izdajatelj bo preplačal finančna sredstva, pridobljena z izdajo vrednostnih papirjev (kar pomeni, da so bili stroški izdaje relativno previsoki). Razen tega lahko nizke ponudbene cene negativno vplivajo na ugled izdajatelja in investicijske banke.

Če ponudbena ocena cene ni bila dobra (ne glede, ali je bila previsoka ali prenizka), investicijska banka izgubi na ugledu, zato je določanje cene ena od najtežjih in najbolj tveganih faz izdaje vrednostnih papirjev. Pri tem je potrebno še omeniti, da je interes izdajatelja pri oblikovanju ponudbene cene nasproten interesu investicijske banke. Investicijska banka bo toliko lažje izpeljala izdajo, kolikor nižja je ponudbena cena. Če je izdajatelj finančno dovolj podkovan, bo na osnovi primerjave s podobnimi izdajami vrednostnih papirjev prisilil investicijsko banko, da sprejme ceno, ki je blizu tržni ceni.

Če je izdajatelj že izdal enake ali podobne vrednostne papirje, s katerimi se trguje na organiziranem sekundarnem trgu, je oblikovanje cene dokaj enostavno in temelji na njihovi tržni ceni (na tečaju že izdanih delnic oziroma donosu že izdanih obveznic). Za navadne delnice je običajno, da je ponudbena cena nekaj točk pod zadnjo ceno, po kateri so se delnice prodajale na trgu dan pred začetkom prodaje nove izdaje. Kadar gre za prvo izdajo vrednostnih papirjev določenega izdajatelja, je postavljanje cene precej težje, kot če je podoben vrednostni papir že na trgu. Za izdaje delnic, s katerimi se še ne trguje na organiziranem trgu, je značilno, da se prodajajo 10 do 15 odstotkov ceneje glede na kasnejšo tržno vrednost. Razlogi za podcenjenost so v pričakovanju kasnejšega uspešnega trgovanja na sekundarnem trgu in v povečanju privlačnosti izdaje za potencialne investitorje.

Običajno se cena določa neposredno pred samo izdajo oziroma plasmajem na trgu, tako da so na voljo natančni podatki o situaciji na trgu posameznega vrednostnega

papirja. Investicijska banka mora upoštevati trenutno stanje na trgu vrednostnih papirjev, kakovost izdajatelja ter kakovost papirja.

Prodaja vrednostnih papirjev

Vrednostni papirji so lahko izdani preko dveh osnovnih postopkov, in sicer preko prodaje najširši javnosti, ki se imenuje javna ponudba, prodaja ali plasma (»public placement«), ali preko prodaje posameznim investitorjem, ki se imenuje nejavna oziroma zaprta prodaja, ponudba ali plasma (»private placement«).

Za razliko od javne prodaje se zaprta prodaja izvaja redkeje. V tem primeru investicijska banka najde enega ali nekaj kupcev za novo izdane vrednostne papirje in organizira direkten odkup med izdajateljem in investitorjem. Pri zaprti prodaji gre za neposredno prodajo vrednostnih papirjev (predvsem obveznic in le v manjšem delu vrednostnih in navadnih delnic) »dobro obveščeni« (predvsem institucionalnim) investitorjem.

Novo izdani vrednostni papirji se navadno prodajajo najširši javnosti. V okviru javnega plasmaja razlikujemo zrelo ponudbo (»seasoned offerings«), ko se izvaja primarna prodaja vrednostnih papirjev, ki so že na sekundarnem trgu, zaradi česar je cena nove izdaje skoraj že določena, saj je lahko le blizu ali enaka obstoječi ceni, ter novo ponudbo (»initial offerings«), ko se izvaja primarna prodaja povsem novega vrednostnega papirja, ki na sekundarnem trgu nima primerjave, zaradi česar je oblikovanje cene takšne nove izdaje veliko težje (Svilan, 1990, str. 90).

Kadar poteka prodaja vrednostnih papirjev preko investicijske banke, lahko investicijska banka prodaja vrednostne papirje izdajatelja na dva načina, in sicer:

1. Prodaja vrednostnih papirjev brez obveznosti odkupa oziroma prodaja »po najboljših močeh« (»best efforts« sporazum). Gre za obliko komisijske prodaje, kjer investicijska banka nastopa zgolj kot posrednik, ki v imenu in za račun izdajatelja ter po svojih najboljših prizadevanjih in z vso potrebno skrbnostjo skuša prodati vrednostne papirje izdajatelja. Vse tveganje za neprodane vrednostne papirje ter uspešnost izdaje nosi izdajatelj.
2. Prodaja vrednostnih papirjev z obveznostjo odkupa oziroma prodaja »s trdno zavezo« (»firm commitment«) oziroma prodaja z vpisom primarne izdaje (»underwriting«). Gre za obliko prodaje, kjer se investicijska banka zaveže odkupiti vrednostne papirje, ki ne bodo prodani investitorjem, oziroma se zaveže odkupiti celotno primarno izdajo vrednostnih papirjev od izdajatelja po določeni ceni zaradi njihove nadaljnje prodaje javnosti. Investicijska banka s tem izdajatelju jamči, da bo pridobil potrebna sredstva s prodajo vrednostnih papirjev

ter sama prevzame tveganje glede uspešnosti izdaje. Ker investicijska banka v tem primeru prevzame tveganje finančne izgube zaradi morebitnega padca cene vrednostnih papirjev ali tveganje odkupa neprodanih vrednostnih papirjev, je njena provizija v tem primeru višja.

Da bi zmanjšali tveganje nepredvidenih sprememb na trgu, ki lahko privedejo do položaja, da investicijska banka ne more prodati vrednostnih papirjev po ceni, ki jo želi, ali pa vrednostnih papirjev celo sploh ne more prodati, se običajno pri izvedbi prodaje vrednostnih papirjev s trdno zavezo oblikuje sindikat investicijskih bank («underwriting syndicate»).

Sindikat običajno vodi vodja sindikata («lead manager»), ki za izvedbo široke prodaje vrednostnih papirjev sklene dogovor z drugimi člani sindikata, ki navadno odkupijo bistveno manjši delež izdaje vrednostnih papirjev kot vodja sindikata, čeprav so običajno vsi člani sindikata solidarno odgovorni za uspeh izdaje. Vodja sindikata se po pooblastilu drugih članov sindikata pogaja z izdajateljem glede vsebine prodaje vrednostnih papirjev.

Bistvene prednosti oblikovanja sindikata so porazdelitev stroškov izdaje in distribucije vrednostnega papirja, porazdelitev tveganja v primeru neuspele prodaje ali padca cene vrednostnega papirja ter boljša informiranost in obvladovanje trga vrednostnih papirjev.

Investicijska banka lahko sodeluje z nekaterimi storitvami tudi pri neposredni prodaji vrednostnih papirjev s strani izdajatelja. Omenil sem že, da se pri privatnem plasmaju investicijska banka pojavlja v vlogi posrednika, ki vzpostavi stik med izdajateljem in investitorjem in skuša z organiziranjem, koordiniranjem in vodenjem pogajanj zagotoviti čim bolj kakovostno izvedbo transakcij z novo izdanimi vrednostnimi papirji.

Investicijska banka lahko sodeluje pri neposredni prodaji vrednostnih papirjev tudi na podlagi sporazuma o odkupu preostalih vrednostnih papirjev nove izdaje po predkupni pravici («stand by agreement»). V tem primeru se investicijska banka in izdajatelj dogovorita, da bo investicijska banka odkupila tisti del primarne izdaje vrednostnega papirja, katerega izdajatelj sam ne bo uspel prodati. Ta sporazum se običajno uporablja, ko se podjetje odloči za dokapitalizacijo, obstoječi delničarji pa imajo predkupno pravico do nakupa novih delnic. S tem sporazumom je izdajatelj zavarovan pred neuspehom izdaje, saj bo ponujene delnice, ki jih ne bodo odkupili obstoječi delničarji (ali drugi potencialni investitorji), odkupila investicijska banka.

Ob pogojih, da je organizacijo izdaje vodila investicijska banka z visoko boniteto, da je bila cena vrednostnega papirja pravilno oblikovana, distribucija dobro

organizirana, tržni pogoji pa ugodni, je posamezna primarna izdaja vrednostnega papirja prodana v kratkem času. Če eden ali več od navedenih pogojev ni izpolnjen, je možno, da vrednostni papir ne bo prodan, kar povzroči izgubo ugleda investicijske banke ter v primeru pogodbe s trdno zavezo tudi finančno izgubo.

Po uspešno končani javni prodaji lahko investicijska banka izvede postopek za kotacijo vrednostnih papirjev na obstoječem sekundarnem trgu. S kotacijo prične delovati sekundarni trg za tovrstni vrednostni papir. Če gre za velike, dobro znane izdajatelje, investicijska banka s prodajo novo izdanih vrednostnih papirjev in izplačilom čistega donosa izdajatelju konča svoj posel. Če gre za manjše, nepoznane izdajatelje, pa je naloga vodilne investicijske banke, da vzdržuje likvidnost sekundarnega trga novo izdanih vrednostnih papirjev tudi potem, ko je že prodala vrednostne papirje. Prevzem te obveznosti investicijski banki navadno omogoča nadaljnje sodelovanje z izdajateljem (predvsem pri bodočih izdajah), razen tega pa je razširitev ponudbe storitev zelo učinkovit instrument za doseganje konkurenčne prednosti. Zaradi tega investicijska banka del novo izdanih vrednostnih papirjev zadrži v lastnem portfelju, kar ji omogoča, da skrbi za likvidnost na sekundarnem trgu.

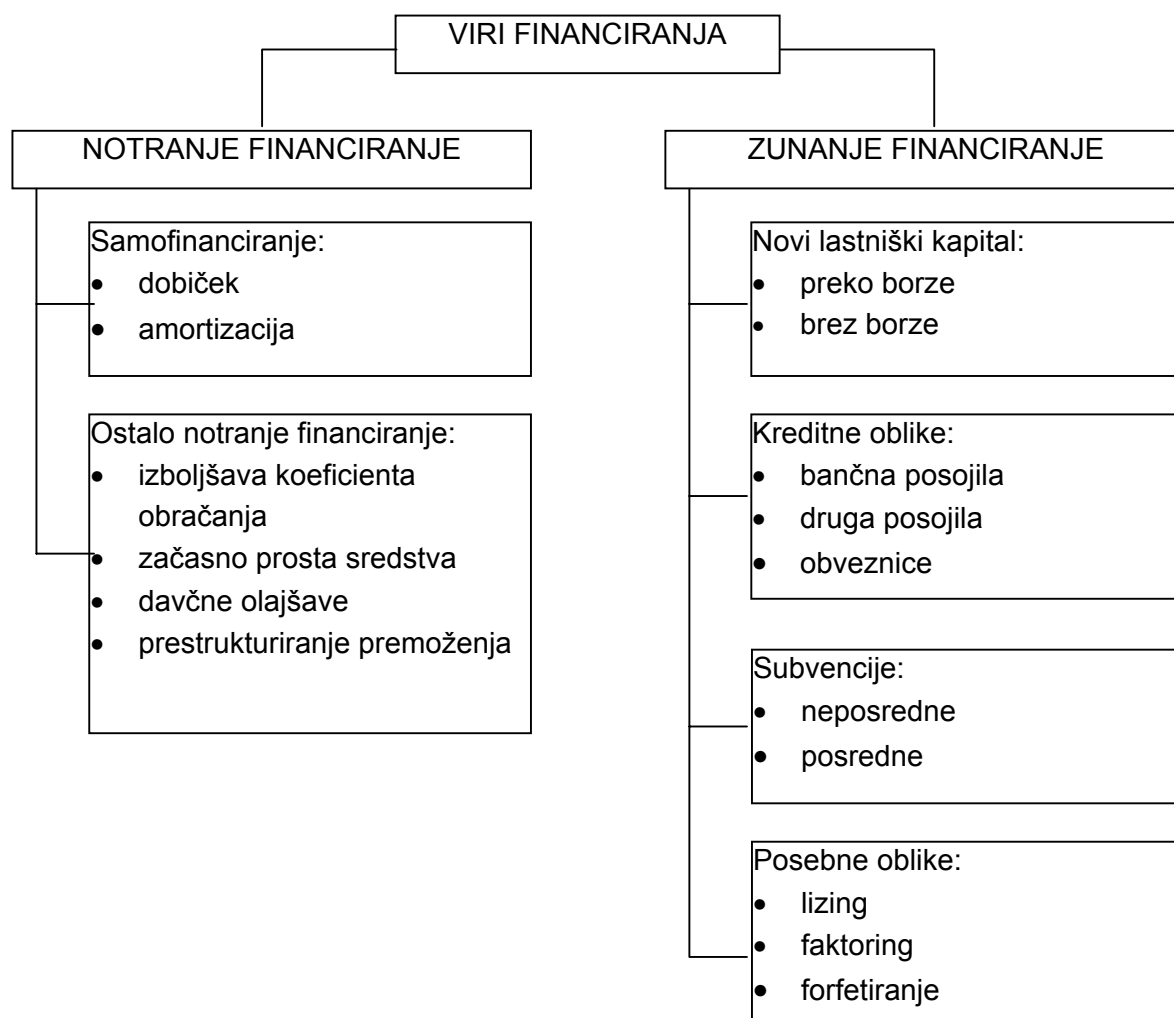
2.3. Pojem in oblike virov financiranja podjetja

Financiranje kot odločanje o priskrbi različnih virov financiranja je proces, ki obsega aktivnosti ugotavljanja potrebnih sredstev in aktivnosti pridobivanja virov financiranja.

Podjetje zbira sredstva zaradi različnih namenov: za zagon, razširitev ali modernizacijo proizvodnje, raziskovalne akcije in projekte, nove licence, prodor na domači in tuji trg, reklamo, prevzeme podjetij, skratka za vse projekte, ki potrebujejo dotok svežega kapitala. Katero obliko oziroma način financiranja bo podjetje izbralo, je odvisno od več faktorjev.

Rebernik in Repovž delita vire financiranja podjetja na zunanje in notranje, kar prikazuje tudi slika 2. V skladu s tem štejemo med notranje vire nerazdeljeni dobiček, amortizacijo ter druge notranje vire (ki jih dobimo s postopki prestrukturiranja premoženja, z davčnimi olajšavami). Med zunanje vire financiranja pa štejemo kapitalske vložke, kreditne oblike financiranja, subvencije ter posebne oblike financiranja, kot so »lizing« (zakup), »faktoring« (odkup dolgovi oziroma terjatev s popustom) in »forfetiranje« (odstop (cesija) oziroma prodaja izvozne terjatve brez pravice do regresa). Z vidika lastništva razlikujemo lastniški in dolžniški kapital. Med lastniški kapital spadajo vsi notranji viri ter nekateri zunanji viri (kapitalski vložki in subvencije). Med dolžniški kapital pa spadajo kreditne oblike kapitala ter posebne oblike financiranja podjetja (Rebernik, Repovž, 2000, str. 88).

Slika 2: Viri financiranja podjetja



Vir: Rebernik in Repovž (2000, str. 88).

Na razmerje med lastnimi in tujimi viri zunanjega financiranja vplivajo predvsem višina kapitala (odvisna od podjetniških dejavnikov ter dejavnikov okolja), stroški kapitala (pridobitev, vračila, uporabe kapitala), ročnost kapitala (izravnava ciljev dajalca in prejemnika kapitala), zavarovanje kapitala (boniteta kreditojemalca, vrsta zavarovanje), vpliv kapitala na upravljanje, pravico do informacij in nadzora.

Podjetja si predvsem prizadevajo oblikovati optimalno finančno in kapitalno strukturo³, ki se odraža v boljših poslovnih rezultatih in tudi v povečanju vrednosti

³ Finančna struktura pomeni desno stran premoženjske bilance stanja in nam pove, kako se financirajo aktiva, ki jih ima podjetje, ter pri tem upošteva vse dolgove, tudi kratkoročne. Kapitalna struktura pomeni prav tako desno stran bilance stanja, vendar samo tisti del, kjer naj bi šlo za kapital, kratkoročni dolgovi pa se ne upoštevajo. Čeprav tuji avtorji pogosto ne razlikujejo med obema pojmovoma, Ribnikar pravi, da je to razlikovanje pomembno v tranzicijskih državah, kjer se podjetja v veliki meri financirajo s kratkoročnimi dolgovi. Zato bi morala slovenska podjetja izračunavati predvsem svojo finančno strukturo, ko se želijo primerjati s tujimi podjetji glede načina svojega financiranja (Ribnikar, 2000a, str. 54). Optimalna sestava kapitala delniške družbe naj bi bila s tolikšnim dolgom, prednostnimi delnicami in kapitalom navadnih delničarjev, da bi dosegla najvišjo ceno delnic.

podjetja. Najpomembnejši dejavniki sestave kapitala so (Duhovnik, 1995, str. 135-151) poslovno tveganje (ki je vsebovano v dejavnosti podjetja - čim večje je, tem nižja je optimalna stopnja zadolženosti), finančno tveganje (kot dodano tveganje za navadne delničarje, če se podjetje odloči za uporabo dolga), obdavčitev podjetja (če obresti niso obdavčene, kakor je v Sloveniji, potem to zmanjšuje stroške dolga), finančna prilagodljivost (ki je predvsem sposobnost pridobivanja dodatnega kapitala pod spremenljivimi pogoji v neugodnih razmerah, saj je pridobivanje kapitala potrebno za stabilno poslovanje), stabilnost prihodkov od prodaje in stroškov (podjetja z razmeroma ustaljeno prodajo se lahko bolj zadolžijo), sestava sredstev (bolj se lahko zadolžijo podjetja, ki imajo primerna sredstva: likvidna sredstva za odplačilo dolga v primeru zmanjšanja prihodkov in/ali znižanja stroškov ter stalna sredstva za cenejši zavarovani dolg), stopnja rasti (hitro rastoča podjetja se pri enakih ostalih okoliščinah močneje opirajo na dolžniški kapital, ker so stroški le-tega manjši kot stroški izdaje navadnih delnic), dobičkonosnost (visoke stopnje donosov omogočajo podjetjem financiranje z zadržanim dobičkom, zato uporabljajo razmeroma malo dolga), nadzor (učinek, ki bi ga lahko imela izdaja obveznic, v primerjavi z izdajo delnic, na kontrolni položaj posloводства podjetja, pogosto vpliva na sestavo kapitala), stališče posloводства (posloводство se lahko samo odloči za primerno sestavo kapitala), stališča kreditodajalcev in agencij za razvrščanje tveganja obveznic (podjetja se z njimi posvetujejo in upoštevajo njihove nasvete) ter tržne razmere (razmere na trgih vrednostnih papirjev se spreminjajo, kar lahko pomembno vpliva na optimalno sestavo kapitala podjetja).

Poleg odločitve o strukturi kapitala mora podjetje, ko se odloča o kreditnih oblikah financiranja, upoštevati tudi druge dejavnike, kot so dospelost sredstev (najboljša strategija financiranja je ujemanje dospelosti dolga z dospelostjo naložb), raven obrestnih mer in napovedi (v primeru, da so obrestne mere visoke in se pričakuje njihov padec, bo podjetje namesto dolgoročnega dolga uporabilo kratkoročno financiranje ali izdajo obveznic z odpoklicno klavzulo v primeru znižanja obrestnih mer), informacije o poslovanju podjetja (podjetje, ki je v slabem finančnem položaju, vendar se mu napoveduje boljša prihodnost, bo uporabilo kratkoročno financiranje tudi za dolgoročna sredstva, nasprotno pa bo podjetje, ki mu grozi slabo obdobje, uporabilo dolgoročno financiranje) in razpoložljivost dolgoročnih kreditov.

2.3.1. Financiranje podjetij prek trga kapitala

Glede na način pretoka kapitala v podjetja oziroma zunanega financiranja podjetij ločimo bančna gospodarstva, kjer prevladuje pritek kapitala preko bančnih posojil, ter tržna gospodarstva, kjer prevladuje pritek kapitala preko finančnega trga, to je preko izdaje lastniških in dolžniških vrednostnih papirjev. Za bančno gospodarstvo je značilen velik pomen bank, ki se kaže v relativno večjem obsegu bilančne vsote bank v bruto domačem proizvodu te država (značilni predstavnik je Nemčija), za

tržno gospodarstvo pa je značilen relativno velik pomen kapitalskega trga, ki se kaže v relativno večji tržni kapitalizaciji in obsegu trgovanju v bruto domačem proizvodu te države (značilen predstavnik so ZDA⁴).

Za mnoga podjetja na razvitih trgih kapitala predstavlja zbiranje finančnih sredstev z izdajo vrednostnih papirjev pomemben in velikokrat dominanten način zunanjega financiranja. V ta namen se uporabljajo različne oblike vrednostnih papirjev: dolžniških ali lastniških, s spremenljivim ali stalnim donosom, kratkoročnih ali dolgoročnih.

Ena od glavnih prednosti financiranja z izdajo vrednostnih papirjev je v tem, da je celotni znesek izdaje razdeljen na manjše zneske, ki so dostopni tudi sektorju prebivalstva, zaradi česar tak način financiranja prispeva k mnogo širšemu krogu potencialnih financerjev izdajatelja. K povečanju privlačnosti investiranja v vrednostne papirje prispeva tudi dejstvo, da se pravice iz vrednostnih papirjev relativno lahko prenašajo, saj lahko investitor vrednostni papir kadarkoli proda na sekundarnem trgu in tako pride do potrebnih finančnih sredstev. Z uporabo raznovrstnih vrednostnih papirjev za financiranje in poslovanje podjetja se razprši struktura finančnih virov podjetja, kar omogoča lažjo optimizacijo strukture kapitala med interesi lastnikov, upnikov in poslovodstva. Razpršena kapitalska struktura je tudi zelo fleksibilna, saj omogoča izdajatelju, da hitro reagira na ugodne tržne razmere. Prednost financiranja s pomočjo vrednostnih papirjev se pojavlja tudi na nacionalni ravni, saj omogoča aktiviranje majhnih prihrankov prebivalstva v produktivne namene.

Pogoj, da bi izdajatelj lahko izkoristil prednost financiranja z vrednostnimi papirji, pa je obstoj ter ustrezna razvitost in urejenost kapitalskega trga. Velja trditev, da samo dobro delujoči trg kapitala lahko prispeva k večji učinkovitosti gospodarstva.

Financiranje z izdajo vrednostnih papirjev prinaša tudi nekatere slabosti. Ker imajo pri izdaji vrednostnih papirjev osrednjo vlogo investicijske banke in organizirana tržišča kapitala, tak način financiranja povzroča dodatke stroške. Razen tega se z izdajo vrednostnih papirjev poveča obveznost podjetja o razkritju informacij, kakor tudi možnost prodaje zaupnih informacij. Pri delniški družbi obstaja tudi možnost prevzema podjetja, razen tega pa je politika takega podjetja pod močnim pritiskom

⁴ Kljub temu, da so ZDA značilen predstavnik tržnega gospodarstva, kjer se podjetja zunanje financirajo preko finančnega trga, nekatere analize (Mayer, 1990, str. 312) kažejo velik pomen finančnih posrednikov (predvsem bank) ter majhen pomen finančnih trgov oziroma neposrednih financ pri financiranju nefinančnih podjetij: posojila (predvsem bank) predstavljajo 61,9 odstotkov, dolžniški vrednostni papirji (obveznice in komercialni zapisi) 29,8 odstotkov, delnice 2,1 odstotka ter drugi viri (posojila države, tuja posojila, in medpodjetniški blagovni krediti) 6,2 odstotka virov zunanjega financiranja nefinančnih podjetij v ZDA. Vzroki za to so predvsem problemi neposrednih financ, ki se tičejo transakcijskih stroškov in asimetričnosti informacij (možnosti napačne izbire in moralnega tveganja).

javnosti oziroma investorjev, zaradi česar je posloводство prisiljeno delovati v ožjem maneverskem prostoru pri politiki investiranja.

2.3.1.1. Financiranje z lastniškim kapitalom

Z novo izdajo delnic⁵ pride podjetje do lastnih trajnih sredstev, za katere mu ni potrebno plačevati obresti, vlagatelji postanejo delničarji podjetja, s tem pridobijo lastniške pravice, svoje vložke pa lahko kadarkoli prodajo na trgu vrednostnih papirjev.

Financiranje z navadnimi delnicami ima dve bistveni prednosti. Ta oblika ima najmanjše omejitve pri poslovanju podjetja. Podjetje ni pogodbeno zavezano k plačevanju dividend. Poleg tega financiranje z izdajo dodatnih navadnih delnic povečuje prihodnjo sposobnost podjetja za najemanje kreditov. Podjetje, ki ima večji delež lastniškega kapitala, lažje pride do dodatnih kreditov, kadar jih potrebuje. Tako je zmanjšana možnost nelikvidnosti in povečana možnost pravočasne izvedbe donosnih naložb.

Financiranje z navadnimi delnicami ima tudi svoje slabosti. Izdaja novih delnic običajno vpliva na zmanjšanje čistega dobička na delnico in tako posredno na znižanje cene posamezne delnice. Zato podjetje izda navadne delnice ponavadi takrat, ko povpraševanje na trgu navadnih delnic narašča in se cene višajo, saj lahko z relativno majhnim obsegom novih delnic pridobi potrebno količino finančnih sredstev. Izdaja novih delnic lahko povzroči, da morajo obstoječi delničarji deliti nadzor nad poslovanjem z novimi lastniki. Tudi stroški izdaje so višji kot pri prednostnih delnicah ali dolžniškem kapitalu.

Prednosti prednostnih delnic so predvsem v tem, da omogočajo pridobitev takšnega vira financiranja, ki zahteva bolj ali manj fiksen donos, hkrati pa donos ni pogodbeno obveznost za podjetje. Poleg tega, da je ta kapital trajen, je njegova prednost ohranitev nadzora nad poslovanjem podjetja s strani obstoječih navadnih delničarjev. Slabost je predvsem visok strošek takšnega financiranja.

⁵ Delnice lahko delimo na več načinov. Glede na imetnika delimo delnice na imenske in prinosniške, glede na pravice iz delnic pa na navadne (redne) in prednostne (ugodnostne). Navadne delnice prinašajo imetniku solastnino v delniški družbi, s katero pridobi pravico do udeležbe pri upravljanju družbe, pravico do dela dobička v obliki dividende in pravico do ustreznega dela preostalega dela premoženja po likvidaciji ali stečaju družbe. Prednostne delnice prinašajo imetnikom, poleg pravic, ki jih prinašajo navadne delnice, še določene prednostne pravice, hkrati pa nimajo glasovalne pravice. Zbirne (kumulativne) prednostne delnice dajejo imetniku prednostno pravico do izplačila vseh še neizplačanih dividend, preden se imetnikom navadnih delnic izplačajo kakršnekoli dividende. Udeležbene (participativne) prednostne delnice pa dajejo imetnikom poleg prednostne dividende, še pravico do izplačila dividend, ki pripadajo imetnikom navadnih delnic.

K financiranju z lastniškim kapitalom spada tudi financiranje s pogojnim lastniškim kapitalom ob izdaji zamenljivih obveznic, ki jih ima imetnik pravico zamenjati za določeno število delnic izdajatelja v določenem obdobju⁶. Pogojni lastniški kapital je kapital podjetja, ki je trenutno še dolžniški, lahko pa ob določenih izpolnjenih pogojih postane lastniški. Osnovni pogoj je seveda večja vrednost lastniškega kapitala od dolžniške oblike kapitala za imetnika.

Financiranje z izdajo zamenljivih obveznic prinaša izdajatelju več prednosti. Izdajatelj ima možnost pridobiti dolžniški kapital po nižji ceni (nižja obrestna mera in manjše omejitve glede na ostali dolg). Ker zamenljive obveznice predstavljajo podrejen dolg glede na ostali dolg izdajatelja, ima izdajatelj nespremenjeno možnost dodatnega zadolževanja z navadnim dolgom. Prav tako izdajatelj pridobi tudi možnost prodaje delnic po višji ceni od trenutnih.

Zamenljive obveznice imajo tudi nekaj slabosti. V primeru visoke rasti tržne cene delnice bi bilo za izdajatelja bolje, da bi pridobil nove vire financiranja z normalno izdajo novih delnic ali z zadolževanjem z navadnimi obveznicami s fiksnimi stroški zadolževanja. Po drugi strani pa bo moral v primeru stagnacije ali padca cene delnice izdajatelj izplačevati fiksne dolžniške obveznosti. In nazadnje, prednost nizkih stroškov zadolževanja (nizka kuponska obrestna mera zamenljive obveznice) bo izgubljena v primeru zamenjave.

2.3.1.2. Financiranje z dolžniškim kapitalom

Podjetje se financira z dolžniškim kapitalom preko izdaje različnih vrst obveznic⁷. Za razliko od delnic gre pri izdaji obveznic za dolžniško obliko zunanjega financiranja podjetja. Z izdajo obveznic izdajatelj pridobi dolgoročna sredstva, hkrati pa se obvezuje, da bo imetniku obveznice izpolnil obveznosti iz obveznice (izplačal obresti in glavnico ob njihovi zapadlosti). Imetnik obveznice nima nobenih upravljaljskih pravic, ima pa prednost pri poravnavi terjatev, če izdajatelj preneha delovati, pred imetniki delnic.

⁶ Zamenljive obveznice so hibridni finančni instrument med dolgom in kapitalom. Ponavadi so podrejene (subordinirane) ostalemu dolgu izdajatelja. Menjalna cena delnice je ponavadi 10-30 odstotkov nižja od tržne vrednosti delnice ob datumu izdaje zamenljive obveznice, kajti pričakuje se rast delnic v prihodnosti. Obrestna mera zamenljive obveznice je nižja od zahtevane stopnje donosa za navadne obveznice primerljivega tveganja, kar pomeni, da so imetniki pripravljene plačati premijo pri nakupu zamenljivih obveznic zaradi potencialnega kapitalskega dobička pri zamenjavi obveznic v delnice.

⁷ Obveznice najprej ločimo glede bistvenih elementov izdaje (izdajatelja, obrestne mere, valute, načina obrestovanja in odplačila, možnosti odpoklica, nominalne vrednosti, velikosti apoenov, in podobno). Z vidika jamstva za izplačilo obveznosti iz obveznice ločimo zavarovane in nezavarovane obveznice. Poleg navadnih obveznic poznamo še zamenljive obveznice (imetnik jo lahko spremeni v delnice), dividendne obveznice (dajejo poleg fiksnih obresti še pravico do določenega dela dobička), delniške nakupne opcije (omogočajo prednostno pravico do nakupa delnic) in brezkuponske obveznice, ki se prodajajo po diskontirani vrednosti.

Lahko rečemo, da so prednosti in slabosti obveznic za izdajatelja obratne od prednosti in slabosti delnic. Ker je tveganje obveznic praviloma manjše od povprečnega tveganja delnic, je tudi zahtevana donosnost obveznic manjša od zahtevane donosnosti delnic. Stroški dolga so neodvisni od zaslužkov podjetja, zato imetniki obveznic ne sodelujejo pri dobičku, toda če dobička ni, mora podjetje vseeno plačati dolg. Podjetju se ni potrebno organizirati v delniško družbo, kar bi pomenilo višje organizacijske stroške. Glavna slabost obveznic v primerjavi z delnicami je v tem, da ima dolg določen datum zapadlosti, ko ga je potrebno plačati. V primeru, da je podjetje zelo zadolženo, je tveganje za investitorje večje, zaradi česar zahtevajo večjo obrestno mero, večanje obrestnih mer pa lahko izniči prednost dolga.

Financiranje z obveznicami ima tudi posebnosti v primerjavi s financiranjem s posojili⁸. Prednosti financiranja z izdajo obveznic so za izdajatelja predvsem v tem, da lahko z izdajo obveznic izdajatelj zbere večja finančna sredstva ter da veliko število kupcev razprši odvisnost od enega posojilodajalca. Obveznice imajo lahko tudi dodatne posebnosti, ki jih posojilo nima (omenil sem že, da se zamenljive obveznice lahko zamenjajo za delnice izdajatelja). Prav tako morajo izdajatelji, če hočejo privabiti veliko vlagateljev, nenehno skrbeti za svojo uspešnost in ugled. Po drugi strani pa je slabost obveznic v primerjavi s posojilom v tem, da je uspešnost izdaje odvisna od velikega števila posameznih vlagateljev. Prav tako je cena, po kateri bo obveznica prodana na trgu, negotova, saj je odvisna od delovanja tržnega mehanizma.

Omeniti velja, da se podjetja lahko tudi kratkoročno zadolžujejo z izdajo vrednostnih papirjev. Na razvitih trgih vrednostnih papirjev se izdajatelji zelo pogosto poslužujejo izdaj komercialnih zapisov.

3. PREGLED TRGA KAPITALA V SLOVENIJI

3.1. Regulativa in institucionalno okolje

Trge kapitala evropskih držav, ki niso članice Evropske skupnosti, praviloma razvrščamo v tako imenovane razvijajoče se trge kapitala. Po svetu je opazna izrazita rast in pomen trgov kapitala, to pa še zlasti velja za razvijajoče se trge. Različne študije kažejo, da trg delnic na splošno ugodno vpliva na gospodarsko rast države, pri čemer je ta rast neposredno odvisna od likvidnosti trga oziroma prometa delnic.

⁸ Več o primerjavi dolgoročnega zadolževanja podjetja z izdajo obveznic in posojili je navedeno v poglavju 5.3..

Slovenski trg kapitala se še vedno nahaja v tranzicijskem obdobju, ki se bo končalo s predvidenim polnopravnim članstvom v Evropski skupnosti. Za slovenski trg kapitala lahko ugotovimo dve značilnosti (Simoneti, 2001, str. 98):

1. Na trgu kapitala se je zaradi lastninjenja družbenega premoženja vzpostavila infrastruktura trga kapitala, ki se kaže predvsem v njegovih institucijah (borza, klirinško depotna družba, borzno posredniške družbe in banke, družbe za upravljanje in investicijski skladi, pokojninski skladi ter nadzorne institucije – Agencija za trg vrednostnih papirjev in Agencija za zavarovalni nadzor).
2. Navedene institucije in udeleženci trga kapitala v preteklem obdobju niso poslovali v odprtem in mednarodno primerljivem oziroma konkurenčnem okolju. Velik del poslovanja je izrazito prehodni, odvisen od lastninjenja premoženja (na trgu kapitala poteka realokacija in koncentracija lastništva).

Zaradi značilnosti, navedenih v prejšnjem odstavku, ne moremo reči, da se je slovenski trg kapitala ustrezno pripravil na konkurenčne pogoje glede izvajanja svoje osnovne dejavnosti, kot je ta značilna za razvite finančne trge in njihove posrednike. Bogata infrastruktura, ki je skoraj idealna, in po drugi strani plitek trg z vsemi slabostmi, ki so povezane s takimi razmerami, odvrčata investitorje in izdajatelje od trga vrednostnih papirjev. Infrastruktura zahteva predvsem relativno visoke stroške in zahtevne postopke, plitkost pa onemogoča pridobitev ustreznih finančnih virov po cenah, ki bi bile primerljive s kreditno ponudbo bank.

Slovenska zakonodaja za trg kapitala je v glavnem usklajena s pravnim redom Evropske skupnosti, ki je sprejela tri direktive, ki se neposredno nanašajo na institucije in delovanje trga kapitala. Z uveljavitvijo novele zakona o trgu vrednostnih papirjev in sprejetjem pripadajočih podzakonskih aktov je Republika Slovenija zadovoljila zahtevam, ki jih določata direktivi Evropske skupnosti o uvrstitvi vrednostnih papirjev na organiziran trg in o storitvah s področja investiranja vrednostnih papirjev. Nekatere zakonske določbe se še ne bodo v celoti upoštevale do polnopravnega članstva Republike Slovenije v Evropski skupnosti. Večjo neusklajenost pri direktivi o ureditvi poslovanja investicijskih skladov poskuša država zakonsko urediti s sprejemom novega zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU).

Trg vrednostnih papirjev v Sloveniji urejajo različni zakoni in podzakonski predpisi, med katerimi so najpomembnejši zakon o trgu vrednostnih papirjev (v nadaljevanju: ZTVP-1) iz leta 1999, ki je krovni zakon s področja trga vrednostnih papirjev in se je v veliki meri naslonil na rešitve anglosaškega sistema. ZTVP-1 ureja področja poslovanja z vrednostnimi papirji na primarnem trgu (javna ponudba vrednostnih

papirjev), sekundarnem trgu (trgovanje na organiziranih trgih vrednostnih papirjev, trgovanje s standardiziranimi finančnimi instrumenti, izpolnjevanje obveznosti iz poslov, sklenjenih na organiziranem trgu) ter kontrolo nad poslovanjem (dolžnost poročanja javnih družb, obvladovanje tveganj, pravila varnega in skrbnega poslovanja, poslovne knjige in poslovna poročila, revidiranje, nadzor nad borzno posredniškimi družbami, prepoved trgovanja na podlagi notranjih informacij, itd.).

Čeprav kratkoročni vrednostni papirji niso del trga kapitala (ampak trga denarja) in jih predpisi o kapitalskem trgu predvidoma ne obravnavajo, ZTVP-1 izenačuje serijske kratkoročne vrednostne papirje z dolgoročnimi, kar naj bi investitorje varovalo pred nenadzorovanimi izdajami kratkoročnih vrednostnih papirjev tveganih izdajateljev.

Pomembne so tudi določbe obligacijskega zakonika (ki je temeljni pravni vir ureditve vrednostnega papirja), zakona o nematerializiranih vrednostnih papirjih (ureja način izdaje in prenosa nematerializiranih vrednostnih papirjev), zakona o gospodarskih družbah (predvsem predpisi, ki se nanašajo na delnice in poslovanje z njimi), zakona o investicijskih skladih (ureja poslovanje z investicijskimi kuponi vzajemnih skladov in delnicami investicijskih družb), starega jugoslovanskega zakona o vrednostnih papirjih (ureja predvsem področje dolžniških vrednostnih papirjev), zakona o prevzemih, zakona o bankah in hranilnicah in vrste podzakonskih aktov.

3.1.1. Agencija za trg vrednostnih papirjev

Glavni regulator trga je nesporno Agencija za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju tudi: Agencija ali ATVP). Agencija opravlja nadzor nad trgom vrednostnih papirjev in nadzor finančnih institucij ter izvršuje druge naloge in pristojnosti, z namenom zagotoviti možnosti za učinkovito delovanje trgov vrednostnih papirjev in zaupanje vlagateljev vanje. Glavni cilj Agencije je zaščita investitorjev, s čimer so mišljeni predvsem tako imenovani mali investitorji, šele nato institucionalni, od katerih se že v osnovi pričakuje določeno strokovno znanje.

Naloge in pristojnosti Agencije so razdeljene predvsem na štiri osnovna področja, in sicer:

- izdaja dovoljenj: za poslovanje finančnih organizacij, za javno ponudbo vrednostnih papirjev, za ponudbo za odkup, borznim posrednikom za opravljanje poslov z vrednostnimi papirji ter članom uprav borzno posredniških družb in družb za upravljanje;
- nadzor nad trgom vrednostnih papirjev oziroma nadzor nad finančnimi organizacijami ter nadzor postopkov v zvezi s prevzemi;
- priprava podzakonskih aktov Agencije, ki so pravna podlaga za urejanje, kontrolo in razvoj trga vrednostnih papirjev v Republiki Sloveniji;

- vodenje registrov oziroma drugih podatkov s področja trga vrednostnih papirjev.

Z uveljavitvijo ZTVP-1, ki usklajuje ureditev trga vrednostnih papirjev s pravnim redom Evropske unije, ima Agencija celo vrsto novih nalog in pristojnosti skoraj na vseh področjih delovanja. Agencija opravlja nadzor nad poslovanjem borze, klirinško depotne družbe, borzno posredniških družb in bank, ki imajo dovoljenje za opravljanje storitev v zvezi z vrednostnimi papirji.

V fazi razvoja slovenskega trga vrednostnih papirjev je posvetila Agencija posebno pozornost izobraževanju, saj ob tako naglem preskoku v tržno gospodarstvo od državljanov ni bilo mogoče pričakovati vseh potrebnih znanj. V preteklih letih se je Agencija pogosto pojavljala v medijih, kjer je s svojimi obvestili opozarjala investitorje na ugotovljene ali možne nepravilnosti ter na tveganja, ki se jim pri svojih naložbah izpostavljajo.

Ena pomembnih nalog Agencije pri vzpostavljanju varnega in stabilnega trga vrednostnih papirjev je preganjanje trgovanja na podlagi notranjih informacij⁹, ki lahko določenim investitorjem omogoči neupravičeno okoriščenje. Uhajanje notranjih informacij, ki ga je zaradi majhnosti trga zelo težko omejiti, je eden večjih problemov, s katerimi se srečuje slovenski trg kapitala.

3.1.2. Organiziran trg vrednostnih papirjev

Organiziran trg vrednostnih papirjev je trg vrednostnih papirjev, ki je posredno ali neposredno dostopen javnosti, na katerem trgovanje poteka redno in je urejen in nadzorovan s strani pristojnih organov. Organizirano trgovanje na sekundarnem trgu vrednostnih papirjev poteka preko Ljubljanske borze vrednostnih papirjev, d.d., Ljubljana (v nadaljevanju: Ljubljanska borza), in sicer preko borznega trga in prostega trga. Ljubljanska borza je bila ustanovljena leta 1989. Delničarji borze so banke in borzno posredniške družbe, ki imajo sedež v Republiki Sloveniji in so hkrati tudi člani borze.

Glavne dejavnosti borze so:

- organiziranje povezovanja ponudbe in povpraševanja v prometu z vrednostnimi papirji;
- informiranje o ponudbi, povpraševanju, tržni vrednosti in drugih podatkih o vrednostnih papirjih;
- objavljanje tečajev vrednostnih papirjev;
- tehnične storitve za potrebe organiziranega trgovanja.

⁹ Z izrazom »notranja informacija« je mišljena vsaka informacija, ki bi (če bi postala javna) verjetno imela pomembnejši vpliv na ceno vrednostnega papirja.

Leta 1995 je bil na Ljubljanski borzi zadnji borzni sestanek, s čimer se je zaključilo šestletno trgovanje borznih posrednikov na tradicionalni način s prostim izklicevanjem cen na borznem parketu. Od takrat je trgovanje z vrednostnimi papirji na Ljubljanski borzi potekalo samo še elektronsko – najprej preko borznega informacijskega sistema BIS, danes pa preko sistema BTS. Za ukinitvev borznega parketa se je vodstvo borze odločilo zaradi boljše preglednosti trga vrednostnih papirjev, tako za borzne posrednike kot tudi za investitorje, ter zaradi težnje po zmanjševanju stroškov poslovanja. Isti sistem trgovanja velja tako za vrednostne papirje v borzni kotaciji kot tudi za vrednostne papirje na prostem trgu.

Na organiziranem trgu se trguje le z vrednostnimi papirji¹⁰, ki so v celoti vplačani, neomejeno prenosljivi, nematerializirani in ki glede na preostale lastnosti in glede na poslovanje izdajatelja izpolnjujejo pogoje, ki jih določa borza.

Za sprejem novih vrednostnih papirjev na borzo je pristojen Odbor za sprejem članov in vrednostnih papirjev na borzo, ki ga sestavljajo zunanji pravni in finančni strokovnjaki in predstavnik borze. V borzno kotacijo se lahko sprejme samo tiste vrednostne papirje, ki izpolnjujejo prej navedene pogoje za trgovanje na organiziranem trgu ter hkrati izpolnjujejo kriterije za uvrstitev v enotno¹¹ borzno kotacijo, ki so navedeni v tabeli 1 in tabeli 2.

Tabela 1: Kriteriji za uvrstitev delnic v enotno borzno kotacijo:

1. Leta poslovanja	3
2. Realnost in objektivnost računovodskih izkazov	revidirani računovodski izkazi za tri leta
3. Velikost kapitala (celotni kapital po zadnji bilanci stanja: osnovni kapital, vplačani presežek, rezerve, preneseni čisti dobiček ali izguba prejšnjih let, revalorizacijski popravek kapitala, nerazdeljeni čisti dobiček ali izguba poslovnega leta)	500 mio SIT
4. Minimalna velikost razreda delnic (upošteva se knjigovodska vrednost delnice oziroma tržna kapitalizacija, če je delnica že bila v kateremkoli segmentu organiziranega trga)	200 mio SIT
5. Odstotek razreda delnic v javnosti	vsaj 25%
6. Število imetnikov razreda delnic	vsaj 150

Vir: Pravila borze (2001, str. 5).

¹⁰ Na organiziranem trgu Ljubljanske borze se trguje z dolgoročnimi in kratkoročnimi vrednostnimi papirji, ki so navedeni v poglavju 3.2..

¹¹ Glede na veljavna Pravila Ljubljanske borze sta se 1. januarja 2001 borzni kotaciji A in B združili v enotno borzno kotacijo. Z združitvijo je posledično prišlo do sprememb v uradni tečajnici borze, ustrezno prilagojeni pa so tudi kriteriji za sprejem vrednostnih papirjev v enotno borzno kotacijo. Združitvev obeh kotacij v enotno omogoča večjo transparentnost trga vrednostnih papirjev, organiziranost trga pa je s tem usklajena s prakso dežel članic EU.

Tabela 2: Kriteriji za uvrstitev obveznic v enotno borzno kotacijo:

1. Leta poslovanja	3
2. Realnost in objektivnost računovodskih izkazov	revidirani računovodski izkazi za tri leta
3. Skupna nominalna vrednost prodane serije obveznic	300 mio SIT

Vir: Pravila borze (2001, str. 6).

Eden najpomembnejših dokumentov, ki jih mora izdajatelj, ki zaprosi za sprejem vrednostnega papirja na borzo, priložiti zahtevi za sprejem, je prospekt, ki mora vsebovati vse informacije, ki jih vlagatelji potrebujejo za svoje investicijske odločitve. Ko je vrednostni papir sprejet na borzo, se izdajatelj zaveže, da bo redno in tekoče obveščal borzo in javnost o vseh dogodkih in spremembah v poslovanju, ki so pomembni za izdajatelja in investitorje.

Z vrednostnimi papirji, ki ne izpolnjujejo pogojev za kotacijo, je omogočeno trgovanje na segmentu zunajborznega odprtega trga vrednostnih papirjev - prostem trgu, na katerem so vrednostni papirji prosto prenosljivi brez omejitev. Prosti trg deluje od leta 1995 preko borznega elektronskega sistema trgovanja. Razlog za večje število vrednostnih papirjev na prostem trgu je v relativno enostavnem postopku uvrstitve na ta trg ter tudi v tem, da lahko pobudo za uvrstitev v trgovanje na prostem trgu poda kdorkoli (delničarji, drugi investitorji, Agencija, borzni posredniki, itd.) in ne samo vodstvo izdajatelja, kot to velja za uvrstitev v uradno borzno kotacijo. Poleg tega sklep o uvrstitvi v trgovanje na prosti trg sprejme Uprava Ljubljanske borze in ne Odbor za sprejem.

Globalizacija, deregulacija ter razvoj novih tehnologij na svetovnih kapitalskih trgih vpliva tudi na prihodnjo vizijo in strategijo poslovanja Ljubljanske borze. V okviru omenjenih procesov bo Ljubljanska borza v naslednjih letih poleg svojih osnovnih dejavnosti strateško usmerjena še na:

- aktivno zasledovanje strategij, ki prispevajo k rasti kapitalskega trga v Sloveniji (razvoj svoje infrastrukture, predvsem stalne nadgradnje elektronskega sistema trgovanja, vsestransko izobraževanje udeležencev slovenskega trga vrednostnih papirjev, omogočanje večje transparentnosti poslovanja podjetij, opozarjanje države na nujnost vzpostavitve temeljnih dejavnikov za razvoj domačega trga kapitala);
- širitev svojega »know-howa« na jugovzhodne trge (trge Pakta stabilnosti) in s tem na nadaljevanje širjenja vpliva slovenskega gospodarstva v ta del Evrope;
- aktivno sodelovanje v združenjih borz in zavzemanje za vzpostavitev pogojev, ki bodo Ljubljanski borzi omogočali enakovredno vključevanje v prihodnje potencialne zveze in združenja borz;

- razvoj novih elektronskih storitev, s katerimi ponuja diferencirane produkte za investitorje (razvoj interneta in sistemov za posredovanje borznih podatkov), svoje članice (nadgradnja in stalne izboljšave trgovalnega sistema) in za izdajatelje (sistem za obveščanje izdajateljev SEOnet).

3.1.3. Klirinško depotna družba

V letu 1995 je pričela s svojim poslovanjem KDD - Centralna klirinško depotna družba, d.d., Ljubljana (v nadaljevanju: KDD), katere temeljna naloga je vodenje centralnega registra nematerializiranih vrednostnih papirjev in denarna poravnava opravljenih poslov z vrednostnimi papirji preko borznega elektronskega sistema, ki so avtomatsko preneseni na KDD. Dan izpolnitve posla (izpolnitev denarne obveznosti in obveznosti prenosa vrednostnih papirjev) je dva delovna dneva (T+2) po sklenitvi posla na organiziranem trgu vrednostnih papirjev. Prenos denarnih sredstev in vrednostnih papirjev je dokončen in nepreklicen.

Tako je KDD institucija, ki zagotavlja predvsem naslednje storitve:

- obračun in poravnavanje obveznosti (s prenosom vrednostnih papirjev na računih članov KDD ter s prenosom denarja) iz sklenjenih poslov na organiziranem trgu vrednostnih papirjev;
- vodenje centralnega registra vrednostnih papirjev, to je vodenje računalniške evidence imetnikov vrednostnih papirjev posameznih izdajateljev na varen, zanesljiv in učinkovit način;
- zagotavljanje učinkovitega in hitrega ugotavljanja in uveljavljanja pravic imetnikov vrednostnih papirjev;
- zagotavljanje stanj na računih vrednostnih papirjev.

Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih (ZNVP) ureja način izdaje in prenosa nematerializiranih vrednostnih papirjev, način zamenjave že izdanih vrednostnih papirjev z vrednostnimi papirji, izdanimi v nematerializirani obliki, pogoje in omejitve dostopa do podatkov o imetnikih nematerializiranih vrednostnih papirjev ter pravila vodenja centralnega registra nematerializiranih vrednostnih papirjev.

Vrednostni papirji so izdani v nematerializirani obliki z vknjižbo v centralni register vrednostnih papirjev, zakon pa je uvedel obvezno izdajo vrednostnih papirjev v nematerializirani obliki praktično za vse izdajatelje¹². Nematerializirano okolje zmanjšuje tveganje kraje in ponarejanja, kar pomeni zmanjšanje systemskega

¹² Nematerializirane vrednostne papirje so po zakonu dolžni izdati vsi izdajatelji serijskih vrednostnih papirjev, katerih prva prodaja je bila opravljena po postopku javne ponudbe. Nematerializirane vrednostne papirje so dolžne izdati tudi banke, zavarovalnice, borzno posredniške družbe in družbe za upravljanje.

tveganja pri poslovanju z vrednostnimi papirji, hkrati pa omogoča ekonomično izvedbo nekaterih vrst storitev (na primer izplačevanje obresti in dividend).

3.1.4. Borzno posredniške družbe in banke

Po definiciji spadajo borzno posredniške družbe in banke med tako imenovane pooblaščenec udeležence trga vrednostnih papirjev, ki imajo dovoljenje za opravljanje storitev v zvezi z vrednostnimi papirji. Storitve v zvezi z vrednostnimi papirji so naslednje (73. člen ZTVP-1):

1. nakup ali prodaja vrednostnih papirjev po nalogu in za račun stranke (borzno posredovanje);
2. gospodarjenje z vrednostnimi papirji po nalogu in za račun stranke (gospodarjenje z vrednostnimi papirji);
3. posebne storitve (izvedba prvih prodaj brez obveznosti odkupa, izvedba prvih prodaj z obveznostjo odkupa, storitve v zvezi z uvedbo vrednostnih papirjev v javno trgovanje);
4. pomožne storitve (investicijsko svetovanje, vodenje računov nematerializiranih vrednostnih papirjev, hramba vrednostnih papirjev, storitve v zvezi s prevzemi).

Nadzor, izdajo dovoljenj za opravljanje poslov z vrednostnimi papirji ter način poslovanja oseb, ki se s temi posli lahko ukvarjajo, ureja ZTVP-1, ki je prinesel spremembe na naslednjih področjih: pravila obvladovanja tveganja (pravila o kapitalski ustreznosti in pravila o najvišji dopustni izpostavljenosti borzno posredniške družbe do posameznih oseb), pravila skrbnega in varnega poslovanja (notranja organizacija in vodenje poslovnih knjig), nadzor nad drugimi osebami (nadzor licenciranih subjektov ter nadzor nad osebami, ki opravljajo storitve brez licence) in sistem jamstva za terjatve vlagateljev. Agenciji daje zakon široke pristojnosti in pravno podlago za pregled poslovanja brez omejitev. V primeru ugotovitve kršitve predpisov lahko prepove opravljanje poslov ali celo odvzame dovoljenje za opravljanje poslov z vrednostnimi papirji.

Za pridobitev dovoljenja za opravljanje poslov z vrednostnimi papirji morajo borzno posredniške družbe in banke izpolnjevati nekaj pogojev. Imeti morajo predpisano višino kapitala ter izpolnjevati kadrovske, tehnične, finančne in organizacijske pogoje. Med kadrovske pogoje spada ustrezno znanje borznih posrednikov in izkušnje s področja financ.

V skladu z zakonom o bančništvu morajo banke pred začetkom opravljanja poslov z vrednostnimi papirji pridobiti ustrezno dovoljenje Banke Slovenije. Banka, ki opravlja posle z vrednostnimi papirji, mora to poslovanje organizirati tako, da je povsem ločeno od ostalega poslovanja banke.

3.1.5. Banka Slovenije

Pomemben regulator finančnega trga in s tem tudi trga vrednostnih papirjev v Sloveniji je Banka Slovenije. ZTVP-1 omenja Banko Slovenije le pri členih, ki govorijo o dolžnosti poročanja izdajateljev vrednostnih papirjev in pridobitvi dovoljenja za prvo javno prodajo. Banka Slovenije, kakor tudi Republika Slovenija, ni zavezana poročati ter pridobiti dovoljenja za prvo javno prodajo vrednostnih papirjev.

Banka Slovenije je prvič opazno posegla na trg vrednostnih papirjev poleti 1994, ko je izdala veliko emisijo blagajniških zapisov z nakupnim bonom, ki so omogočili neverjeten 50 odstotni polletni donos. Lahko se strinjam z mnenji (Veselinovič, 1998, str. 43), da je ta instrument Banke Slovenije, ki je bil sicer namenjen makroekonomski stabilizaciji, popolnoma razbil takrat še dokaj nepomemben trg dolgoročnih vrednostnih papirjev.

Drugič je Banka Slovenije posegla na trg vrednostnih papirjev februarja 1997, ko je uvedla obvezne skrbniške račune za nerezidente pri domačih bankah, kar je poslovanje za tuje investitorje močno podražilo. Banka Slovenije je s predpisom želela urediti spremljanje tujih naložb ter omejiti večji priliv sredstev na slovenski finančni trg. Ukrepi, ki v slovenski finančni javnosti najprej niso bili neugodno sprejeti, ker naj bi zagotavljali tujcem dodatno varnost, slovenski valuti pa stabilnost, so povzročili takojšnjo ustavitev nakupov domačih vrednostnih papirjev s strani tujcev¹³.

Režim skrbniških računov je Banka Slovenije od uvedbe do njegove odprave sredi leta 2001 večkrat omilila. Omejitve so veljale samo za portfeljske naložbe, medtem ko za neposredne naložbe (merilo je 10-odstotni upravljavski delež) omejitev ni bilo. Po novem je Banka Slovenije ohranila omejitve za nerezidente samo za instrumente denarnega trga.

Čeprav si je Banka Slovenije zaradi omejitev pri pretoku kapitala nakopala velike kritike slovenske finančne javnosti, je potrebno omeniti, da sta tudi azijska kriza jeseni 1997 ter ruska kriza jeseni 1998 povzročila umik tujih investitorjev iz Slovenije. Lahko bi celo rekel, da bi bil šok za Slovenijo zaradi umika tujih investitorjev iz razvijajočih se trgov v najvarnejše vrednostne papirje veliko večji, če ne bi bilo nobenih omejitev Banke Slovenije.

¹³ Ker trg zaznamuje presežna ponudba delnic iz lastninskega preoblikovanja, je vpliv tujih investitorjev, ki sprožijo dodatno povpraševanje, zelo močan, hkrati pa mnogi domači investitorji sledijo njihovem ravnanju, kar vpliv še stopnjuje. Vse to je povzročilo, da se je promet na borzi ter borzni indeks v letu 1997 zelo zmanjšal. Mednarodna finančna organizacija (IFC) je analizirala in razvrstila 49 razvijajočih se finančnih trgov glede na njihovo odprtost, in slovenski trg je bil proglašen za edini zaprt trg za tujce.

3.1.6. Institucionalni investitorji na trgu kapitala

Institucionalne investitorje predstavljajo finančne institucije, ki investirajo v vrednostne papirje domačih in tujih podjetij ter države in upravljajo s tem premoženjem (portfeljem). Na razvitih trgih kapitala predstavljajo institucionalne investitorje štiri večje skupine: zavarovalnice, pokojninski skladi, odprti investicijski skladi (vzajemni skladi) ter zaprti investicijski skladi (investicijske družbe).

Institucionalni investitorji v Sloveniji niso veliko prispevali k razvoju trga kapitala. Skladi, ki so nastali v zvezi z lastninskim preoblikovanjem podjetij, so bolj dezinvestitorji kot institucionalni investitorji. Pokojninski skladi so šele nastali in še niso zbrali dovolj sredstev, da bi bili pomemben investitor na trgu kapitala. Vloga zavarovalnic na trgu vrednostnih papirjev je bila do sedaj relativno majhna, saj so se raje odločale za deponiranje sredstev pri bankah. Kadar so se odločile za naložbe v vrednostne papirje, so večinoma izbrale državne ter bančne papirje in ne podjetniških.

Čeprav poslovne banke po definiciji ne spadajo med institucionalne investitorje¹⁴, so banke pomemben investitor v vrednostne papirje na slovenskem trgu kapitala. Izmed različnih vrst investitorjev na slovenskem trgu so banke največji investitor v obveznice nefinančnih organizacij, v državne obveznice ter v tuje obveznice.

V prihodnosti je pričakovati večje naložbe v vrednostne papirje vsaj tistih institucionalnih investitorjev, ki niso nastali v zvezi z lastninskim preoblikovanjem podjetij, postavlja pa se vprašanje, ali bodo institucionalni investitorji prispevali k razvoju slovenskega trga kapitala ali bodo, zaradi razpršenosti svojih naložb, investirali predvsem na tuje trge kapitala.

Najpomembnejši institucionalni investitorji na slovenskem trgu kapitala so pooblašene investicijske družbe, Kapitalska družba, vzajemni skladi in v zadnjem času tudi zavarovalnice, pričakovati pa je, da bodo tudi pokojninski skladi postali pomemben investitor na trgu kapitala.

Vzajemni skladi

Vzajemni skladi bi morali biti temelj varčevanja v vrednostnih papirjih, vendar je resničnost precej drugačna. Delež varčevanja v vzajemnih skladih je v Sloveniji tudi v primerjavi z nekaterimi tranzicijskimi srednjeevropskimi državami zelo nizek in je konec leta 2001 predstavljal le 0,5 odstotka tržne kapitalizacije slovenskega

¹⁴ Institucionalni investitorji ne sprejemajo vlog z vnaprej določeno obrestno mero ali z nominalno trdno vrednostjo, ampak je vrednost naložbe posameznika v to institucijo odvisna od tega, kaj se dogaja od vrednosti naložb teh institucionalnih investitorjev (Ribnikar, 1994).

organiziranega trga, oziroma 0,3 odstotka bruto domačega proizvoda¹⁵. Neto pritoki v vzajemne sklade v letu 2001 (približno dve milijardi tolarjev) so znašali dober odstotek prilivov sredstev v bančne vloge domačih poslovnih bank v decembru 2001.

Čeprav je razvoj skladov pri nas bistveno prepočasen, pa je spodbudno, da skladi zaznavajo stalno rast kapitala in števila vlagateljev. Ob koncu leta 1997 je v skladih varčevalo nekaj manj kot 4.000 vlagateljev, tri leta pozneje pa 12.000.

Konec leta 2001 je poslovalo 18 vzajemnih skladov, ki jih je upravljalo 11 družb za upravljanje. Skupna vrednost sredstev v upravljanju je konec leta 2001 znašala 14,7 milijarde tolarjev in je v primerjavi z letom 2000 za 37,3 odstotka večja¹⁶. V razvoj vzajemnih skladov je doslej največ energije vložila družba za upravljanje Kmečka družba, ki je imela s svojimi tremi skladi ob koncu leta 2001 kar 63 odstotni tržni delež. Njen največji vzajemni sklad je bil Galileo, ki je s 6,7 milijardami tolarjev predstavljal 46 odstotkov vseh sredstev v vzajemnih skladih.

V prvi polovici leta 2002 je prišlo zaradi zniževanja pasivnih obrestnih mer poslovnih bank do velikega pritoka svežih sredstev s strani novih investitorjev v vzajemne sklade, a vzajemni skladi še vedno ne pomenijo pomembnega dela varčevanja prebivalstva.

Pooblašcene investicijske družbe

Pooblašcene investicijske družbe (v nadaljevanju tudi: PID-i) naj bi na slovenskem kapitalskem trgu opravljale funkcijo privatizacijskega posrednika. PID-i so pridobivali sredstva z javnim zbiranjem certifikatov ter jih vložili v podjetja v procesu lastninskega preoblikovanja. Pretežni del njihovih naložb so naložbe v netržne in nelikvidne delnice podjetij, poleg tega pa je pogosta koncentracija lastništva v posameznih podjetjih.

Trenutno imajo PID-i zelo pomembno vlogo v procesu lastniške konsolidacije. Največji problem, s katerim se soočajo, je ta, da se ne morejo odločiti, ali naj upravljajo portfelje ali podjetja, zato lastniki delnic PID-ov nimajo občutka, da upravljavci PID-ov delajo v njihovem interesu. Provizije, ki jih družbe za upravljanje

¹⁵ V ZDA imajo investitorji v vzajemnih skladih 65 odstotkov BDP, v Veliki Britaniji 24 odstotkov, na Japonskem 11 odstotkov, na Češkem 3,2 odstotka in na Madžarskem 4 odstotke BDP.

¹⁶ Na dan 31.12.2001 so imeli največji delež v sestavi naložb vzajemnih skladov dolgoročni vrednostni papirji v višini 91,8 odstotka, od tega so predstavljale naložbe v delnice, s katerimi se trguje na organiziranem trgu, 78,2 odstotka vseh sredstev. Naložbe v kratkoročne vrednostne papirje so znašale 0,7 odstotka, naložbe v denarna sredstva pa 1,6 odstotka vseh sredstev. Naložbe v tuje vrednostne papirje ob koncu leta 2001 so znašale samo 1,1, odstotka vseh sredstev, čeprav so lahko v skladu z zakonodajo vzajemni skladi v tuje vrednostne papirje investirali do 10 odstotkov svojih sredstev.

služijo z upravljanjem PID-ov, so zelo visoke in znašajo 3 odstotke na knjigovodsko vrednost naložb brez certifikatov.

Certifikatska privatizacijska vrzel je bila konec leta 2001 in v začetku leta 2002 zapolnjena. V ta namen je vlada na PID-e prenesla dovršen del premoženja Slovenske razvojne družbe. Po zapolnitvi privatizacijske vrzeli se bodo morali PID-i do 31.12.2003 preoblikovati v normalne finančne institucije - holdinge ali investicijske sklade¹⁷ (v skladu z novim zakonom o investicijskih skladih in družbah za upravljanje tudi v vzajemne sklade in ne samo v zaprte investicijske družbe). Večina PID-ov se bo predvidoma iz privatizacijskih skladov preoblikovala v holdinge. Po eni strani to pomeni, da bomo imeli boljše upravljavce podjetij in posledično učinkovitejša podjetja, po drugi strani pa to ne bo ugodno vplivalo na trg vrednostnih papirjev.

Pokojninski skladi

Novo nastali pokojninski skladi bodo v prihodnjih letih zbrali veliko dolgoročnih prihrankov. Po nekaterih ocenah naj bi vrednost sredstev v pokojninskih skladih v prihodnosti dosegla kar devet odstotkov BDP, ki jih bodo morali pokojninski skladi ustrezno naložiti. Vloga pokojninskih skladov kot institucionalnih investorjev ni odvisna samo od obsega, temveč tudi od sestave naložb.

Zaradi pregovorno varne naložbene politike pokojninskih skladov ter določila o zajamčeni donosnosti skladov v višini 40 odstotkov povprečne letne obrestne mere na dolgoročne državne vrednostne papirje je pričakovati, da bo prevladujoči del premoženja pokojninskih skladov v naložbah s fiksnim donosom, predvsem v državnih obveznicah, bančnih depozitih in prvovrstnih podjetniških obveznicah. Zato ni racionalno pričakovati, da bodo pokojninski skladi nalagali v delnice podjetij ter vplivali na povečanje likvidnosti (in dvig cen) delnic na organiziranem sekundarnem trgu.

Kapitalska družba in Slovenska odškodninska družba

Obe instituciji sta nastali med lastninskim preoblikovanjem podjetij, sta med največjimi lastniki delnic v Sloveniji ter dejavni udeleženci na trgu vrednostnih papirjev. Obe instituciji kot svojo naložbeno politiko navajata zmanjšanje razpršenih

¹⁷ Investicijski skladi imajo razpršeno premoženje v tržnih vrednostnih papirjih, zato je investiranje v sklade manj tvegano pri dani donosnosti in v skladu s tem skladi predstavljajo privlačno obliko naložb majhnih investorjev. V zaprtih in odprtih investicijskih skladih se izvaja upravljanje portfeljev, skladi za svoje delo zaračunavajo le upravljavsko provizijo in zato niso motivirani za resno upravljanje podjetij. Po drugi strani se holdingi ukvarjajo pretežno z upravljanjem oziroma obvladovanjem podjetij, kar pomeni, da imajo dovolj velik lastniški delež v podjetjih. Za aktivno upravljanje podjetij je potrebno veliko več dela kot pri upravljanju razpršenega premoženja, pričakovana korist od upravljanja podjetij pa je neprimerno večja od upravljavske provizije.

naložb ter investiranje prostih finančnih sredstev v dolžniške vrednostne papirje in delnice najboljših slovenskih podjetij.

Po načinu delovanja sta še najbolj podobni PID-om, kar pomeni, da se srečujeta tudi s podobnimi problemi, predvsem z vprašanjem, ali naj upravljata portfelje ali podjetja. Obe funkciji se prepletata, pri čemer je prevladujoč pomen ene ali druge odvisen od pomembnosti posamezne naložbe, ambicij konkretnega upravljavca naložb in pogosto tudi od ambicij države kot nadzornice obeh institucij. Na splošno bi lahko rekel, da je državno lastništvo v obeh institucijah negativen dejavnik, ki v mnogih primerih zanemarija gospodarsko racionalne poslovne odločitve v korist politično motiviranih. Poleg tega imata obe instituciji z vidika upravljanja neobvladljivo obsežen portfelj lastniških naložb.

Kapitalska družba pokojninskega in invalidskega zavarovanja (v nadaljevanju: KAD) je dobila vlogo upravljavca skladov dodatnega pokojninskega zavarovanja, sam KAD pa s svojim premoženjem nima opredeljene vloge znotraj pokojninskega sistema, razen da država uporablja sredstva KAD-a za zapolnjevanje primanjkljaja ZPIZ-a.

Slovenska odškodninska družba (v nadaljevanju: SOD), ki upravičencem iz denacionalizacije izdaja obveznice, se srečuje s tako imenovanim denacionalizacijskim primanjkljajem, saj premoženje SOD-a ne bo zadoščalo za servisiranje izdanih obveznic. V prihodnosti je pričakovati, da bo SOD zaradi izpolnjevanja svojih obveznosti iz izdanih obveznic prodajal državno premoženje, kar bi lahko pomenilo pritisk na cene na organiziranem sekundarnem trgu.

Zavarovalnice

Na podlagi predpisov, ki določajo, kam lahko zavarovalnice nalagajo sredstva v višini predpisanih rezervacij¹⁸ ter predpisov o usklajevanju valutne in rokovne strukture svojih sredstev in obveznosti (ki so pri življenjskem zavarovanju izrazito dolgoročne), lahko ugotovimo, da so vrednostni papirji zelo primerna naložba za zavarovalnice.

Kljub temu je bila vloga zavarovalnic na trgu vrednostnih papirjev dolgo časa relativno majhna. Zavarovalnice niso dosegale predpisanih limitov pri naložbah v vrednostne papirje, hkrati pa so kršile predpise o največjem dovoljenem deležu rezervacij v bančnih depozitih, ki so poleg državnih vrednostnih papirjev daleč najpogostejša oblika naložb.

¹⁸ Za dolžniške vrednostne papirje, ki so uvrščeni na organiziran trg, veljajo le omejitve glede na posameznega izdajatelja, naložbe v netržne vrednostne papirje (skupaj obveznice in delnice) ne smejo presežati 10 odstotkov, naložbe v lastniške vrednostne papirje ne smejo presežati 30 odstotkov, pri tem pa netržne delnice ne smejo presežati 5 odstotkov vseh naložb zavarovalnice.

Ker se bo obseg naložb zavarovalnic v prihodnjih letih po projekcijah Agencije za zavarovalni nadzor zelo povečal, hkrati pa bodo morale zavarovalnice do 1.3.2003 v celoti izpolnjevati predpise o strukturi svojih naložb, je pričakovati, da bodo zavarovalnice postale pomemben institucionalni investitor na trgu kapitala.

3.2. Delitev trga kapitala v Sloveniji in njegove značilnosti

Vrednostni papirji¹⁹ so po določbah ZTVP-1 delnice, obveznice in drugi serijski vrednostni papirji, ki jih izdajatelj izda istočasno in iz katerih izhajajo enake pravice in obveznosti. Na slovenskem trgu kapitala se trguje z dolgoročnimi finančnimi instrumenti oziroma vrednostnimi papirji z dospelostjo daljšo od enega leta ali brez dospelosti. Dolgoročne vrednostne papirje najprej delimo na lastniške (delnice) in dolžniške (obveznice), glede na možnost organiziranega trgovanja pa na serijske, s katerimi je mogoče organizirano trgovati, in neserijske, pri katerih zaradi individualnih značilnosti to ni mogoče. Najznačilnejši serijski dolgoročni vrednostni papirji so delnice podjetij in finančnih institucij (med drugim tudi pooblaščenih investicijskih družb) ter obveznice podjetij, bank, države, občin in različnih paradržavnih institucij ter skladov, neserijski pa potrdila o vlogi bank in investicijski kuponi vzajemnih skladov.

Če omenim še slovenski denarni trg, gre za trg kratkoročnih dolžniških finančnih instrumentov, z zapadlostjo krajšo od enega leta. Enako kot dolgoročne vrednostne papirje jih delimo na serijske in neserijske, najznačilnejši kratkoročni vrednostni papirji pa so (serijski in neserijski) blagajniški zapisi finančnih organizacij (centralne banke, poslovnih bank in Slovenske izvozne družbe), (serijski in neserijski) komercialni zapisi nefinančnih izdajateljev in (serijske) zakladne menice države.

Ker ZTVP-1 enako obravnava vse serijske vrednostne papirje ter ker se na organiziranem trgu Ljubljanske borze trguje z dolgoročnimi in kratkoročnimi vrednostnimi papirji, tabela 3 delitve trga kapitala prikazuje tudi serijske kratkoročne vrednostne papirje, ki sicer niso del trga kapitala.

¹⁹ Vrednostni papir je pisna listina, s katero se izdajatelj zavezuje, da bo izpolnil na njej zapisano obveznost njenemu zakonitemu imetniku. Za vrednostni papir se šteje tudi zapis na mediju, če je to določeno s posebnim zakonom (212. člen obligacijskega zakonika). Nematerializirani vrednostni papir je izjava izdajatelja, vpisana v centralni register nematerializiranih vrednostnih papirjev, s katero se izdajatelj zavezuje, da bo izpolnil obveznost iz vrednostnega papirja osebi, ki je kot imetnik vpisana v centralni register (2. člen ZNVP).

Tabela 3: Delitev trga kapitala v Sloveniji

PRIMARNI TRG VREDNOSTNIH PAPIRJEV	Javne ponudbe vrednostnih papirjev ob izdaji	Bančni vrednostni papirji	Delnice Dolžniški vrednostni papirji
		Nebančni vrednostni papirji	Delnice Dolžniški vrednostni papirji
		Republika Slovenije in Banka Slovenije	Dolžniški vrednostni papirji Kratkoročni vrednostni papirji
	Nadaljnje javne prodaje vrednostnih papirjev	Bančni vrednostni papirji	Delnice Dolžniški vrednostni papirji
		Nebančni vrednostni papirji	Delnice Dolžniški vrednostni papirji
	Nejavni primarni trg	Bančni vrednostni papirji	Delnice Dolžniški vrednostni papirji
Nebančni vrednostni papirji		Delnice Dolžniški vrednostni papirji	
SEKUNDARNI TRG VREDNOSTNIH PAPIRJEV	Organiziran trg	Borzna kotacija	Redne delnice Prednostne delnice Obveznice
		Kratkoročni VP	Zakladne menice
		Prosti trg	Redne delnice Prednostne delnice Obveznice Pokojninski boni Delnice investicijskih družb Delnice PID-ov
		Trgovanje izven BTS	Trgovanje s svežnji
	Neorganiziran (sivi) trg	Trgovanje z VP, ki niso uvrščeni na organiziran trg	Privatizacijske delnice, nekotirajoče državne obveznice

Vir: Lastni prikaz (delitev po Agenciji za trg vrednostnih papirjev in Ljubljanski borzi).

ZTVP-1 loči tržne vrednostne papirje, s katerimi se trguje na organiziranem trgu (borzni in prosti trg), od netržnih vrednostnih papirjev. Vrednostni papir lahko postane tržen na tri načine: vrednostni papir se izda preko postopka javne ponudbe (tako imenovana prva javna prodaja); za vrednostni papir, ki je bil izdan preko nejavne ponudbe, se kasneje pridobi dovoljenje Agencije za organizirano trgovanje (tako imenovana nadaljnja javna prodaja); vrednostni papir istega razreda se ob kasnejši izdaji izda preko postopka javne ponudbe.

Na razvoj trga kapitala v Sloveniji je najbolj vplivalo lastninjenje. Večina delnic na organiziranem trgu izvira iz lastninskega preoblikovanja podjetij, ki je ustvarilo veliko delniških družb, ki ne sodijo na organiziran trg, in delničarjev, ki želijo svoje delnice prodati. Sekundarni trg tako služi za konsolidacijo lastništva podjetij. Značilnost trgovanja so nizka likvidnost na sekundarnem trgu, velik obseg trgovanja v svežnjih²⁰ na organiziranem trgu ter velik obseg prometa zunaj organiziranega trga

²⁰ Vrednostno veliki posli z vrednostnimi papirji, ki jih preko borze ni mogoče speljati brez pomembnejše spremembe cen in se zato z njimi trguje za zaprtimi vrati v neposrednih pogajanjih med kupci in prodajalci oziroma posredniki. Trgovanje s svežnji je v Sloveniji prevladujoča oblika

(preko tako imenovanega sivega trga). Institucionalni investitorji (zlasti skladi in zavarovalnice) posle s tržnimi vrednostnimi papirji izvajajo med seboj in z drugimi osebami preko pogodbenih poslov zunaj organiziranega trga (tudi brez prijave posla borzi kot svežnja)²¹.

Posledice presežne ponudbe ter nelikvidnosti delnic na sekundarnem trgu in posledično nizkih cen delnic so vidne na primarnem trgu, ki je slabo razvit. V preteklem desetletju je primarni trg delnic obsegal večino olastninjenih družbenih podjetij, ki so izdajala delnice z namenom prenosa lastništva, kar neposredno ni povečalo sredstev izdajatelju (večina teh podjetij ni sodila na primarni trg). Poleg njih so primarni trg delnic uporabljale predvsem banke (v letih 1994-1996) za izpolnjevanje zahtev Banke Slovenije v zvezi z jamstvenim kapitalom, ni pa še zaživel trg novih delnic, s katerimi bi s prodajo pritekel v podjetje nov kapital.

Za trg delnic lahko rečemo, da je bilo za celotno obdobje značilno predvsem prerazdeljevanje premoženja preko sekundarnega trga. Čeprav se je konec devetdesetih let konsolidacija lastništva v podjetjih večinoma že končala, se še ni vzpostavil učinkovit mehanizem vladanja podjetjem («corporate governance»). V zadnjih letih je prihajalo do poskusov konsolidacije lastništva v podjetjih preko prevzemov, tako sovražnih kot prijateljskih. S tem se je povečala moč lastnikov pri uveljavljanju svojih interesov v podjetjih. Prav tako je zaradi aktivnosti v zvezi s koncentracijo lastništva oziroma prevzemnimi aktivnostmi prišlo do rasti tečajev na borzi. Značilnost slovenskega trga delnic je tudi informacijska neučinkovitost, ki je v veliki meri posledica nelikvidnosti trga. Tako cene delnic ne odražajo njihove notranje vrednosti, kajti pričakovanja slovenskih investitorjev temeljijo bolj na informacijah in predvidevanjih, kaj bodo naredili drugi investitorji, kot na informacijah o dolgoročnih možnostih podjetij.

Trg obveznic v Sloveniji lahko razdelimo na več razvojnih faz (Mramor, 2000, str. 389). Konec osemdesetih let je trg obveznic opravljal predvsem funkcijo zagotavljanja likvidnosti. Podjetja so izdajala obveznice, ko niso mogla več plačevati svojih obveznosti dobaviteljem. Dobavitelji so bili pripravljene sprejeti takšno obliko plačila, ker je bila kljub skromni likvidnosti na sekundarnem trgu verjetnost unovčitve še vedno večja kot pri terjatvah do kupcev. V začetku devetdesetih je začel trg obveznic najprej uporabljati javni sektor (država, občine in mesta), predvsem za sanacijo gospodarstva in bank. V zadnji fazi so obveznice izdajale banke, najprej zaradi izpolnjevanja večjih zahtev po jamstvenem kapitalu z izdajo podrejenih

trgovanja, poslov s svežnji na organiziranem trgu je toliko kot preostali promet na organiziranem trgu skupaj, približno toliko pa je tudi poslov s svežnji, ki se sklenejo na neorganiziranem trgu.

²¹ Slovenska zakonodaja določa, da smejo borzni člani sklepati posle z vrednostnimi papirji, ki so uvrščeni na organiziran trg, samo preko tega trga, medtem ko preostali vlagatelji k poslovanju preko organiziranega trga niso zavezani. Tako se veliki posli z vrednostnimi papirji sklepajo po cenah in na način, ki ni pregleden, temveč se pokaže zgolj kot preknjižba v KDD.

obveznic (ki se všttevajo v dodatni kapital pri izračunu jamstvenega kapitala), nato pa zaradi pridobivanja dolžniških virov financiranja z daljšo ročnostjo, kot so bančni depoziti. Prišlo je tudi do prvih izdaj obveznic na podlagi listinjenja bančnega premoženja. Za razliko od državnih in bančnih obveznic je bilo podjetniških obveznic relativno malo. Sekundarni trg obveznic je bil, razen redkih izjem, večinoma slabo likviden.

Primarni trg kapitala je tako namenjen predvsem za izdajanje kratkoročnih vrednostnih papirjev Banke Slovenije ter obveznic Republike Slovenije in bank. Še vedno pa ostajajo neizrabljene možnosti glede izdaj obveznic velikih podjetij in hipotekarnih obveznic.

4. PRIMARNI TRG KAPITALA V SLOVENIJI

Na primarnem trgu izdajatelj prodajajo novo izdane vrednostne papirje investitorjem in tako zbirajo dodatna sredstva. Novo oblikovanje določenega vrednostnega papirja, njegovo izdajo in plasiranje na trg oziroma prvo prodajo imenujemo primarna izdaja, trg, kjer transakcija poteka, pa primarni trg vrednostnih papirjev.

Pravne pogoje primarnega trga vrednostnih papirjev postavlja ZTVP-1²², ki določa pogoje za primarno izdajo serijskih vrednostnih papirjev. Zakon definira prvo prodajo vrednostnih papirjev kot prodajo vrednostnih papirjev na podlagi izdajateljeve ponudbe ob izdaji vrednostnih papirjev. Prav tako šteje za prvo prodajo tudi prodajo, ki jo opravi borzno posredniška družba ali banka, ki je od izdajatelja, na podlagi pogodbe o opravljanju storitev izvedbe prvih prodaj z obveznostjo odkupa, odkupila vrednostne papirje z namenom nadaljnje prodaje. Vse ostale prodaje vrednostnih papirjev so nadaljnje prodaje oziroma sekundarni trg.

Za urejanje primarnega trga vrednostnih papirjev je zadolžena Agencija za trg vrednostnih papirjev. Agencija opravlja nadzor nad izvajanjem javne ponudbe na primarnem trgu ter deluje v javnem interesu z namenom zaščite investitorjev in razvoja trga vrednostnih papirjev. Zaščita malih delničarjev se lahko doseže

²² Od leta 1989 je vrednostne papirje na področju nekdanje Jugoslavije določal zakon o vrednostnih papirjih (ZVP). Na podlagi tega zakona so morali izdajatelj pred izdajo vrednostnih papirjev pridobiti dovoljenje Ministrstva za finance. S sprejetjem zakona o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP) leta 1994 so pristojnosti za izdajo dovoljenj za izdajo vrednostnih papirjev prešle na Agencijo za trg vrednostnih papirjev. Leta 1992 je bil sprejet zakon o lastninskem preoblikovanju, po katerem so se podjetja z družbeno lastnino preoblikovala v podjetja z znanimi lastniki. Ena izmed metod preoblikovanja je bila tudi javna prodaja delnic, za katero so morala podjetja pridobiti dovoljenje Agencije. Zakon o gospodarskih družbah (ZGD) iz leta 1993 je opredelil navadne in prednostne delnice ter zamenljive obveznice. S tem zakonom so se začele zmanjševati tudi pristojnosti ZVP. Leta 1999 je bil sprejet nov zakon o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP-1), ki je določil vrste vrednostnih papirjev in postopke, po katerih se le-ti izdajajo.

predvsem z zahtevo po razkritju vseh pomembnih podatkov in informacij o vrednostnemu papirju, ponujenemu javnosti, in o njegovem izdajatelju v obliki prospekta, ki je na razpolago potencialnim kupcem, ter s preprečevanjem manipuliranja s temi podatki in informacijami. Odločitev o nakupu pa mora biti v celoti prepuščena presoji posameznika.

Na slovenskem primarnem trgu kapitala so bili vrednostni papirji izdani na naslednje načine:

- z javno ponudbo vrednostih papirjev ob izdaji,
- z javno ponudbo brez dovoljenja Agencije,
- z javno ponudbo delnic pooblaščenih investicijskih družb,
- z javno prodajo delnic v okviru lastninskega preoblikovanja,
- z nejavno ponudbo in naknadno pridobitvijo dovoljenja Agencije,
- z nejavno ponudbo.

Izdaje vrednostnih papirjev, ki so bile vezane na proces lastninskega preoblikovanja slovenskih podjetij, bom omenil samo na kratko. Čeprav so se v procesu lastninskega preoblikovanja podjetij izdajali vrednostni papirji (delnice), ne moremo govoriti o pravem primarnem trgu kapitala, saj praviloma ni prišlo do prenosa finančnih prihrankov s suficitnih na deficitne gospodarske celice (v večini primerov so se delnice zamenjavale za certifikate, čeprav jih je bilo mogoče plačati tudi z denarjem). Izdajatelji (podjetja v procesu lastninskega preoblikovanja in pooblašcene investicijske družbe) so bili dolžni oblikovati prospekt za javno prodajo delnic in pridobiti dovoljenje Agencije.

Ena izmed metod lastninskega preoblikovanja podjetij je bila prodaja delnic za lastninske certifikate in denar. Z javno prodajo delnic naj bi se lastninsko preoblikovala zlasti tista podjetja, ki so imela uveljavljeno firmo ali blagovno znamko, dober položaj na trgu, so bila finančno zdrava, niso potrebovala novih sredstev ali »know-howa« in so imela močno vodilno ekipo z jasnimi cilji razvoja podjetja. V okviru lastninskega preoblikovanja v letih 1994 do 1997 je javno prodajo delnic uporabilo 125 podjetij, ki so ponudile delnice v skupni nominalni vrednosti 85,14 milijarde tolarjev.

Skupaj z lastninskim preoblikovanjem podjetij se je pojavila oblika zaprtega sklada, imenovana pooblašcana investicijska družba. Pooblašcene investicijske družbe so zbirale sredstva z javno prodajo delnic predvsem za certifikate in v manjši meri za denar. Pooblašcene investicijske družbe so zbrale 56 odstotkov vseh izdanih certifikatov v Sloveniji, njihov osnovni kapital pa je znašal skupaj 322,4 milijarde tolarjev.

4.1. Javne ponudbe vrednostnih papirjev ob izdaji

Prva prodaja vrednostnih papirjev se lahko opravi le na podlagi javne ponudbe, pred tem pa je potrebno pridobiti dovoljenje Agencije za prvo javno prodajo, razen če ni v zakonu drugače določeno²³. Javna ponudba vrednostnih papirjev je na nedoločen krog oseb naslovljeno javno objavljeno vabilo k javnemu vpisu vrednostnih papirjev ob prvi prodaji oziroma k nakupu vrednostnih papirjev ob nadaljnji prodaji. Javna ponudba vrednostnih papirjev nima pravne narave ponudbe za sklenitev pogodbe, temveč je samo vabilo k ponudbi pod objavljenimi pogoji, čeprav je lahko izdajatelj odškodninsko odgovoren, če brez utemeljenega razloga ne sprejme ponudbe vpisnika.

Zakon določa pogoje in postopek javne ponudbe vrednostnih papirjev:

- Dovoljenje Agencije: Pred objavo javne ponudbe mora izdajatelj pridobiti dovoljenje Agencije za prvo javno prodajo. Pregled in obdelavo zahteve opravi Agencija ponavadi v enem mesecu.
- Prospekt za javno ponudbo: Zahtevi za izdajo dovoljenja mora izdajatelj priložiti prospekt. Prospekt za javno ponudbo je pisni dokument, ki vsebuje podatke, ki omogočajo kupcu vrednostnih papirjev vpogled v pravni položaj izdajatelja, njegov finančni položaj, poslovne možnosti in pravice, ki izhajajo iz vrednostnega papirja. Izdajatelj je odškodninsko odgovoren za resničnost podatkov v prospektu. Cena vrednostnega papirja, rok začetka in konca vpisovanja ter dodatna mesta za vpisovanje in vplačilo se lahko določijo do objave poziva za vpisovanje in vplačevanje.
- Javni poziv v časopisu: Izdajatelj mora pred začetkom postopka vpisovanja in vplačevanja na podlagi javne ponudbe javno objaviti poziv za vpisovanje in vplačevanje vrednostnih papirjev, ki vsebuje pomembnejše podatke o izdajatelju, značilnostih izdaje ter mesta, kjer je na voljo celoten prospekt in je možen vpogled v drugo dokumentacijo.

²³ Za prvo prodajo vrednostnih papirjev ni potrebna javna ponudba v primeru simultane ustanovitve delniške družbe, ponudbe vrednostnih papirjev največ petdesetim vnaprej znanim osebam, ki se zavežejo, da bodo odkupile celotno izdajo, kadar se posamezni ponujeni vrednostni papirji glasijo na nominalni znesek najmanj 5 milijonov tolarjev, pri izdaji delnic zaradi povečanja kapitala z novimi vložki delniške družbe, ki ni javna družba, če vse delnice prevzamejo obstoječi delničarji, pri izdaji delnic zaradi povečanja kapitala z novimi vložki, kadar se celotna izdaja delnic vplača s stvarnimi vložki, v drugih primerih, če izdajatelj pridobi dovoljenje Agencije (18. člen ZTVP-1). Dovoljenje Agencije za prvo javno prodajo ni potrebno, kadar je izdajatelj vrednostnih papirjev Republika Slovenija ali Banka Slovenije ter pri izdaji vrednostnih papirjev investicijskih skladov, ustanovljenih po posebnem zakonu (19. člen ZTVP-1).

- Vpisovanje in vplačevanje vrednostnih papirjev: Vpisovanje javno ponujenih vrednostnih papirjev poteka pri bankah oziroma borzno posredniških družbah, ki jih je pooblastil izdajatelj, in sicer na vpisnih mestih, ki jih je v prospektu določil izdajatelj. Vplačevanje vrednostnih papirjev na podlagi javne ponudbe poteka pri bankah. Izdajatelj mora na vseh vpisnih mestih omogočiti dostop do prospekta in izvlečka prospekta v obliki brošure, ki ga je dolžan izročiti vsakemu vpisniku vrednostnega papirja brezplačno. Na vpisnih mestih mora izdajatelj omogočiti tudi vpogled v statut oziroma ustanovni akt in v računovodske izkaze, če so bili izdelani po pripravi prospekta.
- Rok trajanja javne ponudbe: Izdajatelj je dolžan začeti s postopkom vpisovanja in vplačevanja v 30 dneh po pridobitvi dovoljenja za javno ponudbo. Postopek lahko traja največ pet mesecev v primeru javne ponudbe dolžniških vrednostnih papirjev (če je v treh mesecih vpisanih najmanj 80 odstotkov in vplačano najmanj 50 odstotkov ponujenih dolžniških vrednostnih papirjev, lahko Agencija rok podaljša za največ dva meseca) oziroma največ tri mesece v primeru javne ponudbe delnic.
- Prag uspešnosti javne ponudbe: Javna ponudba je uspešna, če je v roku vpisanih in vplačanih vsaj 80 odstotkov vseh s prospektom ponujenih dolžniških vrednostnih papirjev (razen, če ni izdajatelj določil višjega praga uspešnosti), oziroma če so v roku vpisane in vplačane vse ponujene delnice.
- Objava izida javne ponudbe: Izdajatelj mora javno objaviti podatke o vpisanih in vplačanih vrednostnih papirjih, z navedbo, ali je bila javna prodaja uspešna oziroma neuspešna.
- Izdaja vrednostnih papirjev v nematerializirani obliki: Javno ponujene vrednostne papirje izda klirinško depotna družba (KDD) v nematerializirani obliki z vpisom vrednostnih papirjev in njihovih imetnikov v centralni register.
- Organizirano trgovanje z vrednostnimi papirji: Po izdaji vrednostnih papirjev v nematerializirani obliki so vrednostni papirji uvrščeni na organiziran trg, in sicer na prosti trg ali v borzno kotacijo, če izpolnjujejo za to predpisane pogoje.

Tabela 4: Javne ponudbe vrednostnih papirjev z dovoljenjem Agencije v letih 1997-2001 (nominalna vrednost v mio SIT*)

Leto	Bančni vrednostni papirji				Vrednostni papirji drugih izdajateljev				Skupaj
	Izdaja delnic		Izdaje dolžniških vred. papirjev		Izdaja delnic		Izdaje dolžniških vred. papirjev		
	Št.	Nom. vred.	Št.	Nom. vred.	Št.	Nom. vred.	Št.	Nom. vred.	
1997	0	0	5	8.163	2	324	1	1.000	9.487
1998	0	0	3	3.080	1	66	1	2.000	5.146
1999	0	0	3	3.317	1	739	3	2.706	6.762
2000	0	0	4	9.313	1	450	1	2.000	11.763
2001	0	0	1	2.154	0	0	0	0	2.154
Skupaj	0	0	16	26.027	5	1.579	6	7.706	35.312

* Vrednostni papirji, nominirani v tuji valuti, so preračunani v SIT po srednjem tečaju Banke Slovenije na dan izdaje dovoljenja za javno ponudbo.

Vir: Letno poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2001 (2002, str. 66).

Tabela 5: Javne ponudbe vrednostnih papirjev z dovoljenjem Agencije v letih 1997-2001 (tržna vrednost v mio SIT*)

Leto	Bančni vrednostni papirji				Vrednostni papirji drugih izdajateljev				Skupaj
	Izdaja delnic		Izdaje dolžniških vred. papirjev		Izdaja delnic		Izdaje dolžniških vred. papirjev		
	Št.	Tržna vred.	Št.	Tržna vred.	Št.	Tržna vred.	Št.	Tržna vred.	
1997	0	0	5	8.167	2	443	1	1.000	9.610
1998	0	0	3	3.081	1	135	1	2.000	5.216
1999	0	0	3	3.319	1	1.016	3	2.726	7.061
2000	0	0	4	9.319	1	473	1	2.000	11.792
2001	0	0	1	2.154	0	0	0	0	2.154
Skupaj	0	0	16	26.040	5	2.067	6	7.726	35.833

* Tržne vrednosti primarnih izdaj so izračunane na podlagi prodajnih cen, ki ne vključujejo količinskih popustov in obresti (revalorizacijskih in realnih), in so v primeru, da so vrednosti papirji nominirani v tuji valuti, preračunani v SIT po srednjem tečaju Banke Slovenije na dan začetka javne ponudbe.

Vir: Letno poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2001 (2002, str. 66).

Poleg izdajateljev, ki za javno ponudbo vrednostnih papirjev potrebujejo dovoljenje Agencije, sta vrednostne papirje javno ponudili še Republika Slovenija in Banka Slovenije, ki za to ne potrebujeta dovoljenja.

Tabela 6: Javni primarni trg brez dovoljenja Agencije v letih 1997-2001 (nominalna vrednost v mio SIT)

Leto	Vrednostni papirji Republike Slovenije				Vrednostni papirji Banke Slovenije				Skupaj
	Kratkoročni		Dolgoročni		Kratkoročni		Dolgoročni		
	Št.	Nom. vred.	Št.	Nom. vred.	Št.	Nom. vred.	Št.	Nom. vred.	
1997	0	0	2	10.000	4	35.000	0	0	45.000
1998	8	19.503	4	19.257	4	80.000	0	0	118.760
1999	12	32.333	1	6.304	5	40.753	0	0	79.390
2000	24	64.585	12	37.272	0	0	0	0	101.857
2001	58	211.443	12	52.289	0	0	0	0	263.732
Skupaj	102	327.864	31	125.122	13	155.753	0	0	608.739

Vir: Letno poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2001 (2002, str. 66).

Zakon posebej določa izjeme, ko za prvo prodajo ni potrebna javna ponudba in posebej izjeme, ko ni potrebno pridobiti dovoljenja Agencije za prvo javno prodajo. Smisel opredelitve javne ponudbe vrednostnih papirjev je prav v obveznosti

pridobitve dovoljenja Agencije za prvo javno prodajo, in sicer preko javne objave prospekta, ki vsebuje vse pomembne informacije o izdajatelju in o vrednostnem papirju. Zato v obeh primerih ni potrebno izvesti prej opisanega ter v zakonu določenega postopka javne ponudbe vrednostnih papirjev.

4.2. Nadaljnje javne prodaje vrednostnih papirjev

Nadaljnja javna prodaja vrednostnih papirjev je prodaja vrednostnih papirjev na podlagi imetnikove javne ponudbe in prodaja vrednostnih papirjev, sklenjena na organiziranem trgu.

Izdajatelj, ki je izdal vrednostne papirje na podlagi nejavne ponudbe, lahko kasneje pridobi dovoljenje Agencije za organizirano trgovanje. O vložitvi zahteve za izdajo dovoljenja mora izdajatelj obvestiti imetnike najmanj 10 odstotkov izdaje vrednostnih papirjev, na katere se nanaša zahteva, ter jih podučiti o pravici opraviti javno ponudbo zaradi nadaljnje javne prodaje.

V praksi izdajatelji velikokrat prodajo novo izdane vrednostne papirje omejenemu krogu vnaprej znanih investitorjev, pozneje pa pripravijo prospekt in uvrstijo vrednostne papirje na organiziran trg. Po pridobitvi dovoljenja za organizirano trgovanje se lahko z vrednostnimi papirji začne trgovati na organiziranem trgu.

Tabela 7: Dovoljenje za organizirano trgovanje v letih 1997-2001 (nominalna vrednost v mio SIT*)

Leto	Bančni vrednostni papirji				Vrednostni papirji drugih izdajateljev				Skupaj
	Izdaja delnic		Izdaje dolžniških vred. papirjev		Izdaja delnic		Izdaje dolžniških vred. papirjev		
	Št.	Nom. vred.	Št.	Nom. vred.	Št.	Nom. vred.	Št.	Nom. vred.	
1997	0	0	2	1.828	4	7.655	1	2.079	11.562
1998	0	0	2	901	6	13.238	0	0	14.139
1999	0	0	2	5.643	5	5.696	1	2.172	13.511
2000	1	531	3	6.112	4	8.018	1	1.034	15.695
2001	0	0	4	9.877	0	0	0	0	9.877
Skupaj	1	531	14	24.361	19	34.607	3	5.285	64.784

* Vrednostni papirji, nominirani v tuji valuti, so preračunani v SIT po srednjem tečaju Banke Slovenije na dan izdaje dovoljenja za organizirano trgovanje.

Vir: Letno poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2001 (2002, str. 68).

4.3. Nejavni primarni trg

Za izvedbo nejavne prodaje vrednostnih papirjev ni potrebno izpeljati postopka javne ponudbe, zato tudi ni potrebno pridobiti dovoljenja Agencije²⁴. O nameravani izdaji vrednostnih papirjev na podlagi nejavne ponudbe mora izdajatelj predhodno obvestiti Agencijo in ji predložiti sklep o izdaji vrednostnih papirjev. S tako izdanimi vrednostnimi papirji se ne sme trgovati na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, niti jih kako drugače javno ponujati, razen če izdajatelj ob izdaji ali kasneje pridobi dovoljenje Agencije za organizirano trgovanje.

Tabela 8: Nejavne ponudbe vrednostnih papirjev v letih v letih 1997-2001 (nominalna vrednost v mio SIT)

Leto	Bančni vrednostni papirji				Vrednostni papirji drugih izdajateljev				Skupaj
	Izdaja delnic		Izdaje dolžniških vred. papirjev		Izdaja delnic		Izdaje dolžniških vred. papirjev		
	Št.	Nom. vred.	Št.	Nom. vred.	Št.	Nom. vred.	Št.	Nom. vred.	
1997	2	558	2	1.320	19	7.929	5	819	10.626
1998	0	0	2	1.177	3	590	3	140	13.804
1999	1	418	5	7.588	20	5.658	7	2.650	16.314
2000	0	0	5	6.846	26	29.590	7	3.703	40.139
2001	6	6.263	6	12.923	18	15.092	16	11.521	45.798
Skupaj	9	7.239	20	29.854	86	58.859	38	18.833	126.681

Vir: Letno poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2001 (2002, str. 72).

4.4. Zbirni pregled primarnega trga kapitala v Sloveniji

V tabeli 9 je zbirni pregled primarnega trga vrednostnih papirjev v letih 1994-2001, ki so bili uvrščeni na organiziran trg vrednostnih papirjev. Vsebuje izdaje vrednostnih papirjev z javno ponudbo vrednostnih papirjev ob izdaji, z javno ponudbo brez dovoljenja Agencije (Republika Slovenija in Banka Slovenije) ter z nejavno ponudbo in naknadno pridobitvijo dovoljenja Agencije. Tabela ne vsebuje izdaj vrednostnih papirjev, vezanih na proces lastninskega preoblikovanja slovenskih podjetij (izdanih z javno ponudbo delnic pooblaščenih investicijskih družb ter z javno prodajo delnic v okviru lastninskega preoblikovanja) ter nejavnega primarnega trga (vrednostnih papirjev, izdanih preko nejavne ponudbe).

²⁴ Na podlagi nejavne ponudbe se lahko izdajo vrednostni papirji v primerih izdaje vrednostnih papirjev zaradi zamenjave obstoječih vrednostnih papirjev ob pripojitvi, spojitvi ali razdružitvi družb, izdaje delnic zaradi zamenjave obstoječih delnic zaradi spremembe nominalne vrednosti, izdaje delnic pri preoblikovanju družbe z omejeno odgovornostjo oziroma druge pravne osebe v delniško družbo, če delnice prejmejo samo dotedanji družbeniki oziroma ustanovitelji, izdaje delnic ob povečanju kapitala iz sredstev družbe, izdaje delnic ob pogodnem povečanju kapitala ter v primerih (navedenih v poglavju 4.1.), ko za prvo prodajo vrednostnih papirjev ni potrebna javna ponudba.

Tabela 9: Zbirni pregled primarnega trga v letih 1994-2001 (nominalna vrednost v mio SIT*)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
JAVNA PONUDBA	29.545	87.757	54.712	54.487	124.176	86.152	113.620	265.886
1. Bančni VP	9.080	5.141	8.674	8.163	3.080	3.317	9.313	2.154
Delnice	5.600	632	865	0	0	0	0	0
Dolžniški VP	3.480	4.509	7.809	8.163	3.080	3.317	9.313	2.154
2. Nebančni VP	4.000	1.076	1.038	1.324	2.066	3.445	2.450	0
Delnice	0	373	314	324	66	739	450	0
Dolžniški VP	4.000	703	724	1.000	2.000	2.706	2.000	0
3. RS in BS	16.465	81.540	45.000	45.000	119.030	79.390	101.857	263.732
Dolgoročni VP	465	45.540	0	10.000	19.527	73.086	37.272	52.289
Kratkoročni VP	16.000	36.000	45.000	35.000	99.503	6.304	64.585	211.443
NADALJNJA JAVNA PRODAJA	4.591	0	3.638	11.562	14.139	13.511	15.695	9.877
1. Bančni VP	0	0	542	1.828	901	5.643	6.643	9.877
Delnice	0	0	0	0	0	0	531	0
Dolžniški VP	0	0	542	1.828	901	5.643	6.112	9.877
2. Nebančni VP	4.591	0	3.096	9.734	13.238	7.868	9.052	0
Delnice	4.591	0	0	7.655	13.238	5.696	8.018	0
Dolžniški VP	0	0	3.096	2.079	0	2.172	1.034	0
SKUPAJ	34.136	87.757	58.350	66.049	138.315	99.663	129.315	275.763

* Vrednostni papirji, nominirani v tuji valuti, so preračunani v SIT po srednjem tečaju Banke Slovenije na dan izdaje dovoljenja Agencije.

Vir: Lastni prikaz (podatki Agencije za trg vrednostnih papirjev).

Medtem ko so pri večini dolžniških vrednostnih papirjih nominalne vrednosti izdaj realni pokazatelj velikosti izdaje, pa pri delnicah praviloma prihaja do odstopanja med nominalnim zneskom izdaje in dejansko zbranimi sredstvi, kajti prodajna cena delnice ob izdaji je le izjemoma enaka njeni nominalni vrednosti²⁵.

4.5. Storitve investicijske banke na slovenskem primarnem trgu

Storitve investicijskega bančništva na primarnem trgu kapitala v Sloveniji opravljajo borzno posredniške družbe in banke (v okviru bank delajo to različno organizirani oddelki investicijskega bančništva), ki imajo dovoljenje za opravljanje storitev v zvezi z vrednostnimi papirji²⁶ (v nadaljevanju jih bom zato poenostavljeno imenoval tudi: investicijske banke).

²⁵ 19. člen ZGD določa, da se delnice ob izdaji ne smejo prodajati pod svojo nominalno vrednostjo, lahko pa se višje.

²⁶ 73. člen ZTVP-1 opredeljuje posebne storitve z vrednostnimi papirji, kamor sodijo:

1. opravljanje vseh ali nekaterih poslov in dejanj za račun izdajatelja vrednostnih papirjev, potrebnih za uspešno prvo prodajo vrednostnih papirjev, brez obveznosti odkupiti vrednostne papirje, ki v postopku prve prodaje ne bi bili prodani investitorjem (izvedba prvih prodaj brez obveznosti odkupa);
2. opravljanje vseh ali nekaterih poslov in dejanj za račun izdajatelja vrednostnih papirjev, z obveznostjo odkupiti vrednostne papirje, ki v postopku prve prodaje ne bi bili prodani investitorjem (izvedba prvih prodaj z obveznostjo odkupa);

Razlika med razvitim trgom kapitala in Slovenijo je v tem, da se izdajatelji vrednostnih papirjev v Sloveniji redkeje odločijo za to, da bi najeli zunanje svetovalce pri izdaji vrednostnih papirjev, ampak raje sami izvedejo postopek izdaje vrednostnih papirjev. Še redkeje se izdajatelji odločijo, da bi zmanjšali tveganje izdaje vrednostnih papirjev s sklenitvijo pogodbe z investicijsko banko o odkupu celotne izdaje za nadaljnjo prodajo. Predvsem za trg obveznic je značilno, da so največji in najpogostejši izdajatelji banke in država, ki izvedejo postopek izdaje obveznic z lastnim znanjem ter sami prevzamejo tveganje prodaje in upravljanje z velikim številom posamičnih vplačil. Zunanje svetovalce pri izdaji vrednostnih papirjev najamejo predvsem izdajatelji v podjetniškem sektorju, ki ne poznajo tehnologije izdajanja (izdelave potrebnih analiz in izpeljave postopka izdaje). Sodelovanje med investicijsko banko in izdajateljem je odvisno od vrste storitev pri postopku izdaje ter dogovorjenega načina plasmaja vrednostnega papirja²⁷.

Investicijska banka se najprej vključi v postopek izdaje vrednostnih papirjev s svetovanjem pri oblikovanju strukture oziroma pri določitvi pogojev in vsebine vrednostnih papirjev, ki bi bili najbolj ustrezni z vidika potreb izdajatelja in zahtev potencialnih investitorjev. Za ta namen mora investicijska banka najprej opraviti pregled poslovne dokumentacije o poslovanju izdajatelja ter opraviti analizo in oceno različnih možnosti financiranja izdajatelja z izdajo vrednostnih papirjev.

Na razvitih trgih kapitala je zelo pomemben skrben pregled poslovanja izdajatelja («due diligence»), ki ga opravi investicijska banka v sodelovanju z zunanjimi revizorji in pravnimi svetovalci. Investicijska banka je pogojno odgovorna za vse napačno interpretirane ali izpuščene informacije ter mora dokazati, da je učinkovito preverila resničnost podatkov v prospektu in registracijski izjavi. To je za investitorje tako pomembno, da že zaradi tega ni mogoče izvesti izdaje vrednostnih papirjev brez sodelovanje investicijske banke.

Zakon v Sloveniji sicer določa, da so za točnost podatkov odgovorne vse osebe, ki so sodelovale pri pripravi prospekta²⁸, vendar prospekt običajno podpiše le izdajatelj. Tudi zato bi si upal trditi, da pravi skrbni pregled poslovanja izdajatelja opravijo le tiste investicijske banke, ki prevzamejo tudi tveganje glede prodaje vrednostnih papirjev (tako imenovana izvedba prve prodaje z obveznostjo odkupa). Sam postopek pregleda poslovanja ni predpisan, zaradi česar se slovenske investicijske

3. opravljanje vseh ali nekaterih poslov in dejanj za račun izdajatelja ali imetnika vrednostnih papirjev, potrebnih za uvrstitev vrednostnih papirjev na organiziran trg (storitve v zvezi z uvedbo vrednostnih papirjev v javno trgovanje).

²⁷ V nadaljevanju opisano sodelovanje investicijske banke z izdajateljem v veliki meri sloni na primerih sodelovanja oziroma svetovanja Nove Ljubljanske banke d.d., Ljubljana (v nadaljevanju: NLB) pri izdajah vrednostnih papirjev različnih izdajateljev.

²⁸ 23. člen ZTVP-1 določa, da če so v prospektu navedeni neresnični podatki, ali niso navedeni bistveni podatki o izdajatelju ali vrednostnem papirju, ki bi lahko vplivali na odločitev investitorja o nakupu, so osebe, ki so izdale prospekt oziroma sodelovale pri izdaji prospekta, solidarno odgovorne imetnikom vrednostnih papirjev za škodo.

banke opirajo predvsem na tujo prakso in vprašalnike. »Due diligence« je raziskovanje vseh pomembnih vidikov sedanjega, preteklega in prihodnjega poslovanja podjetja. Poslovni pregled je usmerjen na trg izdajatelja, prodajo, marketing, prednosti in slabosti, nevarnosti in priložnosti, finančni pregled ugotavlja finančno stanje izdajatelja (pregled računovodskih izkazov, finančnih in drugih poročil) ter področje davkov in njegovih posledic, pravni pregled pa je osredotočen na pravne informacije o izdajatelju. Takšna revizija pravnega, poslovnega in finančnega področja daje celotno sliko izdajatelja in priskrbi investitorju vse pomembne informacije, ki mu omogočajo odločitev o nakupu vrednostnih papirjev.

Za oblikovanje strukture vrednostnih papirjev mora poleg potreb izdajatelja investicijska banka ugotoviti tudi zahteve potencialnih investitorjev ter testirati okvirno ceno s potencialnimi investitorji na trgu. Vsaka investicijska banka ima svojo bazo investitorjev, katerim predstavi značilnosti nameravane izdaje vrednostnih papirjev ter ugotovi, kakšno je njihovo povpraševanje po teh vrednostnih papirjih. Zaradi svoje strukture investitorjev, to je strank, ki sklepajo z investicijsko banko posle na primarnem in sekundarnem trgu vrednostnih papirjev, lahko investicijska banka tak test trga naredi predvsem pri izdajah obveznic, težje pa pri izdajah delnic. Druge poslovne banke in večja podjetja, ki investirajo svoje finančne presežke v vrednostne papirje, zavarovalnice, pokojninski skladi, razni državni in paradržavni skladi (KAD, SOD), ki so največji investitorji investicijskih bank, se zanimajo predvsem za portfeljske naložbe, kar jim omogočajo naložbe v obveznice različnih izdajateljev. Za razliko od razvitih trgov kapitala se v Sloveniji podjetja ne odločajo za financiranje z izdajo novih delnic, ki bi jih ponudili razpršenemu krogu investitorjev, poleg tega ima dosti investitorjev investicijske banke le omejene možnosti naložb v delnice (tak primer so zavarovalnice in pokojninski skladi). Izdajatelji novih delnic privlačijo predvsem strateške investitorje (obstoječe lastnike, ki želijo povečati svoj lastniški delež, ali nove investitorje, ki želijo prevzeti podjetje). PID-i so ena redkih strank slovenskih investicijskih bank, ki investirajo predvsem v delnice in redkeje v obveznice, zato so tudi potencialni strateški investitorji v novo izdane delnice podjetij.

Ena najpomembnejših storitev investicijske banke je določitev cene novo izdanih vrednostnih papirjev. Cena novo izdanih vrednostnih papirjev se oblikuje na podlagi ocene bonitete oziroma tveganja izdajatelja, cene obstoječih vrednostnih papirjev primerljive kvalitete na sekundarnem trgu, povpraševanja s strani investitorjev in pričakovanih gibanj tečajev in obrestnih mer na trgu kapitala in denarja. Zaradi prej opisanih problemov²⁹ investicijske banke določajo predvsem cene novo izdanih

²⁹ Kot sem že omenil, ni novih izdaj delnic, ki bi bile ponujene portfeljskim investitorjem. Nove izdaje delnic podjetij, ki so ponujene strateškim investitorjem, so večinoma izdane brez sodelovanja oziroma svetovanja investicijske banke. Kot potencialni izdajatelji novih delnic se na investicijske banke obračajo večinoma podjetja slabše bonitete, ki so že kreditni komitent banke, ter želijo, da bi bila banka sama kupec delnic, kar pa banke načeloma ne delajo.

obveznic, kar je na nerazvitem trgu obveznic, kot je slovenski, še težje kot na razvitih trgih. Premijo za tveganje na podlagi primerljivih že izdanih obveznic je težko določiti zaradi majhnega števila izdaj in različnih lastnosti podjetniških obveznic, pomanjkanja ocen kreditnega tveganja posameznih izdajateljev in nelikvidnega sekundarnega trga obveznic, ki ne odraža prave tržne vrednosti dolga posameznih izdajateljev. Poleg tega je še vedno težko določiti pravo krivuljo donosnosti netveganih državnih vrednostnih papirjev različnih ročnosti.

V tujini izdajatelji obveznic uporabljajo storitve svetovno znanih agencij za ocenjevanje njihovega kreditnega tveganja, kar je za investitorja zelo pomembna informacija. Slovenski izdajatelji zaradi visokih stroškov ocenjevanja ne uporabljajo storitev teh agencij³⁰, v Sloveniji pa nihče ne izdeluje in objavlja kreditnega tveganja, zato je primerjava med različnimi izdajatelji zelo tvegana. Banke so pri tem v prednosti, ker ocenjujejo kreditno tveganje različnih posojilojemalcev za interne potrebe. Pri tem poskušajo zagotoviti primerljivost internih ocen z mednarodnimi, vendar so ocene od A do E manj podrobne, predvsem pa niso javne, saj so pripravljene z drugim namenom.

Posebnost pri določanju obrestne mere v Sloveniji je indeksacija obrestne mere oziroma določanje fiksne obrestne mere nad temeljno obrestno mero (TOM), ki jo določa zakon o predpisani obrestni meri zamudnih obresti in temeljni obrestni meri. Tako izdajatelji obrestno mero pri obveznicah, ki se glasijo na domačo valuto, določajo kot »TOM+X%«, pri čemer »X%« pomeni realno obrestno mero v višini X odstotkov letno, ki je nespremenljiva, »TOM« pa predstavlja revalorizacijo, ki se obračunava v skladu z vsakokrat veljavnim predpisom, ki ureja način ohranjanja realne vrednosti terjatev v denarju, ki je zakonito plačilno sredstvo v Republiki Sloveniji³¹.

Če pustimo ob strani samo neprimernost TOM-a za določanje obrestne mere³², se investicijske banke pri določanju obrestne mere novo izdanih obveznic srečujejo še

³⁰ Mednarodne ocene kreditnega tveganja imajo izdelane samo nekatere slovenske banke, ki se zadolžujejo v tujini.

³¹ Pri pregledu dosedanjih izdaj takšnih obveznic je možno ugotoviti, da so izdajatelji pri oblikovanju lastnosti obveznic zelo različno definirali indeksacijo glede tega, kaj se revalorizira (revalorizira se glavnica, realne obresti se obračunavajo na revalorizirano glavnico; revalorizacija ima status obresti, realne in revalorizacijske obresti se obračunavajo od nominalne vrednosti obveznic) in kaj se izplačuje ob zapadlosti kupona (izplačujejo se realne obresti, revalorizacija se pripisuje nominalni vrednosti; izplačujeta se revalorizacija in realne obresti, nominalna vrednost ostaja ista; izplačujejo se samo revalorizacijske obresti, realne obresti se pripisujejo glavnici (pri brezkuponskih obveznicah); izplačujejo se realne obresti in del revalorizirane glavnice (pri anuitetnih obveznicah)). Indeksacija je namenjena ohranjanju glavnice, zato je pravilneje, da na revalorizacijo gledamo kot na del glavnice.

³² TOM izraža preteklo inflacijo in ne more služiti kot referenčna obrestna mera, ki bi izražala pričakovanje v zvezi z bodočo inflacijo. Pri tem uporaba TOM pri določanju obrestnih mer obveznic ščiti pred inflacijskim tveganjem, ostanejo pa težave pri določitvi premije za tveganje.

z dodatnimi problemi. Pomanjkanje standardizacije³³ pri izračunu obresti različnih obveznic otežuje analizo in medsebojno primerjavo donosnosti obveznic.

Poseben problem je pričakovan prehod z indeksiranih na nominalne obrestne mere. Za razliko od posojil s TOM revalorizacijsko klavzulo, ki so praviloma krajše ročnosti (praviloma do 7 let) od obveznic in kjer so obrestne mere praviloma podvržene spremembam sklepov o obrestnih merah bank posojilodajalk, so obveznice finančni instrument daljše ročnosti (praviloma 7 do 10 let), s fiksno obrestno mero. Pri prehodu z indeksiranih na nominalne obrestne mere bo potrebno rešiti vprašanje obveznic, ki v trenutku prehoda še ne bodo zapadle. Pri tem se lahko določi več možnih rešitev: prenehanje obračunavanja revalorizacije in obračunavanje samo realne obrestne mere, nadaljevanje indeksacije do zapadlosti z lastnim izračunom TOM (na podlagi dvanajstmesečnega povprečja stopnje rasti cen življenjskih potrebščin), nadaljevanje indeksacije do zapadlosti s kako drugo mero inflacije, prehod na fiksno obrestno mero na podlagi zadnjega znanega TOM-a ali prehod na fiksno obrestno mero, ki se bo drugače določila.

Poleg obveznic, ki se glasijo na domačo valuto (te predstavljajo v veliki večini indeksirane obveznice s TOM revalorizacijsko klavzulo ter šele od leta 2002 nekaj obveznic z nominalno obrestno mero), so v Sloveniji običajne obveznice s tujo valutno klavzulo. Za razliko od obveznic, izdanih v tujini, ki se dejansko izplačujejo v valuti, na katero se glasijo, se takšne obveznice v Sloveniji sicer glasijo na tujo valuto (običajno je to EUR), vplačljive in izplačljive pa so v tolarjih, po vnaprej določenem deviznem tečaju (običajno je to srednji tečaj Banke Slovenije na dan zapadlosti obveznosti iz obveznice). Takšna denominacija v tuji valuti služi kot instrument za ohranitev vrednosti naložbe (enako kot TOM), pomeni pa tudi izpostavljenost tveganju spremembe deviznega tečaja, katerega gibanje ne sledi gibanju TOM-a. Pravih obveznic v tuji valuti, ki bi bile dejansko vplačljive in izplačljive v tuji valuti, naša zakonodaja trenutno ne dopušča³⁴.

Prav tako je potrebno upoštevati priključevanje Evropski skupnosti in Evropski monetarni uniji, kar pri investitorjih, ki niso izpostavljeni tveganju spremembe deviznega tečaja (oziroma nimajo toliko odprte pozicije v tujem denarju, da bi to vplivalo na izbor naložb v obveznice, ki se glasijo na različno valuto izplačila),

³³ Poleg različne obravnave revalorizacije je pomanjkanje standardizacije očitno tudi pri načinu medletne kapitalizacije (linearno, konformno) ter glede štetja dni obrestovanja (dejansko/dejansko, 30/360). Zdaj, ko so banke začele pri obrestovanju kratkoročnih vlog in posojil šteti dneve v mesecih po dejanskih dnevih, za obračun leta pa uporabljati 360 dni ter za obrestovanje navadni (linearni) obrestni račun, je moč pričakovati, da se bodo tudi novo izdane obveznice standardizirale v navedeni smeri.

³⁴ Pomeni, da gre v Sloveniji pri obveznicah, ki se glasijo na tujo valutno klavzulo, za domače obveznice, ki jih izdajo domači izdajatelji v valuti domačega trga, vplačujejo in izplačujejo pa se v tolarjih (katerih vrednost je določena na podlagi deviznega tečaja), in ne za tako imenovane »evro obveznice«, ki jih izdajo tuji izdajatelji v valuti, ki ni domača trgu izdaje (in imajo relativno majhne zakonodajne restrikcije trga izdaje).

povzroča vprašanje o zahtevani donosnosti obveznic s TOM klavzulo v primerjavi z obveznicami s tujo valutno klavzulo. Investitorji sicer menijo, da bo rast TOM-a v prihodnjih letih še hitrejša od rasti deviznega tečaja, toda vprašanje je, kolikšna naj bi bila zahtevana razlika med realnima obrestnima merama obeh vrst obveznic.

Vsa ta zgoraj opisana negotovost povzroča pri izdajateljih in investitorjih nelagodje pri novo izdanih obveznicah (predvsem z indeksirano obrestno mero) ter otežuje ugotavljanje pravilne cene s strani investicijske banke.

Pri določitvi strukture vrednostnih papirjev je sprejeta tudi odločitev, ali bodo vrednostni papirji izdani preko postopka javne ponudbe ali nejavne ponudbe (zaprte prodaje) vrednostnih papirjev. Značilnost Slovenije je, da investicijske banke izdajateljem predlagajo izdajo vrednostnih papirjev preko postopka nejavne ponudbe, s kasnejšo pridobitvijo dovoljenja za organizirano trgovanje z vrednostnimi papirji.

Tak postopek izdaje vrednostnih papirjev ima mnoge prednosti. Predvsem ni potrebno opraviti dolgotrajnega pridobivanja dovoljenja za javno ponudbo (oblikovanje prospekta za javno ponudbo s podrobno določeno vsebino in čakanje na dovoljenje Agencije je lahko dolgotrajno) ter upoštevati določil postopka javne ponudbe vrednostnih papirjev (javna objava izvlečka prospekta, opremljenost vpisnih mest, rok za vpisovanje, prag uspešnosti, itd.). Bistveno daljši postopek izdaje vrednostnih papirjev preko javne ponudbe pomeni dodatno tveganje za izdajatelja, saj se tržne razmere v času od vložitve zahteve za pridobitev dovoljenja za javno ponudbo do začetka postopka vpisovanja in vplačevanja vrednostnih papirjev lahko bistveno spremenijo. V primeru postopka izdaje preko nejavne ponudbe pa lahko investicijska banka neposredno po testiranju trga zbere naročila investitorjev. Tako lahko izdajatelj s pomočjo investicijske banke opravi postopek pridobivanja dovoljenja Agencije po opravljeni izdaji, kar omogoča prihranek časa in večjo fleksibilnost pri prodaji vrednostnih papirjev.

Omejitev nejavne ponudbe na največ petdeset vnaprej znanih investitorjev, ki se zavežejo, da bodo odkupili celotno izdajo vrednostnih papirjev, ne predstavlja nobene ovire. Kot sem že omenil, v Sloveniji ni običajno, da bi izdajatelji delnice nove izdaje ponudili razpršenemu krogu (več kot petdesetih) investitorjev. Ponavadi gre za manjše število investitorjev v novo izdane delnice, ki že poznajo izdajatelja. Zaradi majhnosti slovenskega trga imajo investicijske banke med svojimi strankami omejeno število institucionalnih in ostalih večjih investitorjev v obveznice. Zato investicijskim bankam ni težko najti ciljno skupino do petdeset investitorjev, pri večjih izdajah pa se lahko takoj po izdaji obveznice razpršijo med dodatne investitorje³⁵.

³⁵ Za svoje majhne stranke (tudi fizične osebe), ki zaradi majhnega povpraševanja ne morejo sodelovati v nejavni ponudbi obveznic, zelo pogosto investicijske banke kupijo obveznice v nejavni

Institucionalni investitorji so dolžni upoštevati omejitve za svoje naložbe v netržne³⁶ vrednostne papirje, toda če jim investicijska banka zagotovi, da bo izdajatelj takoj po izdaji vrednostnih papirjev v nematerializirani obliki vložil zahtevo za pridobitev dovoljenja za organizirano trgovanje, nimajo ovir glede tržnosti takih vrednostnih papirjev. Po pridobitvi dovoljenja za organizirano trgovanje se vrednostni papirji izenačijo z javno ponujenimi.

Pri postopku izdaje vrednostnih papirjev preko nejavne ponudbe investicijska banka izdelava ponudbeni (informacijski, predstavitveni) memorandum, ki vsebuje najpomembnejše podatke o izdajatelju in o vrednostnem papirju, ki omogočajo dobro obveščeni investitorjem naložbo v nejavno ponujene vrednostne papirje. Čeprav predstavlja ponudbeni memorandum osnutek prospekta za javno ponudbo, njegova vsebina ni predpisana, kar omogoči izdajatelju in investicijski banki prihranek časa pri prodaji vrednostnih papirjev preko nejavne ponudbe. Po uspešno zaključeni izdaji vrednostnih papirjev je dovolj časa za pridobitev vseh podatkov, ki so potrebni za izdelavo predpisane vsebine prospekta za organizirano trgovanje³⁷, ki je potreben za pridobitev dovoljenja Agencije.

Po določitvi pogojev in vsebine vrednostnih papirjev (oblike vrednostnega papirja, načina izdaje, morebitnega zavarovanja, itd.), investicijska banka svetuje izdajatelju pri izvedbi pravno formalnih in administrativnih del, ki so potrebna za izdajo vrednostnih papirjev, kot so: priprava sklepa o izdaji vrednostnih papirjev, ki ga mora sprejeti pristojni organ izdajatelja, priprava prospekta (prospekta za javno ponudbo ali informacijskega memoranduma in prospekta za organizirano trgovanje) in izvedba vseh potrebnih postopkov v zvezi z zavarovanjem obveznic z zastavno pravico na nepremičninah izdajatelja. Investicijska banka nadalje svetuje izdajatelju pri načinu komuniciranja z Agencijo ter pripravi potrebne dokumentacije za pridobitev dovoljenja za javno ponudbo ali organizirano trgovanje, za vpis vrednostnih papirjev v centralni register KDD po zaključeni primarni prodaji ter za uvrstitev obveznic na borzo po izdaji vrednostnih papirjev v nematerializirani obliki.

V tujini so predstavitve investitorjem (tako imenovani »roadshows«) zelo običajni in vključujejo obiske največjih potencialnih investitorjev, katerim (posamično ali skupinsko) podrobno predstavijo izdajatelja in vrednostne papirje, ki so predmet prodaje. Način trženja je v Sloveniji veliko manj formaliziran. Gre za enkratno skupinsko predstavitev, ki jo investicijska banka organizira za svoje največje stranke,

ponudbi v svojem imenu in za svoj račun ter jih nato takoj po izdaji (lahko še pred pridobitvijo dovoljenja za organizirano trgovanje) prodajo vnaprej znanim kupcem. Na ta način investicijske banke dodatno zaslužijo še borzno provizijo zaradi prodaje na sekundarnem trgu.

³⁶ Tržni vrednostni papirji so vrednostni papirji, s katerimi se trguje na organiziranem trgu. Drugi vrednostni papirji so netržni vrednostni papirji (3. člen ZTVP-1).

³⁷ Prospekt za organizirano trgovanje je zelo podoben prospektu za javno ponudbo, le da v njem ni opisa postopka vpisa in vplačila, saj so vrednostni papirji že izdani in v lasti imetnikov.

za katere predvideva, da so potencialni kupci vrednostnih papirjev izdajatelja. V primeru javne ponudbe vrednostnih papirjev se začne trženje šele po formalnem začetku javne ponudbe, kar lahko povzroči že omenjene probleme zaradi spremembe tržnih razmer.

Najpomembnejše je seveda sodelovanje investicijske banke pri načinu prodaje vrednostnih papirjev izdajatelja na primarnem trgu. Za razliko od razvitih trgov kapitala je v Sloveniji izredno malo izdaj vrednostnih papirjev, kjer bi investicijska banka z odkupom vrednostim papirjev od izdajatelja z namenom nadaljnje prodaje prevzela tveganje neuspešnosti izdaje od izdajatelja. Razlogov za to, da ta storitev ni razvita, je več.

Omenil sem že, da večina izdajateljev sploh ne najame zunanjih svetovalcev pri izdaji vrednostnih papirjev, ampak sami izpeljejo vse postopke izdaje in sami prevzamejo tveganje neuspešnosti izdaje. Pogosti izdajatelji so finančne institucije in država, ki imajo potrebna znanja in izkušnje pri izdajah vrednostnih papirjev. Ostali izdajatelji, ki potrebujejo pomoč investicijske banke pri izdaji vrednostnih papirjev, pa največkrat uporabijo le storitev izvedbe prvih prodaj brez obveznosti odkupa. V tem primeru investicijska banka opravi vse postopke, ki so potrebni za uspešno prvo prodajo vrednostnih papirjev (priprava vpisnega potrdila, izvedba vpisov in vplačil vrednostnih papirjev, trženje vrednostnih papirjev in aktivno iskanje potencialnih kupcev), ne prevzame pa obveze odkupiti vrednostne papirje, ki v prvi prodaji ne bi bili prodani investitorjem. To pomeni, da v imenu in za račun izdajatelja ter po svojih najboljših prizadevanjih in z vso potrebno skrbnostjo poišče kupce za vrednostne papirje izdajatelja, ne prevzame pa tveganja neuspešnosti izdaje vrednostnih papirjev.

Naslednji problem je v tem, da investicijske banke izdajateljem praviloma sploh ne ponudijo storitve izvedbe prvih prodaj vrednostnih papirjev z obveznostjo odkupa. Pri borzno posredniških hišah je najverjetnejši razlog za to v njihovi premajhni kapitalski ustreznosti, ki jim onemogoča izpostavljanje tako velikim tveganjem pri izdajah vrednostnih papirjev. Za banke, ki so kreditne institucije, je normalno pričakovati, da se ne želijo ali ne morejo izpostavljati potencialnim tveganjem kapitalskih naložb v podjetja pri izdajah novih delnic. Pri izdajah obveznic pa, razen morebitne prevelike skupne kapitalске izpostavljenosti banke do posameznega komitentata, banke ne bi smele imeti ovir ponuditi te storitve izdajatelju. Toda velikokrat se zgodi, da zaradi svoje osnovne dejavnosti, ki je predvsem dajanje posojil, banke potencialnemu izdajatelju obveznic sploh ne predstavijo prednosti izdaje obveznic pred najetjem posojila, ampak mu ponudijo posojilo z nižjo obrestno mero, kot bi bila obrestna mera obveznice. Z drugimi besedami, upam si trditi, da v veliki večini primerov v slovenskih univerzalnih bankah komercialno bančništvo prevladuje nad investicijskim bančništvom.

Zadnji razlog je v tem, da so lahko skupni stroški izdaje vrednostnih papirjev, skupaj s stroški prevzema obveznosti odkupa vrednostnih papirjev s strani investicijske banke, za izdajatelja enostavno previsoki, v primerjavi z drugimi možnimi viri financiranja.

Posledica tega je, da je v javni ponudbi novo izdanih vrednostnih papirjev znan samo en primer, kjer je investicijska banka izvedla prvo prodajo z obveznostjo odkupa, in sicer pri izdaji obveznic Hotelov Bernardin d.d., kjer je NLB odkupila celotno izdajo obveznic z namenom nadaljnje prodaje.

Poleg te izdaje je NLB izvedla vrsto drugih prvih prodaj vrednostnih papirjev (delnic, obveznic in kratkoročnih vrednostnih papirjev) preko nejavne ponudbe, kjer je v odnosu do izdajatelja prevzela tveganje prve prodaje, še preden je te vrednostne papirje ponudila potencialnim investitorjem. Ta prevzeta obveznost banke je bila znana vsem potencialnim investitorjem, ki jim je bil poslan informacijski memorandum za nejavno ponudbo, širši javnosti pa tak podatek ne more biti znan, ker je v kasnejšem prospektu za organizirano trgovanje potrebno navesti, katera investicijska banka sodeluje pri uvedbi vrednostnega papirja na organiziran trg, ni pa potrebno navesti način sodelovanja investicijske banke v primarni prodaji. Zato je verjetno, da je bilo tudi več drugih izdaj vrednostnih papirjev preko nejavne ponudbe, kjer je investicijska banka jamčila izdajatelju uspešnost izdaje ter nase prevzela s tem povezano tveganje.

NLB redno vključi v ponudbo za svetovanje in sodelovanje pri izdaji vrednostnih papirjev, ki jo pošlje potencialnim izdajateljem obveznic, tudi izvedbo prve prodaje obveznic z obveznostjo odkupa obveznic, ki ne bi bile prodane v prvi prodaji. S tem banka izdajatelju jamči, da bo pridobil potrebna sredstva s prodajo obveznic ter sama prevzame tveganje za neprodane obveznice. Tveganje prevzema obveznosti odkupa je dvojno: prvič, lahko se zgodi, da mora zaradi neuspešne primarne prodaje banka imeti te obveznice kot svojo dolgoročno naložbo, čeprav to ni v njenem interesu³⁸, in drugič, banka je izpostavljena kapitalski izgubi, če mora te obveznice prodati po nižji ceni, kot jih je plačala izdajatelju. Zaradi tega je pomembno, da banka opravi temeljit skrbni pregled poslovanja izdajatelja in testira interes potencialnih investitorjev še pred sklenitvijo pogodbe z izdajateljem o izvedbi prve prodaje vrednostnih papirjev z obveznostjo odkupa.

Pogodba o izvedbi prve prodaje vrednostnih papirjev z obveznostjo odkupa lahko določa enega od dveh možnih načinov sodelovanja investicijske banke pri prvi prodaji vrednostnih papirjev, in sicer lahko investicijska banka odkupi vrednostne

³⁸ Poleg tega, da je takšna naložba lahko manj zanimiva (premalo donosna ali preveč tvegana) za banko, ji lahko tudi onemogoča (zaradi kapitalske izpostavljenosti banke do izdajatelja) odobritev bodočih posojil izdajatelju, ki je tudi komitent banke.

papirje od izdajatelja z namenom nadaljnje prodaje³⁹ ali pa se obveže, da bo odkupila preostale vrednostne papirje, ki v prvi prodaji ne bodo prodani investitorjem. V obeh primerih investicijska banka izdajatelju jamči za uspešnost izdaje, razlika pa je v tem, kdaj mora izročiti izdajatelju kupnino od prodanih vrednostnih papirjev. V prvem primeru, ko mora takoj na začetku postopka vpisovanja in vplačevanja izročiti izdajatelju celoten emisijski znesek novo izdanih vrednostnih papirjev, je investicijska banka izpostavljena večjemu likvidnostnemu tveganju.

Investicijske banke lahko opravljajo za izdajatelje tudi storitev plačilnega agenta (v primeru obveznic gre za izplačevanje obresti in glavnice ob dospelosti posameznih obveznosti v korist vsakokratnih imetnikov obveznic). NLB praviloma storitev plačilnega agenta pri izdajah obveznic poveže s storitvijo neke vrste skrbnika, ki zastopa imetnike obveznic v razmerju do izdajatelja obveznic. V skladu s tem prevzame banka obveznost uresničevanja zastavne pravice na nepremičninah izdajatelja, ki služijo za zavarovanje terjatev imetnikov obveznic, v korist vsakokratnih imetnikov obveznic v primeru izdajateljeve neizpolnitve obveznosti (neplačila obresti ali glavnice) ob njihovi posamezni dospelosti. V praksi to pomeni, da izdajatelj zastavi nepremičnine na ime banke, in v primeru, da izdajatelj ne izplača obveznosti iz obveznice, ima vsak imetnik obveznice pravico zahtevati od banke realizacijo zastavne pravice na nepremičninah⁴⁰. Po poplačilu stroškov unovčevanja hipoteke mora banka kupnino, doseženo s prodajo zastavljene nepremičnine, sorazmerno razdeliti med imetnike obveznic za izpolnitev vseh obveznosti iz obveznic⁴¹. Če kupnina, dosežena s prodajo nepremičnin presega celotno neporavnano obveznost izdajatelja iz obveznic, je banka dolžna vrniti presežek kupnine izdajatelju.

Zadnja storitev, ki jo investicijska banka lahko nudi izdajatelju, predvsem v primeru, da je opravila storitev izvedbe prve prodaje vrednostnih papirjev z obveznostjo odkupa, je zagotavljanje likvidnosti vrednostnih papirjev na sekundarnem trgu. Zaradi nelikvidnosti slovenskega organiziranega trga vrednostnih papirjev banke načeloma ne ponujajo te storitve izdajateljem novih vrednostnih papirjev⁴².

³⁹ Za prvo prodajo vrednostnih papirjev se šteje tudi prodaja, ki jo kot prodajalec opravi borzno posredniška družba ali banka (t.j. investicijska banka), ki je od izdajatelja na podlagi pogodbe o opravljanju storitev izvedbe prvih prodaj z obveznostjo odkupa odkupila vrednostne papirje z namenom nadaljnje prodaje, če je takšno prodajo opravila v roku za vpisovanje vrednostnih papirjev (15. člen ZVTP-1).

⁴⁰ Ker izdajatelj izplačuje obveznosti preko banke kot plačilnega agenta, je le-ta takoj seznanjena z morebitnim neizpolnjevanjem obveznosti izdajatelja.

⁴¹ V primeru katerekoli zapadle in neplačane obveznosti iz obveznic se, v primeru zahteve imetnika/ov obveznic za unovčenje zastavne pravice, štejejo za zapadle vse bodoče obveznosti iz obveznic.

⁴² NLB, ki organizira redne izdaje trimesečnih blagajniških zapisov Slovenske izvozne družbe, ki potekajo preko nejavne ponudbe, vsakokratnim imetnikom blagajniških zapisov nudi možnost prodaje blagajniških zapisov po ceni, ki odraža trenutne razmere na denarnem trgu. Čeprav se z nejavno

ponujenimi vrednostnimi papirji ne sme trgovati na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, niti jih kako drugače javno ponujati, to imetnikom blagajniških zapisov zagotavlja likvidnost.

4.6. Stroški primarnega trga

Na celotne stroške pridobivanja sredstev z izdajo vrednostnih papirjev, poleg cene vrednostnih papirjev⁴³, vplivajo tudi razni stroški, povezani s samim postopkom izdaje vrednostnih papirjev.

Stroške izdaje vrednostnih papirjev lahko razdelimo na neposredne in posredne. Poskušal bom oceniti neposredne stroške izdaje, kamor poleg sistemskih stroškov prištevamo tudi vse tiste stroške, pri katerih je podjetje izvršilo plačilo zunanjim sodelavcem in svetovalcem.

4.6.1. Sistemski stroški

V Sloveniji se izdajatelj ne more izogniti tako imenovanim sistemskim stroškom. Pri sistemskih stroških gre za razne takse, nadomestila, pristojbine, ki jih izdajateljem zaračunavajo institucije na trgu vrednostnih papirjev, katere je določil zakonodajalec.

V primeru, da gre za izdajo vrednostnih papirjev preko javne ponudbe ali s kasnejšo pridobitvijo dovoljenja za organizirano trgovanje, so to stroški Agencije za trg vrednostnih papirjev, KDD in borze. Če se izdajatelj odloči za uvrstitev vrednostnih papirjev na prosti trg, odpadejo stroški borzne kotacije.

Ker so praviloma vsi vrednostni papirji v Sloveniji izdani v nematerializirani obliki, se izdajatelj tudi v primeru izdaje vrednostnih papirjev preko nejavne ponudbe ne more izogniti stroškom KDD.

Značilnost vseh sistemskih stroškov izdaje je, da se le-ti sorazmerno znižujejo z večanjem vrednosti vrednostnih papirjev, kar pomeni, da večje izdaje vrednostnih papirjev predstavljajo za izdajatelja relativno manjše sistemske stroške.

Stroški Agencije za trg vrednostnih papirjev

Tarifa Agencije za izdajo dovoljenja za javno ponudbo ter za izdajo dovoljenja za organizirano trgovanje je enaka in znaša 0,1 odstotka od nominalne vrednosti izdaje, vendar ne manj kot 300.000 tolarjev in ne več kot 1.500.000 tolarjev (Tarifa o taksah

⁴³ Pri obveznicah je strošek zadolževanja za izdajatelja odvisen od obrestne mere in prodajne cene v primarni prodaji (prodajna cena je lahko enaka nominalni vrednosti obveznice, lahko pa tudi nad ali pod njeno nominalno vrednostjo). Pri delnicah povzroči nepravilno določena prodajna cena v primarni prodaji izdajatelju določene stroške. Če je postavljena cena prenizka, je potrebno prodati večje število delnic, da bi izdajatelj pridobil želena sredstva (kar privede do drugačne razdelitve lastništva in nadzora nad podjetjem). Če je postavljena cena previsoka, ni mogoče prodati vseh delnic, izdajatelj zbere premalo kapitala ali pa celotna izdaja propade (v primeru nedoseganja postavljenega praga uspešnosti).

in nadomestilih, 2000). Tarifo je potrebno plačati v enkratnem znesku pred izdajo dovoljenja. Pri izdajah vrednostnih papirjev nad nominalno vrednostjo izdaje 1,5 milijarde tolarjev se stroški Agencije z velikostjo izdaje tako proporcionalno znižujejo.

Za izdajo odločbe, s katero Agencija ugotovi, da je javna prodaja uspešna oziroma neuspešna, znaša taksa 50.000 tolarjev. Agencija ne zaračunava davka na dodano vrednost⁴⁴.

Stroški KDD

KDD v skladu s tarifo obračunava nadomestilo za izdajo in vodenje registra imetnikov vrednostnih papirjev kot enkratno pristopnino ob izdaji vrednostnega papirja, nadomestilo za vodenje registra imetnikov vrednostnih papirjev pa zaračunava ob začetku posameznega obračunskega obdobja (Tarifa za nadomestila za storitve v zvezi z nematerializiranimi vrednostnimi papirji, 2000). Navedenim zneskom teh pristojbin je potrebno prišteti še davek na dodano vrednost.

Enkratna pristopnina za dolgoročne vrednostne papirje znaša 103.000 tolarjev, za kratkoročne vrednostne papirje pa 77.000 tolarjev. Pristopnino je potrebno plačati ob vložitvi naloga za izdajo.

Letno nadomestilo za vodenje registra imetnikov delnic znaša 0,011 odstotkov osnovnega kapitala in 51,50 tolarjev na delničarja (ali 36,60 SIT na delničarja v primeru izdaje preko nejavne ponudbe), vendar ne manj kot 156.000 SIT.

Letna nadomestila za vodenje registra imetnikov dolžniških vrednostnih papirjev se da razbrati iz tabele 10. Podobno kot tarifa Agencije, se tarifa KDD znižuje z velikostjo izdaje. Prav tako je potrebno opozoriti, da se skupni znesek nadomestila za dolgoročne vrednostne papirje deli s številom let do zapadlosti in se plačuje v enakih letnih obrokih, kar pomeni, da je tarifa relativno nižja za obveznice z daljšim rokom do zapadlosti.

⁴⁴ Na podlagi tretjega odstavka 13. člena zakona o davku na dodano vrednost se Agencija za trg vrednostnih papirjev ne šteje za davčnega zavezanca v okviru javnih pooblastil na podlagi zakona.

Tabela 10: Letna nadomestila za vodenje registra imetnikov dolžniških vrednostnih papirjev (v SIT):

Nominalna vrednost izdaje (v mio SIT*)	Dolgoročni vrednostni papirji		Kratkoročni vrednostni papirji	
	Nadomestilo v % od vrednosti izdaje	Ne manj kot	Nadomestilo v % od vrednosti izdaje	Ne manj kot
do 999	0,29	156.000	0,029	156.000
1.000-4.999	0,19	2.900.000	0,019	290.000
5.000-9.999	0,12	9.500.000	0,012	950.000
10.000-49.999	0,05	12.000.000	0,005	1.200.000
nad 50.000	0,025	25.000.000 in največ 40.000.000	0,0025	2.500.000 in največ 4.000.000

* Pri dolžniških vrednostnih papirjih, ki so nominirani v tuji valuti, se preračun nominalne vrednostni izdaje opravi po srednjem tečaju Banke Slovenije na dan prejema popolnega naloga za izdajo.

Vir: Tarifa za nadomestila za storitve v zvezi z nematerializiranimi vrednostnimi papirji (2000).

Stroški borze

Če želi izdajatelj vrednostne papirje uvrstiti v uradno kotacijo Ljubljanske borze, mora borzi plačati pristojbino za kotacijo vrednostnih papirjev, ki se sestoji iz pristojbine za odločanje o sprejemu, pristojbine za sprejem vrednostnih papirjev v borzno kotacijo in pristojbine za vzdrževanje kotacije vrednostnih papirjev (Cenik za storitve Ljubljanske borze, d.d., Ljubljana, 2002)⁴⁵. Navedenim zneskom teh pristojbin je potrebno prišteti še davek na dodano vrednost.

Pristojbina za odločanje o sprejemu delnic znaša 347.570 tolarjev, o sprejemu drugih vrednostnih papirjev pa 115.857 tolarjev.

Pristojbina za uvrstitev razreda delnic, ki ne presega vrednosti ene milijarde tolarjev, znaša 0,2 odstotka njegove vrednosti, za uvrstitev serije obveznic, ki ne presega vrednosti ene milijarde tolarjev, pa znaša 0,15 odstotka skupne nominalne vrednosti prodane serije, vendar tako za delnice kot obveznice ne manj kot 266.470 tolarjev.

Pristojbina za vrednostne papirje, ki presegajo vrednost ene milijarde tolarjev⁴⁶, se določi na način, ki je opisan v tabeli 11.

⁴⁵ Vrednostni papirji, katerih izdajatelj je Republika Slovenija, imajo poseben cenik, pristojbine pa so nižje v primerjavi z ostalimi izdajatelji.

⁴⁶ Vrednost razreda delnic, ki se sprejme v borzno kotacijo, je določena na podlagi zadnjih razpoložljivih bilančnih podatkov (bilančna vrednost razreda delnic). Vrednost posamezne izdaje delnic nadaljnjih izdaj, ki skupaj z že sprejetimi tvorijo isti razred, se določi z upoštevanjem povprečnega enotnega tečaja delnice za zadnjih šest mesecev trgovanja na organiziranem trgu. Vrednost emisije obveznic je določena na podlagi nominalne vrednosti izdaje obveznic. Če se nominalna vrednost ne glasi na SIT, potem se za preračun uporablja srednji tečaj Banke Slovenije na dan predložitve zahteve.

Tabela 11: Pristojbina za sprejem vrednostnih papirjev v borzno kotacijo (v SIT):

Delnice		Obveznice	
Vrednost razreda (v mio SIT)	Znesek pristojbine	Vrednost emisije (v mio SIT)	Znesek pristojbine
do 1.000	največ 2.000.000	do 1.000	največ 1.500.000
do 2.000	2.779.892	do 1.500	2.215.757
do 4.000	3.243.984	do 2.250	2.952.171
do 8.000	4.170.837	do 3.250	3.671.205
do 16.000	5.190.375	do 4.500	4.222.973
do 100.000	5.792.830	do 6.000	4.483.650
nad 100.000	11.006.375	nad 6.000	5.792.830

Vir: Cenik za storitve Ljubljanske borze, d.d., Ljubljana (2002, str. 1 in 2).

Pristojbina za vzdrževanje kotacije vrednostnih papirjev se zaračunava ob izteku vsakega leta borzne kotacije. Pristojbina za vzdrževanje kotacije za prvi razred delnic ter za prvo in vsako nadaljnjo kotacijo obveznic je opisana v tabeli 12.

Tabela 12: Pristojbina za vzdrževanje kotacije vrednostnih papirjev (v SIT):

Delnice		Obveznice	
Vrednost razreda (v mio SIT)	Znesek pristojbine	Vrednost emisije (v mio SIT)	Znesek pristojbine
do 2.000	579.283	do 1.000	347.570
2.000-5.000	926.853	nad 10.000	579.283
5.000-10.000	1.158.566		
nad 10.000	1.390.279		

Vir: Cenik za storitve Ljubljanske borze, d.d., Ljubljana (2002, str. 2).

Vzdrževanje kotacije za drugi in vsak nadaljnji razred delnic izdajatelja znaša 347.570 tolarjev. Če obveznica zapade v dokončno plačilo šest mesecev pred iztekom polnega leta kotacije, borza zaračunava polovičen znesek siceršnje letne pristojbine za vzdrževanje kotacije.

4.6.2. Stroški investicijske banke

Pomemben strošek izdaje vrednostnih papirjev je tudi strošek investicijske banke, katerega višina je odvisna od obsega posla in količine opravljenega dela, oziroma dogovorjenega načina plasmaja vrednostnega papirja⁴⁷.

Načeloma je stroške sodelovanja investicijske banke pri izdaji vrednostnih papirjev zelo težko standardizirati zaradi različnih značilnosti izdaje (vrsta vrednostnega papirja, vrednost izdaje, javna ali nejavna ponudba, prevzeto tveganje pri prodaji vrednostnih papirjev, in podobno). V povprečju so ti stroški najnižji v primeru, ko

⁴⁷ V nadaljevanju navedeni stroški investicijske banke v veliki meri slonijo na primerih sodelovanja oziroma svetovanja NLB pri izdajah vrednostnih papirjev različnih izdajateljev.

investicijska banka izvede za izdajatelja samo pravno-formalna in administrativna dela, vključno s postavitvijo vpisnega mesta ter sprejemanjem vplačil, izdajatelj pa sam določi obliko in vsebino vrednostnega papirja ter najde kupce zanj, najvišji pa so v primeru, ko investicijska banka prevzame celotno tveganje za uspešnost izdaje vrednostnih papirjev.

V primeru izvedbe prve prodaje vrednostnih papirjev brez obveznosti odkupa, ko investicijska banka izvede vse postopke, ki so potrebni za uspešno prvo prodajo vrednostnih papirjev, ne prevzame pa obveze odkupiti vrednostne papirje, ki v prvi prodaji ne bi bili prodani investitorjem, investicijska banka lahko zaračuna nadomestilo v fiksni vrednosti ali pa v odstotku od vrednosti izdaje (nominalne vrednosti obveznic ali prodajne vrednosti delnic). Povprečna vrednost nadomestila za izvedbo prve prodaje vrednostnih papirjev znaša 0,5 odstotka vrednosti izdaje, a načeloma ne manj kot 2 milijona tolarjev.

V primeru izvedbe prve prodaje vrednostnih papirjev z obveznosti odkupa vrednostnih papirjev, ki ne bodo prodani v prvi prodaji, ko investicijska banka prevzame celotno tveganje za uspešnost izdaje, investicijska banka običajno zaračuna nadomestilo v odstotku vrednosti izdaje. Načeloma se njegova velikost ne spusti pod en odstotek nominalne vrednosti obveznic⁴⁸, hkrati pa se zaradi velike cenovne konkurence bančnih posojil večinoma ne more dvigniti nad 1,5 odstotka nominalne vrednosti obveznic. Glede načina plačila nadomestila je ponavadi določeno, da izdajatelj plačuje vsak mesec od podpisa pogodbe do dneva plačila kupnine za prodane obveznice investicijski banki določen znesek v fiksni višini, preostali znesek nadomestila, ki se poračuna z do tedaj že plačanimi mesečnimi zneski, pa investicijska banka sama poplača v breme kupnine od prodanih obveznic, ki se ponavadi steka na račun banke, ki ga je odprla za prodajo obveznic izdajatelja.

V primerjavi z razvitim trgom kapitala so stroški investicijske banke zelo nizki. Na eni strani je razlog v relativno visokih celotnih stroških izdaje vrednostnih papirjev potencialnih izdajateljev v primerjavi z njihovimi drugimi viri financiranja, na drugi strani pa univerzalne banke subvencionirajo izdaje vrednostnih papirjev potencialnim izdajateljem, ker svojim komitentom s tem nudijo dodatno storitev.

4.6.3. Ostali stroški izdaje

Vsi prej navedeni stroški so neposredni stroški izdaje vrednostnih papirjev, h katerim v Sloveniji spadajo še stroški oglasov v časopisu, stroški oblikovanja in tiskanja

⁴⁸ Kot sem omenil, investicijske banke sodelujejo pri izvedbi prve prodaje vrednostnih papirjev z obveznosti odkupa predvsem pri izdajah obveznic.

prospekta, pravni stroški, stroški predstavitve investitorjem in stroški plačilnega agenta⁴⁹.

Izdajatelj mora v primeru javne ponudbe vrednostnih papirjev javno objaviti dva oglasa v časopisu, in sicer poziv za vpisovanje in vplačevanje (gre za objavo izvlečka prospekta za javno ponudbo) ter izid javne prodaje. V primeru, da izdajatelj zahteva uvrstitev vrednostnih papirjev v borzno kotacijo, mora izdajatelj javno objaviti še izvleček prospekta za borzno trgovanje. V primeru nejavne ponudbe vrednostnih papirjev in kasnejše pridobitve dovoljenja za organizirano trgovanje, je potrebna samo ena javna objava, in sicer izvlečka prospekta za organizirano trgovanje, ali izvlečka prospekta za borzno trgovanje, kadar izdajatelj po pridobitvi dovoljenja za organizirano trgovanje zaprosi za uvrstitev vrednostnih papirjev v borzno kotacijo. Oglasi so objavljeni v dnevnem časopisu, ki izhaja na območju Slovenije, najpogosteje v dnevniku Delo ali Finance. Stroški objave v časopisu za izdajatelja praviloma znašajo od 270.000 do 830.000 tolarjev.

Prospekti za javno ponudbo, za organizirano trgovanje ali za borzno kotacijo vrednostnih papirjev so lahko oblikovani in tiskani v različnih oblikah oziroma z različnimi stroški. Prospekt, oblikovan v studiu za oblikovanje, tiskan na kakovostnem papirju, s trdno vezavo ter v 200 izvodih, stane izdajatelja najmanj en milijon tolarjev. Po drugi strani pa lahko prospekt, oblikovan z računalniškim programom Microsoft Word in Excel, tiskan na navadnem računalniškem papirju ter vezan v spiralo, stane izdajatelja samo 100.000 tolarjev.

V Sloveniji so predstavitve investitorjem organizirane samo v primeru izdaj vrednostnih papirjev, ki jih kot svetovalci organizirajo in izvajajo investicijske banke za izdajatelje vrednostnih papirjev. Gre za enkratno skupinsko predstavitev, ki jo investicijska banka organizira za svoje največje stranke, za katere predvideva, da so potencialni kupci vrednostnih papirjev izdajatelja. Takšna predstavitev je najpogosteje organizirana na sedežu izdajatelja za 15 – 20 potencialnih kupcev, vsebuje pa stroške tiskanja dokumenta (krajša predstavitev vrednostnega papirja in izdajatelja) in manjše pogostitve, ki skupaj v nobenem primeru ne presegajo 100.000 tolarjev.

Storitve plačilnega agenta (izplačevanje obveznosti iz vrednostnih papirjev ob dospelosti posameznih obveznosti v korist vsakokratnih imetnikov vrednostnih papirjev) opravljajo za izdajatelje navadno investicijske banke, ki organizirajo primarno izdajo vrednostnih papirjev. Praviloma se storitev plačilnega agenta pri izdajah obveznic poveže s storitvijo neke vrste skrbnika, ki zastopa imetnike obveznic v razmerju do izdajatelja obveznic. V skladu s tem banka prevzame

⁴⁹ V nadaljevanju navedene ocene neposrednih stroškov izdaje so narejene na podlagi izdaj vrednostnih papirjev, kjer je NLB sodelovala kot izdajatelj ali kot svetovalac pri izdaji.

obveznost unovčevanja zavarovanja iz obveznic v korist vsakokratnih imetnikov obveznic v primeru izdajateljeve neizpolnitve obveznosti⁵⁰. Ker gre za dopolnilno storitev investicijske banke pri opravljanju osnovne storitve – svetovanja in organiziranja primarne izdaje vrednostnih papirjev, so stroški plačilnega agenta razmeroma nizki, in v povprečju znašajo 1.000 tolarjev na posameznega imetnika vrednostnih papirjev ob izplačilu obveznosti.

Izdajatelji obveznic v Sloveniji praviloma nimajo izdelane ocene kreditnega tveganja, nihče pa takšne ocene ne izdelava posebej zaradi izdaje obveznic.

Pravni stroški so v tujini zelo visoki, saj so storitve odvetniških pisarn, ki vedno sodelujejo pri pripravi dokumentacije, zelo drage. V Sloveniji investicijske banke vključijo svojo pravno službo za te namene, kar izdajatelju zaračunajo v nadomestilu za svetovanje pri izdaji vrednostnih papirjev. Pri izdaji obveznic, zavarovanih z nepremičninami, je potrebno dodatno kriti stroške za sestavo pogodbe v obliki notarskega zapisa ter stroške, povezane s vknjižbo nepremičnine v zemljiški knjigi, pri izdaji delnic pa morebitne stroške oblikovanja statuta podjetja v obliki notarskega zapisa, morebitne⁵¹ stroške notarja ob sklicu skupščine delničarjev ter sodno takso za vpis sklepa o povečanju osnovnega kapitala v sodni register.

Na razvitih trgih kapitala prav tako namenjajo bistveno več pozornosti pripravi posebnih računovodskih poročil za potrebe priprave dokumentacije za izdajo vrednostnih papirjev. Izdajatelji v Sloveniji so praviloma že po drugih predpisih zavezani k reviziji letnih računovodskih izkazov. Tako so v dokumentacijo za izdajo vrednostnih papirjev vključeni podatki iz revidiranih letnih poročil, zato stroškov revizije ni moč vključiti k stroškom izdaje vrednostnih papirjev.

Poleg neposrednih stroškov izdaje poznamo še posredne stroške izdaje vrednostnih papirjev, ki jih pri izdaji vrednostnih papirjev v Sloveniji ni mogoče neposredno oceniti. Med posredne stroške izdaje vrednostnih papirjev štejemo porabljeni čas zaposlenih v podjetju, ki so sodelovali pri oblikovanju prospekta, pogajanjih in promociji izdaje oziroma prodaje vrednostnih papirjev na primarnem trgu. Na razvitih trgih kapitala prištevajo med posredne stroške tudi stroške podcenjenosti cen vrednostnih papirjev v primarni prodaji in padec cene že izdanih vrednostnih papirjev na sekundarnem trgu.

⁵⁰ Pri tem gre lahko za uresničevanje zastavne pravice na nepremičninah izdajatelja (ko so obveznice zavarovane z zastavno pravico na nepremičninah) ali za unovčevanja garancije (ko so obveznice zavarovane z garancijo nekoga drugega, ponavadi matičnega podjetja). Izdajatelj ima lahko še dodatne stroške s pridobitvijo garancije ali oceno vrednosti nepremičnin, ki služijo za zavarovanje terjatev imetnikov obveznic ter stroške notarja, ko se zastavna pravica na nepremičninah izdajatelja prenese na banko, ki jo izvršuje v korist vsakokratnih imetnikov obveznic.

⁵¹ Če ima izdajatelj delnic že oblikovan statut v obliki notarskega zapisa ter skliče redno letno skupščino družbe, na kateri sprejme tudi sklep o izdaji novih delnic, teh stroškov ni moč vključiti k stroškom izdaje vrednostnih papirjev.

Ko so vrednostni papirji že izdani in uvrščeni na organiziran trg, ima izdajatelj še dodatne stroške izjav za javnost, ki jih mora objaviti na zahtevo borze in stroške rednega poročanja o svojem poslovanju in izrednih dogodkih, ki lahko nanj odločilno vplivajo.

5. DOLGOROČNO FINANCIRANJE SLOVENSКИH PODJETIJ NA TRGU KAPITALA

5.1. Raziskava o finančnih potrebah in financiranju slovenskih podjetij

Slovensko predstavništvo Evropske banke za obnovo in razvoj vsakih nekaj let naroči in financira raziskavo⁵² o dolgoročnem financiranju v Sloveniji, ki jo izvaja Privatizacijska mreža za centralno in vzhodno Evropo (Central and Eastern European Privatisation Network – CEEP). Zadnja raziskava o investicijah in dolgoročnih vlaganjih, v katero je bilo vključenih 69 večjih slovenskih podjetij, je bila izvedena leta 1999. V nadaljevanju bom uporabil nekatere podatke iz teh raziskav (Simoneti, Mrak, Jašovič, 1998 ter Simoneti, Jamnik, 2000) glede finančnih potreb slovenskih podjetij na področju dolgoročnega financiranja ter glede problematike dolgoročnega financiranja podjetij, iz česar bom poskušal izdelati lastne ugotovitve in zaključke.

5.1.1. Načrtovane investicije in njihovo financiranje

Investicije so ključni dejavnik razvoja podjetja in njegovega dolgoročnega uspešnega poslovanja. Na strateške investicijske odločitve v podjetjih vplivajo najštevilnejši dejavniki, med katerimi so najpomembnejši obstoj dobrih investicijskih priložnosti, dobre možnosti za financiranje investicij oziroma podjetij ter primerna motivacija poslovodstva in lastnikov za iskanje in izkoriščanje investicijskih priložnosti. Splošne gospodarske razmere, institucionalni pogoji in agregatni podatki kažejo, da se je v Sloveniji po desetih letih dezinvestiranja začel nov investicijski cikel.

Glede načrtovanih investicij podatki iz zadnje raziskave kažejo, da več kot polovica podjetij načrtuje investicije, ki so večje od amortizacije. Najpomembnejša razlaga za izdatke, nižje od amortizacije (dezinvestiranje), sta pomanjkanje dobrih priložnosti za vlaganje in slabi pogoji financiranja. V primerjavi s prejšnjo raziskavo je moč ugotoviti, da se je v zadnjih letih izboljšala ponudba finančnih virov. Kljub temu, da je konec lastninskega preoblikovanja podjetij, ki je po splošnem prepričanju negativno

⁵² Raziskava ne vključuje razgovorov s predstavniki podjetij, ampak je izvedena v obliki ankete, z omejitvijo na pripravo vprašalnikov in njihovo pošiljanje izbranim podjetjem.

vplivalo na investicijsko dejavnost, se sredstva, ki bi jih bilo moč uporabiti za investicije, v mnogih podjetjih uporabljajo za konsolidacijo lastništva preko odkupa lastnih delnic ter različnih oblik financiranja posloводства in zaposlenih pri koncentraciji lastništva delnic.

Investicije so v veliki večini namenjene osnovi dejavnosti, po obliki gre pretežno za stavbe in opremo, skoraj izključno pa so usmerjene v Slovenijo, kar je lahko ob vstopanju Slovenije v Evropsko unijo zaskrbljujoče. To je možno razumeti tako, da podjetja še niso ugotovila, da bo za ohranitev deležev na tujih trgih in osvajanje novih trgov potrebna neposredna prisotnost na teh trgih, preko investicij v podjetja in predstavništva v tujini. Drugače pa je velik delež načrtovanih investicijskih izdatkov v tuji valuti, predvsem pri neto izvoznikih, v predelovalni dejavnosti in pri velikih podjetjih.

Pri problematiki financiranja investicij je potrebno omeniti težave podjetij s pomanjkanjem obratnih sredstev (predvsem zaradi neplačanih terjatev) ter z obstoječimi viri financiranja. Polovica podjetij želi spremeniti obstoječo strukturo financiranja. Podjetja menijo, da je pri tem najpomembneje zmanjšati skupno zadolženost, refinancirati obstoječe dolgove in zmanjšati delež kratkoročnih dolgov. Zaradi znižanja obrestnih mer v domačem bančnem sistemu in liberalizacije pri najemanju cenejših kreditov iz tujine je moč opaziti, da so v primerjavi s prejšnjo raziskavo obresti bistveno manjši problem podjetij.

Pri načrtovanem financiranju investicij predstavljajo notranji viri približno 60 odstotkov in zunanji viri približno 40 odstotkov. Med načrtovanimi zunanjimi viri prevladujejo bančna posojila, medtem ko imata izdaja novih delnic in obveznic zelo omejen pomen. Podjetja se zavedajo, da je struktura financiranja vse prej kot idealna. V idealnih razmerah bi si podjetja želela več notranjih (povečal bi se predvsem pomen zadržanih dobičkov) in manj zunanjih virov, v okviru katerih bi podjetja želela zmanjšati pomen bančnih posojil in povečati pomen kapitalskega trga z novimi izdajami delnic in obveznic. Primerjava s prejšnjo raziskavo nedvoumno kaže, da si podjetja vedno bolj želijo nadomestiti tradicionalno bančno kreditiranje s financiranjem preko trga vrednostnih papirjev. Ker se podjetja vse bolj zavedajo prednosti novih oblik financiranja, nerazvit domač finančni prostor povzroča vedno večji razkorak med idealnim in načrtovanim financiranjem podjetij.

Med dejavniki izbora virov financiranja so najpomembnejši stroški financiranja, vedno bolj pa so pomembni ročnost, pravočasnost in pričakovani denarni tok. Pri enakih stroških se podjetja najraje odločajo za financiranje preko domačih bank, vendar se v primerjavi s prejšnjo raziskavo njihova prednost do preostalih finančnih institucij zmanjšuje.

5.1.2. Dolžniško financiranje podjetij

Iz raziskav je mogoče ugotoviti, da je v zadnjih letih prišlo do nekaterih sprememb pri zelenem dolžniškem financiranju podjetij. Podjetja dajejo prednost srednjeročnemu financiranju in ne več dolgoročnemu, pri posojilih je ugodnejša stalna obrestna mera in ne več variabilna.

Povečal se je pomen zadolževanja v domači valuti, čeprav bi večina podjetij še vedno raje izbrala tujo valuto. Za izbor valute zadolževanja se večina podjetij odloča glede na sestavo svojih prihodkov, kjer se je uveljavil evro (EUR)⁵³, kar se kaže tudi pri zadolževanju. Iz tega razloga ima tudi domača valuta omejene možnosti, da se uveljavi v upniško-dolžniških razmerjih, dokler ne bo trdno vezana na evro in izgubila svojo samostojnost.

Čeprav bi se večina podjetij, ob enakih stroških zadolževanja, še vedno raje odločila za najem bančnega posojila, je v zadnjih letih poraslo zanimanje za izdajo obveznic v primerjavi z bančnimi krediti, kar kaže premik v prid razvoja trga vrednostnih papirjev.

5.1.3. Lastniško financiranje podjetij

V polovici podjetij delničarji ne odobravajo povečanja kapitala. Med glavnimi razlogi za to navajajo nezmožnost vplačila s strani obstoječih delničarjev in nasprotovanje vstopu novih delničarjev, medtem ko je pomanjkanje zanimivih projektov manj pomembno. Pri podjetjih, kjer je dokapitalizacija z izdajo novih delnic sprejemljiva, se najbolj ogrevajo za dokapitalizacijo s strani obstoječih delničarjev in s stvarnimi vložki, najmanj pa za javno ponudbo delnic. Zanimivo je, da je pri javnih podjetjih, ki so že na trgu, pripravljenost za javno prodajo delnic še bistveno nižja kot pri nejavnih podjetjih. Očitno je, da so trenutno ta podjetja še posebej nezadovoljna z delovanjem sekundarnega trga kapitala. Iz vsega naštetega je mogoče ugotoviti, da v bližnji prihodnosti ni realno pričakovati razvoja primarnega trga delnic.

Stabilna lastniška struktura je predpogoj za sprejemanje odločitev o izdaji novih delnic, kot tudi, bolj splošno, za sprejemanje strateških investicijskih odločitev. Več kot polovica podjetij želi konsolidirati svojo lastniško strukturo, predvsem s povečanjem lastniških deležev strateških partnerjev in posloводства. Intenzivna konsolidacija lastništva poteka preko nepreglednih načinov, kot so trgovanje na notranjih trgih in neorganiziranih sivih trgih ter odkup lastnih delnic, kar zmanjšuje investicijski potencial teh podjetij.

⁵³ V času zadnje raziskave leta 1999 so se podjetja izmed tujih valut najbolj želela zadolževati v DEM in nato v EUR. Z uveljavitvijo enotne evropske valute EUR in ukinitvijo DEM sem predpostavil, da so se želje podjetij iz DEM preusmerile v EUR.

Nasprotovanje povečanju kapitala ter konsolidacija lastništva je posledica načina lastninskega preoblikovanja slovenskih podjetij. Rezultat takšnega lastninskega preoblikovanja je, da se nejavne delniške družbe poskušajo konsolidirati preko nepreglednih načinov, javna podjetja, ki bi v največji meri morala izvesti dokapitalizacijo z javno prodajo delnic, pa se sploh ne želijo dokapitalizirati.

5.2. Financiranje slovenskih podjetij z izdajo vrednostnih papirjev

5.2.1. Financiranje podjetij z izdajo delnic

Ker se lastniški kapital delniške družbe poveča z izdajo novih delnic, se podjetje pri takšnem načinu financiranja ne more izogniti trgu vrednostnih papirjev. Kot dosednji izdajatelji delnic se tako pojavljajo vse delniške družbe, kot potencialni izdajatelji novih delnic pa le redka podjetja. Čeprav ima financiranje podjetja z lastniškim kapitalom določene prednosti⁵⁴ pred financiranjem z dolžniškim kapitalom, primarni trg novih delnic v Sloveniji ni razvit, prav tako pa njegovega razvoja ni pričakovati v bodoče.

Osnovni razlog za nerazvitost primarnega trga delnic v preteklih letih je bil v načinu lastninskega preoblikovanja podjetij. Bistveni interes nekdanjih družbenih podjetij za preoblikovanje v delniško družbo ni bil v financiranju z izdajo delnic, temveč v sistemu, ki je omogočal enostavno izkazovanje lastništva ter še bolj enostavno in hitro prenašanje le-tega na nove lastnike, do financiranja z izdajo novih delnic pa naj bi prišlo šele kasneje. Rezultat tega je, da večina delnic na organiziranem trgu izvira iz lastninskega preoblikovanja, česar pa seveda ne moremo šteti za primarni trg. Posledice sekundarnega trga, ki služi za konsolidacijo lastništva, so vidne na primarnem trgu, ki je slabo razvit, saj ob presežni ponudbi delnic na sekundarnem trgu in posledično njihovih nizkih cenah ne prihaja do dodatnega financiranja podjetij z izdajo novih delnic.

Ne smemo pozabiti, da obstajajo poleg nizke cene delnic in nelikvidnosti na sekundarnem trgu še druge ovire, ki podjetjem onemogočajo financiranje z izdajo delnic. Ena od teh ovir so vsekakor visoki stroški izdaje novih delnic v primerjavi z drugimi viri financiranja. K temu vpliva tudi dejstvo, da investicijske banke v Sloveniji praviloma ne nudijo storitve priprave novih izdaj delnic z obveznostjo odkupa, tako da izdajatelji sami nosijo vse tveganje za neuspešnost prodaje novih delnic. Številna slovenska podjetja se soočajo še z enim problemom, ki prav tako izvira iz načina lastninskega preoblikovanja. Kljub morebitni potrebi po dokapitalizaciji podjetja

⁵⁴ Prednosti in slabosti financiranja podjetja z različnimi vrstami lastniškega kapitala so opisane v poglavju 2.3.1.1..

(izdaji novih delnic), obstoječi lastniki nimajo dovolj finančnih sredstev za financiranje podjetja, hkrati pa ne želijo izgubiti svojega relativnega deleža lastništva v tem podjetju.

Realno gledano ni pričakovati, da bi trg delnic poslal pomemben vir financiranja podjetij, kajti tudi v državah z najrazvitejšim trgom kapitala le manjši del potrebnih finančnih virov pride v podjetja preko trga delnic. Še posebej je to značilno za države kontinentalne Evrope, ki spadajo med tako imenovana bančna gospodarstva. Čeprav so v Sloveniji le redka podjetja sposobna financirati svoje projekte z lastnim kapitalom, se v primeru potrebe po dodatnih sredstvih podjetja praviloma obračajo na banke, pri čemer je temeljni posel financiranja posojilo na podlagi zastave nepremičnin.

Osnovni pogoj, da podjetja začnejo razmišljati o financiranju z izdajo novih delnic, je končana konsolidacija lastništva. Za financiranje z izdajo novih delnic so primerna predvsem večja, dobro stoječa podjetja, ki potrebujejo finančna sredstva za hitro rast (širitev poslovanja z odpiranjem novih poslovnih enot ali nakupa konkurenčnih podjetij⁵⁵) ter ob tem dosegajo zgornjo mejo sprejemljive zadolženosti ali pa imajo že izkoriščene kreditne linije pri bankah⁵⁶. Če kontrolni lastniki podjetja ne bodo imeli dovolj finančnih sredstev za nakup novih delnic, bodo morali poiskali strateške investitorje (in se sprijazniti z zmanjšanjem svojega deleža lastništva ob izdaji novih delnic). V tem primeru je realno pričakovati, da bo strateški investitor na podlagi dokapitalizacije in odkupa dela obstoječih delnic od drugih lastnikov poskušal postati večinski lastnik podjetja in nato mogoče celo umakniti delnice iz organiziranega trga.

5.2.2. Financiranje podjetij z izdajo obveznic

Pri financiranju z dolžniškim kapitalom se lahko podjetje odloča med trgom vrednostnih papirjev in drugimi oblikami, v Sloveniji predvsem bančnim financiranjem. Obveznice niso primerna alternativa posojilom za vsa podjetja. Število morebitnih izdajateljev je v primerjavi s številom vseh podjetij zelo omejeno - obveznice izdajajo predvsem največja in najboljša podjetja. V skladu s tem in z vidika dolžniškega financiranja lahko podjetja razdelimo na podjetja, ki so odvisna od bank, in podjetja z dostopom na trg obveznic. Podjetjem v prvi skupini postavljajo omejitve previsoki stroški financiranja z izdajo obveznic⁵⁷, včasih pa še možnost dostopa do alternativnih virov financiranja, in podobno.

⁵⁵ Tipičen primer je Pivovarna Laško, ki se je dokapitalizirala v letu 2001 za financiranje prevzema Radenske ter v letu 2002 za financiranje prevzema Pivovarne Union.

⁵⁶ Eno od takšnih podjetij je lahko Mercator, kjer bo njegova nadaljnja hitra rast najverjetneje zahtevala tudi dodaten lastniški kapital.

⁵⁷ Najpomembnejša razloga za to sta obstoj informacijske asimetrije in problem zastojkarstva («free rider» problem), zaradi katerih so banke učinkovitejše pri financiranju podjetij, ker potencialni investitorji nimajo dovolj podatkov o poslovanju potencialnih izdajateljev, oziroma bi jim njihovo

Financiranje z izdajo obveznic v zadnjem času razmeroma uspešno uporabljajo država in banke, medtem ko ostali izdajatelji iz podjetniškega sektorja niso tako dejavni. Razlogi za prevlado bank in finančnih organizacij na trgu obveznic so boljše poznavanje finančnega trga in večje potrebe po dolgoročnem dolžniškem kapitalu.

Dosedanje izdaje nebančnih obveznic, ki so jih izdala podjetja, ki jih ni mogoče šteti v finančni sektor, so bile namenjene za financiranje nakupa poslovnega deleža (Autocommerce d.d. - 1. izdaja), prestrukturiranje virov sredstev z znižanjem osnovnega kapitala družbe (BTC d.d. - 1. Izdaja in Nama d.d.), financiranje razvojnih programov (BTC d.d. - 2. izdaja), sanacija podjetja v kombinaciji z novo investicijo (Hoteli Bernardin d.d.) ter tekoče financiranje dejavnosti (Si.mobil d.d.).

Financiranje z izdajo obveznic je lahko zelo primerno za največja slovenska podjetja z dobro boniteto in primernim premoženjem za zavarovanje, predvsem preko relativno velikega zneska izdaje in z relativno dolgo ročnostjo. Razlogov, zakaj temu ni tako, je več. Velika slabost trga obveznic je pomanjkanje standardizacije lastnosti obveznic ter odsotnost krivulje netveganih vrednostnih papirjev in »ratinga« izdajateljev, ki potencialnim investitorjem otežuje analizo ter s tem povečuje transakcijske stroške in znižuje likvidnost. Poleg tega le redke investicijske banke nudijo storitev odkupa vrednostnih papirjev v primeru neuspešnosti prodaje, tako da potencialni izdajatelj nima jamstva, da bo obveznice uspešno prodal.

Potrebno je poudariti, da prevlada bank pri financiranju podjetij slabo vpliva na trg vrednostnih papirjev. Banke v boju za tržni delež zelo ugodno kreditirajo⁵⁸ prav največja podjetja, ki bi lahko bila morebitni izdajatelji obveznic. Izračuni stroškov na podlagi podanih ponudb bank kažejo, da je za povprečno podjetje zadolževanje (v višini obstoječe še neizkoriščene kreditne linije pri banki, s katero sodeluje) preko primarne izdaje obveznic, ki jo organizira in izpelje banka, ki prevzame tudi vse tveganje prodaje, v povprečju dražje od zadolžitve s posojilom iste banke⁵⁹.

Kljub temu obstajajo možnosti za izdaje podjetniških obveznic, saj podjetja potrebujejo dolg z daljšo ročnostjo, kot je ročnost bančnih posojil, banke ugotavljajo prednosti neobrestnih prihodkov investicijskega bančništva ter širijo svojo ponudbo storitev podjetjem, hkrati pa na slovenskem trgu obstajajo investitorji, ki so pripravljeni kupiti obveznice velikih podjetij. Res pa je, da je pri primarni izdaji obveznic potrebna ekonomija obsega, ki jo majhna podjetja ne morejo doseči.

spremljanje povzročilo previsoke stroške. Prav tako imajo manjše izdaje (predvsem s strani manjših podjetij, ki so še posebej odvisna od bank) relativno višje stroške v primerjavi z večjimi izdajami obveznic.

⁵⁸ V posameznih primerih so banke svojim najboljšim komitentom nudile posojila po podobni obrestni meri, po kateri se je z izdajo obveznic v tistem trenutku zadolževala država.

⁵⁹ Prikaz tega je razviden v poglavju 5.3.3.3..

5.3. Primerjava dolžniškega financiranja z vrednostnimi papirji in posojilom

Kot sem že omenil, spada Slovenija med tako imenovana bančna gospodarstva, kjer se podjetja financirajo predvsem preko bank in manj z izdajami vrednostnih papirjev. Če pogledamo deleže financiranja podjetij z bančnimi posojili in jih primerjamo z izdajami vrednostnih papirjev v preteklih letih, lahko ugotovimo, da je slovenski trg vrednostnih papirjev relativno slabo razvit.

V tabeli 13 prikazujem približno primerjavo med financiranjem podjetij z bančnimi posojili in vrednostnimi papirji. Podatke o zmanjšanju ali povečanju posameznih vrst bančnih posojil sem izračunal iz terjatev poslovnih bank do podjetij in drugih komitentov, ki jih objavlja Banka Slovenije. Pri tem sem upošteval tudi kratkoročna posojila bank, ki predstavljajo pri financiranju slovenskih podjetij pomemben delež. Pri izdajah dolžniških vrednostnih papirjih (primarni trg vrednostnih papirjev, ki so bili uvrščeni na organiziran trg) nisem upošteval bančnih izdajateljev, Republike Slovenije in Banke Slovenije ter zanemaril odplačilo glavnice.

Tabela 13: Pregled dolžniškega financiranja slovenskih podjetij v letih 1997-2001 (v mio SIT)

Leto	BANČNA POSOJILA				VRED. PAPIRJI		Skupaj	
	Tolarska		V tuji valuti	Skupaj posojila	Delež v %	Dolžniški vred. pap.		Delež v %
	Kratkoročna	Dolgoročna						
1997	26.125	40.058	-5.635	60.548	95,2%	3.079	4,8%	63.627
1998	61.332	46.592	34.569	142.493	98,6%	2.000	1,4%	144.493
1999	52.707	-293	54.413	106.827	95,6%	4.878	4,4%	111.705
2000	75.952	20.717	66.876	163.545	98,2%	3.034	1,8%	166.579
2001	84.621	57.761	78.192	220.574	100,0%	0	0,0%	220.574
Skupaj	300.737	164.835	228.415	693.987	98,2%	12.991	1,8%	706.978

Vir: Lastni izračun (podatki Biltena Banke Slovenije in Agencije za trg vrednostnih papirjev).

Iz tabele je razvidno, da so dolžniški vrednostnimi papirji v letih od 1997 do 2001 predstavljali le manjši delež (v povprečju 1,8 odstotka) celotnega dolžniškega financiranja podjetij. Ob upoštevanju še manj razvitega primarnega trga delnic je moč pritrditi prej napisani trditvi o relativni nerazvitosti slovenskega trga vrednostnih papirjev ter uvrstitvi Slovenije med tako imenovana bančna gospodarstva.

5.3.1. Osnovne značilnosti bančnih posojil v primerjavi z vrednostnimi papirji

Pri trgu posojil gre za kreditni⁶⁰ odnos med posojilojemalcem (v našem primeru podjetjem) in posojilodajalcem (v našem primeru banko), ki je za razliko od trga vrednostnih papirjev bilateralen in se ne izraža z vrednostnimi papirji. Način prenosa finančnih presežkov je bolj zapleten, kot prenos s pomočjo vrednostnih papirjev, saj je odnos med posojilojemalcem in posojilodajalcem urejen s pogodbo, kar otežuje prenosljivost te naložbe. Zato posojila nimajo razvitega sekundarnega trga, njihova morebitna prodaja pred dospeljem pa je povezana z večjimi stroški kot pri prenosu vrednostnih papirjev.

Bilateralen kreditni odnos med posojilojemalcem in posojilodajalcem pomeni, da imajo posojilojemalci večje posamične upnike kot v primeru financiranja z izdajo vrednostnih papirjev. S strani posojilodajalca to pomeni večji upniški vpliv na podjetje ter izpostavljenost večjemu kreditnemu tveganju. Zato mora podjetje, preden dobi posojilo oziroma potrebna finančna sredstva, svoji poslovni banki dokazati, da je vredno zaupanja - da bo plačilo obresti in glavnice opravljalo pravočasno in v celotnem znesku. V ta namen mora podjetje predložiti vse dokumente, ki jih banka potrebuje za oceno bonitete oziroma kreditne sposobnosti podjetja. Za preprečitev tveganj, ki jih prevzame ob odobritvi posojila, banka sprejme posebne ukrepe, ki se s skupnim imenom imenujejo zavarovanje posojila. Sem sodijo ocena kreditne sposobnosti, limitiranje posojila, nadziranje posojila ter razne oblike zavarovanj.

Pogoji in cena posojila so odvisni od bonitete komitenta, kreditne sposobnosti, ocene predračunske vrednostni investicije, komitentovega poslovnega sodelovanja z banko, oblike zavarovanj, odplačilne dobe posojila, obsega naložbe, namena uporabe, tveganosti posojila ter od virov sredstev banke. Višina posojila pa je odvisna tudi od plačilne sposobnosti, finančne discipline, obsega premoženja, tržnega položaja in strategije podjetja.

Kratkoročna posojila so namenjena predvsem za gibljiva sredstva in za pokrivanje likvidnostnih težav, dolgoročna posojila z daljšim rokom odplačila od enega leta pa za investicije. Namensko jih lahko razdelimo v dve skupini: za trajna obratna sredstva in za vlaganje v osnovna sredstva.

5.3.2. Prednosti in slabosti financiranja z izdajo obveznic

Dolgoročno dolžniško financiranje podjetja z izdajo obveznic ima določene prednosti v primerjavi z bančnim posojilom.

⁶⁰ Ločnica med pojmom kredit in posojilo je pogosto zamegljena. Izraz kredit pomeni dolžniško-upniško razmerje, zasnovano na pravici razpolaganja z denarjem ali kako drugo stvarjo (npr. vrednostnim papirjem), ki jo odstopi upnik dolžniku za določen čas in po določenih pogojih. Posojilo

Obveznice omogočajo podjetju ugodnejše servisiranje dolga ter pridobitev ugodnejših finančnih virov:

- Obveznice omogočajo pridobitev večjih zneskov, ne glede na bančne limite glede kreditiranja posameznih podjetij;
- Obveznice ponujajo možnost pridobitve finančnih virov z daljšo ročnostjo (10 ali več let). Bančna posojila so praviloma krajše ročnosti (večinoma do 7 let);
- Podjetje ima možnost kasnejšega odplačila glavnice (večletni moratorij na začetek odplačevanja glavnice ali odplačilo celotne glavnice ob zapadlosti obveznice) kot v primeru posojila;
- Obveznosti iz obveznic zapadejo praviloma letno ali polletno, kar omogoča podjetju boljše likvidnost. V primeru posojila banka določi kreditne pogoje, praviloma pa gre za mesečno ali četrtletno odplačevanje obveznosti;
- Dolg je razpršen med večje število upnikov (t.j. imetnikov obveznic) z relativno majhnim vplivom na poslovanje podjetja, kar razprši odvisnost podjetja od enega posojilodajalca. Rezultat izdaje obveznic je zmanjšanje dolžniške odvisnosti podjetja od bank;
- Gre za financiranje s fiksno obrestno mero. Podjetje ima svoje bodoče obveznosti fiksno določene brez tveganja spremenljivosti obrestne mere. V primeru financiranja s posojilom se običajno obrestne mere spreminjajo v skladu s spremembo sklepa o obrestnih merah banke;
- Načeloma ni potrebno posebno zavarovanje, kajti izdajatelj za izplačilo obveznosti jamči z vsem svojim premoženjem. V primeru dolgoročnega financiranja z bančnim posojilom je neka oblika zavarovanja skoraj neizogibna;
- Prednost obveznic pred posojilom je tudi v tem, da zaradi poslabšanja finančnih kazalnikov podjetja upniki ne morejo zahtevati predčasnega vračila sredstev. Pri posojilih je to običajna praksa;
- V primeru financiranja z zamenljivimi obveznicami ima podjetje možnost zamenjave dolžniškega v lastniški vir;
- Nakupna («call») opcija pri obveznicah omogoča podjetju odkup lastnega dolga na sekundarnem trgu po nižji ceni⁶¹;
- Ob primerni velikosti in daljši ročnosti obveznic je zadolževanje z obveznicami lahko relativno cenejše kot v primeru posojil.

Omenil sem, da je glavna prednost vrednostnih papirjev za investitorje v tem, da je vrednostni papir likviden instrument, ki ga imetnik lahko še pred zapadlostjo proda

je ožji pojem, povezan z denarjem. Zato je pravilneje, da se pri kreditiranju, kjer gre za bančno posojanje denarja podjetjem, uporablja pojem posojilo.

⁶¹ V primeru nakupne opcije lahko izdajatelj odkupi obveznice od imetnikov po vnaprej dogovorjeni ceni. V primeru visoke tržne cene obveznic na sekundarnem trgu (in nižje zahtevane stopnje donosnosti od kuponske obrestne mere) izdajatelj ponavadi to opcijo realizira ter se refinancira z izdajo novih obveznic pod ugodnejšimi pogoji (svoj relativno dražji dolg zamenja za relativno cenejšega).

na sekundarnem trgu. Prav tako ponuja uvrstitev obveznic na organiziran trg vrednostnih papirjev nekatere prednosti tudi podjetju:

- Glede na razmere na sekundarnem trgu lahko podjetje izvaja različne akcije: ko tržna cena obveznic na sekundarnem trgu pada, lahko podjetje zmanjšuje svoj dolg z nakupom obveznic, ko pa tržna cena raste, se lahko cenejše zadolži z novo emisijo obveznic;
- Podjetje pridobi dostop do široke baze investorjev, kar mu omogoča uspešno prodajo tudi naslednjih izdaj vrednostnih papirjev (tako obveznic kot delnic);
- Izdajatelj postane javno podjetje, znana je tržna vrednost dolga, z vrednostnimi papirji se trguje preko organiziranega trga z znanimi pravili trgovanja (kar pomeni za investitorje večjo zaščito pred manipulacijami), podjetje lažje pridobiva nova sredstva, postane znano na trgu kapitala ter poveča svoj ugled v javnosti⁶².

Seveda ima financiranje z izdajo obveznic tudi nekatere slabosti v primerjavi z bančnim posojilom:

- Cena, po kateri bo obveznica prodana na primarnem trgu, je ponavadi negotova, saj je odvisna od delovanj tržnega mehanizma. Prav tako obstaja možnost neuspešne prodaje obveznic na primarnem trgu, kar povzroči stroške in izgubo ugleda podjetja;
- Postopek financiranja z bančnim posojilom je precej krajši in organizacijsko enostavnejši od postopka izdaje obveznic. Za izdajo vrednostnih papirjev je potrebno specializirano znanje in redno spremljanje dogajanja na sekundarnem trgu;
- Posojilo je veliko bolj fleksibilno od obveznic ter prilagojeno potrebam podjetja glede črpanja⁶³ in odplačila. Obveznice so veliko bolj standardiziran finančni instrument od bančnega posojila;
- V primeru težav z odplačevanjem dolžniških obveznosti se podjetje lahko dogovori o restrukturiranju dolga (lahko tudi o predčasnem odplačilu) z večjim bančnim upnikom. Podjetje se lahko tudi po podpisu posojilne pogodbe z banko dogovori za spremembe, dogovarjanje z večjim številom razpršenih imetnikov obveznic pa je praktično nemogoče;
- Vsa podjetja nimajo dostopa na trg obveznic. Prav tako financiranje z obveznicami ni primerno za relativno manjše izdaje in krajše ročnosti;

⁶² Ko je podjetje pridobilo dovoljenje za uvrstitev na organiziran trg, je moralo izpolniti pogoje glede javne predstavitve svojega poslovanja v prospektu. Za vse potencialne investitorje je to znak, da je vložek v podjetje bolj pregledna, likvidna in varna naložba, kot če se z njim trguje izven organiziranega trga. S predstavitvijo podjetja v javnosti se poveča medijska pozornost, saj uvrstitvi obveznice na organiziran trg sledi redno objavlanje njenega tečaja, navajanje imena izdajatelja in obveznice v medijih, kar pomeni odmevno in brezplačno reklamo. Povečanje zanimanja javnosti lahko pomeni za podjetje prednost pred konkurenco. Njegovi kupci, dobavitelji, drugi kooperanti in potencialni partnerji lahko finančno investirajo v vrednostne papirje podjetja ter se tako tesneje povežejo s podjetjem in mu omogočajo pritek novega kapitala prek novih izdaj vrednostnih papirjev.

⁶³ Kupnina od prodanih obveznic se steče naenkrat v podjetje. Podjetju, ki želi financirati določen investicijski projekt, lahko bolj ustreza postopno črpanje posojila.

- Celotni stroški postopka izdaje obveznic so v Sloveniji praviloma višji kot v primeru najema posojila;
- Potrebno je omeniti, da nekatere prej naštetih prednosti obveznic za Slovenijo ne veljajo. Tako so skoraj vsi podjetniški dolžniški vrednostni papirji zavarovani z neko obliko zavarovanja, predvsem z zastavo nepremičnin. Poleg tega nelikviden in nerazvit sekundarni trg vrednostnih papirjev ne nudi vseh naštetih prednosti uvrstitve obveznic na organiziran trg;
- Z uvrstitvijo obveznic na organiziran trg mora podjetje prevzeti vse obveznosti glede obveščanja javnosti in razkrivanja vseh pomembnejših podatkov o svojem poslovanju in finančnem stanju.

5.3.3. Primerjava stroškov dolžniškega financiranja podjetja

5.3.3.1. Stroški izdaje obveznic

Posamezne stroške, povezane z izdajo obveznic, sem navedel že v poglavju 4.6.. Prav tako sem omenil, da se sistemski stroški izdaje obveznic (ATVP, KDD, borza) sorazmerno zmanjšujejo z večanjem nominalne vrednosti izdaje obveznic in da je tarifa KDD relativno nižja za obveznice z daljšim rokom do zapadlosti.

Tabela 14 prikazuje najnižje in najvišje ocenjene stroške, ki jih lahko pričakuje podjetje pri izdaji obveznic v Sloveniji. Prikazani so skupni stroški izdaje in relativni stroški glede na nominalno vrednost izdaje obveznic ene milijarde tolarjev (najmanjša še primerna velikost izdaje obveznic v Sloveniji), pet milijard tolarjev (večje izdaje obveznic v Sloveniji) in deset milijard tolarjev⁶⁴.

⁶⁴ Največja izdaja podjetniških obveznic v Sloveniji do leta 2002 je bila izdaja obveznic družbe BTC, druge izdaje (BTC2), v nominalni vrednosti 40 mio EUR (obveznica z valutno klavzulo), ki je bila izvedena preko postopka nejavne ponudbe ter s kasnejšo pridobitvijo dovoljenja za organizirano trgovanje (obveznica v tem trenutku še ni uvrščena na organiziran trg). V trenutku vpisa in vplačila je nominalna vrednost obveznice BTC2 znašala 8,6 milijard tolarjev.

Tabela14: Stroški pri izdaji podjetniških obveznic v Sloveniji⁶⁵ (v SIT)

Vrsta stroška	Nominalna vrednost izdaje		
	1.000.000.000 SIT	5.000.000.000 SIT	10.000.000.000 SIT
KDD	3.603.600	11.523.600	14.523.600
Agencija	1.500.000-1.550.000	1.500.000-1.550.000	1.500.000-1.550.000
Borza	0-4.792.964	0-9.482.293	0-11.140.399
Investicijska banka	2.500.000-10.000.000	2.500.000-50.000.000	2.500.000-100.000.000
Plačilni agent	700.000-2.100.000	700.000-2.100.000	700.000-2.100.000
Oglasi v časopisu	500.000-2.000.000	500.000-2.000.000	500.000-2.000.000
Prospekt	200.000-1.000.000	200.000-1.000.000	200.000-1.000.000
Trženje	100.000-1.000.000	100.000-1.000.000	100.000-1.000.000
Skupaj	9.103.600-26.112.216	17.023.600-79.338.606	20.023.600-134.130.002
V % od nominalne vrednosti izdaje	0,91%-2,61%	0,34%-1,59%	0,20%-1,34%

Vir: Lastni izračun.

Pri najnižjih ocenjenih stroških sem predpostavil izdajo obveznic preko nejavne ponudbe, s kasnejšo pridobitvijo dovoljenja za organizirano trgovanje ter uvrstitvijo na prosti trg Ljubljanske borze. V tem primeru je potrebna samo ena javna objava oglasa v časopisu. V primeru javne ponudbe obveznic je potrebno pridobiti odločbo Agencije o uspešnosti javne prodaje obveznic ter objaviti najmanj dva oglasa v časopisu. Prav tako je potrebno upoštevati, da ima lahko oglas v časopisu drugačno ceno, glede na velikost in stran objave. V primeru, da podjetje uvrsti obveznico v uradno borzno kotacijo, je to povezano s stroški borze in dodatno objavo oglasa v časopisu. Prav tako so običajno v primeru javne ponudbe in večjega števila imetnikov večji stroški plačilnega agenta⁶⁶.

Stroški investicijske banke so najnižji v primeru, ko investicijska banka izvede za izdajatelja samo pravno-formalna in administrativna dela, vključno s postavitvijo vpisnega mesta ter sprejemanjem vplačil, izdajatelj pa sam določi obliko in vsebino obveznic ter najde kupce zanj, najvišji pa so stroški v primeru, ko investicijska banka prevzame celotno tveganje za uspešnost izdaje obveznic⁶⁷.

⁶⁵ Stroškov investicijske banke in plačilnega agenta ne bi bilo v primeru izdaje bančnih in državnih obveznic. Ostali izdajatelji bi najverjetneje uporabili storitve borzno posredniške družbe ali banke, ki ima dovoljenje za opravljanje poslov z vrednostnimi papirji, za izvedbo prve prodaje obveznic. Med naštetimi stroški niso omenjeni stroški morebitnega zavarovanja obveznic (stroški notarja in zemljiške knjige pri zavarovanju z zastavno pravico na nepremičninah, ali stroški pridobitve garancije).

⁶⁶ Pri izračunu stroškov borze in plačilnega agenta sem predpostavil, da ima obveznica ročnost sedem let ter polletno izplačevanje obveznosti. Pri stroških plačilnega prometa sem predpostavil 1.000 tolarjev na posameznega imetnika obveznic ob izplačilu obveznosti ter povprečje 50 imetnikov v primeru nejavne ponudbe s kasnejšo pridobitvijo dovoljenja za organizirano trgovanje oziroma 150 imetnikov v primeru javne ponudbe.

⁶⁷ V prvem primeru sem predpostavil fiksni znesek nadomestila investicijske banke, v primeru prevzema celotnega tveganja uspešnosti izdaje pa nadomestilo v višini enega odstotka nominalne vrednosti izdaje obveznic.

Omenil sem tudi že, da se lahko stroški prospekta in trženja zelo razlikujejo. Stroški trženja so večji v primeru »označevanja« vpisnega mesta (tiskanje posebnih brošur, plakatov in podobno), nisem pa upošteval stroškov posebnih trženjskih akcij (kot so oglaševanje v različnih medijih) v primeru javne ponudbe obveznic, ki lahko stroške trženja dvignejo neracionalno visoko.

Za razliko od razvitih trgov obveznic, izdajatelji v Sloveniji niso obremenjeni s stroški ocene kreditnega tveganja, dodatnimi pravnimi stroški in stroški računovodskih poročil, prav tako pa imajo bistveno manjše stroške predstavitev investitorjem.

Iz tabele lahko ugotovim, da so stroški izdaje obveznic v znesku ene milijarde tolarjev relativno visoki, s povečevanjem izdaje pa relativno hitro padejo. V primerjavi z stroški izdaje nizko tveganih podjetniških obveznic v ZDA v letih 1990 – 1994 (Lee, Lochhead, Ritter in Zhao, 1996, str. 66) je moč ugotoviti, da so povprečni stroški izdaje podjetniških obveznic najboljše kvalitete v ZDA v povprečju nižji od stroškov podjetniških obveznic najboljše kvalitete v Sloveniji, a se ta razlika zmanjšuje s povečevanjem velikosti izdaje. Pri skupnem znesku izdaje pet milijard tolarjev so stroški izdaje obveznic v Sloveniji že povsem primerljivi s tistimi na razvitih trgih⁶⁸.

5.3.3.2. Stroški posojila

Kot sem že omenil, je postopek financiranja z bančnim posojilom precej krajši in organizacijsko enostavnejši od postopka izdaje obveznic. Podjetje ne potrebuje zunanjih svetovalcev kot v primeru izdaje vrednostnih papirjev, ampak se financira z bančnim posojilom pri banki, s katero ima že vzpostavljene poslovne odnose, oziroma dolgoročno sodeluje. Običajno dodeli banka vsakemu podjetju, s katerim sodeluje, tako imenovanega skrbnika (»accout officer«), ki je kontaktna oseba s podjetjem ter podjetju predstavi in priskrbi vse potrebne storitve banke. Banka tako kontinuirano spremlja podjetje ter pozna njegovo poslovanje, finančne rezultate, načrtovane investicije in podobno.

⁶⁸ Povprečni stroški izdaje nizko tveganih (visoke bonitete, a brez zavarovanja s hipoteko) podjetniških obveznic v ZDA, ki so bile izdane preko javne ponudbe in s prevzemom celotnega tveganja izdaje s strani investicijske banke (stroške je v tem primeru možno primerjati z največjimi ocenjenimi stroški izdaje slovenskih podjetniških obveznic) so pri nominalnem znesku 2-10 mio USD znašali 2,19% vrednosti izdaje (strošek prevzema tveganja investicijske banke je bil 0,58% vrednosti izdaje), pri nominalnem znesku 10-20 mio USD so znašali 1,19% vrednosti izdaje (strošek prevzema tveganja investicijske banke je bil 0,50% vrednosti izdaje), pri nominalnem znesku 20-40 mio USD so znašali 1,48% vrednosti izdaje (strošek prevzema tveganja investicijske banke je bil 0,86% vrednosti izdaje) ter pri nominalnem znesku 40-60 mio USD 0,94% vrednosti izdaje (strošek prevzema tveganja investicijske banke je bil 0,47% vrednosti izdaje). Za primerjavo naj navedem, da znaša ena milijarda tolarjev (po deviznem tečaju septembra 2002) približno 4,2 mio USD, 5 milijard tolarjev znaša približno 21,2 mio USD ter 10 milijard tolarjev približno 42,4 mio USD.

Podjetje ima manj različnih stroškov, povezanih z najemom posojila. Banka zaračunava v enkratnem znesku ob odobritvi posojila nadomestilo za obdelavo prošnje in vodenje odobrenega posojila. Nadomestilo za investicijska posojila nad enim letom do 7 let znaša po ceniku NLB (Izvilleček iz cenika NLB, april in julij 2002) od 0,25 odstotka od zneska posojila (vendar ne manj kot 30.000 tolarjev) do 1,25 odstotka od zneska posojila (vendar največ 3.000.000 tolarjev). Zneski nadomestil so izhodiščni in podlaga za pripravo individualnih ponudb.

S stroškovnega vidika pa je pomembno, ali posojilo podjetju odobri ena banka ali konzorcij oziroma sindikat, sestavljen iz več bank. Sindikat bank lahko odobri podjetju posojilo v večjem znesku⁶⁹ in z daljšo ročnostjo, kot bi lahko to odobrila posamezna banka. V primeru sindiciranega posojila banke običajno zaračunajo podjetju ločeno znesek nadomestila za obdelavo oziroma za organizacijo sindikata («management fee») ter nadomestila za agenturo («agency fee»)⁷⁰. Zneski nadomestil v primeru sindiciranega posojila so veliko manj standardizirani od navadnega posojila ene banke ter so predmet pogajanj med podjetjem posojilojemalcem in banko, ki je vodja sindikata («lead manager»).

Nadomestilo za organizacijo sindikata v povprečju znaša od 0,5 do 0,7 odstotka zneska posojila ter se plača ob odobritvi ali prvem črpanju posojila. Nadomestilo za agenturo se lahko plačuje v fiksnem letnem znesku do konca odplačila posojila (običajno znaša od 5.000 do 10.000 evrov na leto) ali pa enkratno ob prvem črpanju v višini določenega odstotka od zneska posojila⁷¹ (običajno v višini 0,10 – 0,25 odstotka od zneska posojila, vendar največ 50 milijonov tolarjev).

Tabela 15: Stroški bančnega posojila v Sloveniji (v 1.000 SIT)

Vrsta stroška	Vrednost posojila		
	1.000.000 SIT	5.000.000 SIT	10.000.000 SIT
	Navadno posojilo	Sindicirano posojilo	
Nadomestilo za obdelavo	3.000 – 7.000	25.000 - 35.000	50.000 – 70.000
Nadomestilo za agenturo ⁷²		8.050 – 16.100	8.050 – 16.100
Skupaj	3.000 – 7.000	33.050 – 51.100	58.050 – 86.100
V % od vrednosti posojila	0,30% - 0,70%	0,66% - 1,02%	0,58% - 0,86%

Vir: Lastni izračun.

⁶⁹ Kako velik znesek lahko posamezna banka posodi podjetju, je odvisno od njenih prostih kreditnih linij do tega podjetja. Posamezna banka ima lahko največjo naložbeno izpostavljenost do posameznega komitenta do višine 25 odstotkov kapitala banke.

⁷⁰ Lahko pa relativno večje nadomestilo za obdelavo služi za organizacijo sindikata in za agenturo. V tem primeru si banke v sindikatu same razdelijo nadomestilo za različne namene.

⁷¹ Fiksen znesek letnega nadomestila za agenturo je običajen v primeru sodelovanja tujih bank v sindikatu, znesek v odstotku od vrednosti posojila, plačan ob prvem črpanju, pa je praksa sindikata izključno slovenskih bank.

⁷² Pri stroških nadomestil za agenturo sindiciranega posojila sem predpostavil ročnost posojila sedem let ter fiksen znesek letnega plačila nadomestila.

Posojilo v višini ene milijarde tolarjev bo podjetju najverjetneje odobrila ena sama banka. Samo največje banke v Sloveniji lahko odobrijo podjetju posojilo v višini 5 milijard tolarjev, zato bo najverjetneje v primeru posojila v višini 5 milijard tolarjev in več ustanovljen sindikat bank posojilodajalk.

Iz tabele je razvidno, da skupni stroški posojila s povečevanjem zneska posojila padajo, pri čemer je njihov padec (če primerjamo sindicirano posojilo v višini 5 milijard in 10 milijard tolarjev) manjši kot pri povečevanju izdaje obveznic.

Enako kot pri izdaji obveznic podjetje samo krije tudi stroške zavarovanja posojila. To so običajno stroški notarja (v primeru zavarovanja posojila z zastavno pravico na nepremičninah podjetja) ali stroški pridobitve garancije. Stroški ocene bonitete podjetja, uspešnosti (donosnosti) investicije oziroma upravičenosti pridobitve posojila za ta namen ter ocene tržne vrednostni nepremičnin pa so vključeni v bančno nadomestilo za obdelavo.

5.3.3.3. Primerjava skupnih stroškov financiranja

V tabeli 16 sem primerjal stroške zadolževanja podjetja, povezane z izpeljavo postopka izdaje obveznic in najema posojila. Ob predpostavki enake oblike⁷³ obveznic in posojila so stroški izraženi kot odstotek od zneska zadolževanja ter v obliki pribitka, izraženega v bazičnih točkah na osnovno obrestno mero zadolževanja. Seštevek osnovne obrestne mere ter pribitka ostalih stroškov zadolževanja predstavlja skupen letni strošek zadolževanja podjetja («all-in-cost» oziroma interno stopnjo donosnosti oziroma efektivno obrestno mero, izraženo v odstotku na letni ravni).

V tabeli so prikazani stroški zadolževanja v znesku ene, 5 in 10 milijard tolarjev dolga, z ročnostjo 7 in 15 let. Skupne predpostavke obeh načinov zadolževanja so: linearno obrestovanje, način obrestovanja dejansko/365 dni, polletno izplačilo obresti, takojšnje črpanje celotnega zneska, celotno izplačilo glavnice ob zapadlosti dolga v primeru 7-letnega zadolževanja, oziroma 7-letni moratorij in obročno izplačevanje (16 obrokov) glavnice v primeru 15-letnega zadolževanja podjetja.

Upošteval sem najbolj verjetne stroške zadolževanja pri navedeni obliki obveznic in posojila. Predvidel sem izdajo obveznic preko nejavne ponudbe, s kasnejšo pridobitvijo dovoljenja za organizirano trgovanje ter uvrstitvijo na prosti trg

⁷³ Izbrana je enaka ročnost in znesek zadolževanja, črpanje in odplačevanja glavnice ter način izračunavanja in izplačila obresti. Izbrana oblika obveznic in posojil je v slovenski praksi že uporabljena ali verjetna v primeru bodočega zadolževanja podjetij.

Ljubljanske borze⁷⁴. Investicijska banka izvede prvo prodajo obveznic z obveznostjo odkupa obveznic, ki ne bodo prodane v prvi prodaji. Pri posojilu sem predvidel, da bo podjetje dobilo posojilo v znesku ene milijarde tolarje od ene banke (navadno posojilo), ter da se bo oblikoval sindikat bank posojilodajalk za posojilo v znesku 5 in 10 milijard tolarjev (sindicirani posojili)⁷⁵.

Tabela 16: Primerjava stroškov zadolževanja z obveznicami in posojilom

	Nominalna vrednost obveznice			Znesek posojila		
	1 mrd SIT	5 mrd SIT	10 mrd SIT	1 mrd SIT	5 mrd SIT	10 mrd SIT
				Navadno	Sindicirano posojilo	
1) Ročnost 7 let:						
V % od zneska	1,66%	1,29%	1,18%	0,60%	0,84%	0,72%
V bazičnih točkah na obrestno mero	24 b.t.	19 b.t.	17 b.t.	9 b.t.	12 b.t.	10 b.t.
2) Ročnost 15 let⁷⁶:						
V % od zneska	1,74%	1,31%	1,18%	0,60%	1,12%	0,86%
V bazičnih točkah na obrestno mero	16 b.t.	12 b.t.	11 b.t.	5 b.t.	10 b.t.	8 b.t.

Vir: Lastni izračun.

Tabela prikazuje, da se relativni stroški izdaje obveznic, izraženi v odstotku od zneska izdaje, s podaljševanjem ročnosti obveznice povečujejo samo za stroške plačilnega prometa. Pri večji nominalni vrednosti obveznic je to povečanje zanemarljivo. Relativni stroški se tudi zmanjšujejo glede na povečevanje zneska izdaje. Stroški izdaje obveznic, izraženi v bazičnih točkah na kuponsko obrestno mero obveznic, se zmanjšujejo s povečevanjem zneska izdaje ter tudi s podaljševanjem ročnosti obveznice.

V primeru sindiciranega posojila lahko ugotovimo, da se relativni stroški posojila, izraženi v odstotku od zneska posojila, povečujejo s podaljševanjem ročnosti posojila zaradi letnih stroškov agenture. Stroški posojila, izraženi v bazičnih točkah na osnovno obrestno mero posojila, se prav tako kot pri izdaji obveznic zmanjšujejo s povečevanjem zneska in s podaljševanjem ročnosti posojila.

Iz tabele je mogoče ugotoviti, da je za podjetje najcenejše (ob predpostavki enake strukture obveznic in posojila ter enake višine osnovne obrestne mere) zadolževanje z (navadnim) posojilom ene banke. Toda posamezna banka je omejena glede zneska posojila ter glede (prav tako kot tudi sindikat bank posojilodajalk) ročnosti posojila, ki ga lahko nudi podjetju. Izdaja obveznic je tako primerna za podjetje v

⁷⁴ Predvideni stroški izdaje obveznic so: KDD in Agencija po tarifi, investicijska banka en odstotek od nominalne vrednosti izdaje, plačilni agent 1.000 SIT na imetnika ob izplačilu (predpostavka 50 imetnikov ob izplačilu), prospekt 200.000 SIT ter trženje 100.000 SIT.

⁷⁵ Predvideni stroški posojila so: nadomestilo za obdelavo 0,60 odstotka od zneska posojila ter nadomestilo za agenturo pri sindiciranem posojilu 7.500 EUR letno.

⁷⁶ Potrebno je omeniti, da bi le malo slovenskih bank lahko podjetju nudilo posojilo z ročnostjo 15 let.

primeru večjih zneskov in predvsem daljše ročnosti (iz tabele je razvidno, da se stroški zadolževanja, izraženi v bazičnih točkah na osnovno obrestno mero, pri podaljševanju ročnosti relativno bolj znižajo pri obveznicah kot pri posojilu).

Seveda pa so skupni stroški zadolževanja (»all-in-cost«) podjetja, poleg stroškov, povezanih z izpeljavo postopka izdaje obveznic ali najema posojila, odvisni predvsem od osnovne obrestne mere zadolževanja.

Povprečna zahtevana donosnost do dospelja podjetniških obveznic z evro klavzulo na organiziranem trgu (vse obveznice, ki so jih izdala nefinančna podjetja v Sloveniji, so z evro klavzulo) je v drugem trimesečju 2002 znašala 5,9 odstotka letno za obveznice, ki imajo 4 leta do zapadlosti, 6,1 odstotka letno za 6-letne obveznice in 7,6 odstotka za 7-letne obveznice. Potrebno je poudariti, da zaradi nelikvidnosti sekundarnega trga tečajji teh obveznic ne izražajo tržne vrednosti dolga njihovih izdajateljev. Za primerjavo naj omenim, da je NLB v drugem trimesečju 2002 ponujala podjetjem najboljše bonitete svetovanje oziroma sodelovanje pri izdaji obveznic (izvedbo prve prodaje obveznic z obveznostjo odkupa obveznic s strani banke), in sicer je pri obveznicah z ročnostjo 10 let svetovala zahtevano donosnost 5,0 odstotkov pri tolarških obveznicah⁷⁷ ter 6,0 odstotkov pri obveznicah z evro klavzulo, pri 15-letnih obveznicah pa zahtevano donosnost 5,5 odstotkov pri tolarških obveznicah ter 6,5 odstotkov pri obveznicah z evro klavzulo.

Izhodiščne realne obrestne mere za dolgoročna tolarška posojila nad enim do 7 let so po ceniku NLB v drugem trimesečju 2002 znašale od 5,75 do 10,75 odstotka letno. Dolgoročna devizna posojila (namenjena predvsem zunanje trgovskim podjetjem za plačila v tujino) nad 3 do 7 let je banka ponujala podjetjem po fiksni izhodiščni obrestni meri za EUR (ta je takrat znašala 5,5 odstotka letno) + 2,50-3,25 odstotne točke, ali po variabilni obrestni meri za EUR (6-mesečni EURIBOR) + 2,50-3,25 odstotne točke (Izvleček iz cenika NLB, april in julij 2002). Omenil sem že, da so te cene izhodiščne in podlaga za pripravo individualnih ponudb. NLB je sama ter v okviru sindikata bank posojilodajlk v drugem trimesečju 2002 ponujala podjetjem najboljše bonitete tolarška posojila z ročnostjo od 7 do 10 let po realni obrestni meri od 5,00 do 5,50 odstotka letno⁷⁸.

Na koncu je potrebno še omeniti, da so banke v drugi polovici leta 2002 nadaljevale s trendom zniževanja pasivnih obrestnih mer, kar je privedlo tudi do znižanja osnovnih obrestnih mer zadolževanja podjetij na slovenskem finančnem trgu.

⁷⁷ Pri vseh tako imenovanih tolarških obveznicah in posojilih je potrebno poleg tukaj navedenih realnih obrestnih mer upoštevati še indeksacijo v višini TOM.

⁷⁸ Omenjene ponudbe NLB za posojilo ali sodelovanje pri izdaji obveznic v tukaj navedeni višini osnovne obrestne mere so bile namenjene podjetjem najboljše bonitete, ki bi še dodatno zavarovala svoj dolg z nepremičninami ali garancijo drugega podjetja najboljše bonitete.

6. Prihodnost slovenskega primarnega trga kapitala

6.1. Razvoj slovenskega trga kapitala

Pojavlja se vprašanje, ali ima slovenski trg kapitala sploh možnosti za svoj nadaljnji razvoj. Ribnikar na primer pravi, da posebnega slovenskega kapitalskega trga ne bo. Tudi če bodo obstajali lokalni kapitalski trgi v Evropi, bo njihov pomen precej omejen. Slovenski institucionalni investitorji bodo, zaradi razpršitve svojih naložb, vlagali predvsem v tuje vrednostne papirje. Slovenske vrednostne papirje pa bodo kupovali predvsem tuji investitorji (Ribnikar, 2000, str. 120). V tem primeru bi najverjetneje vsa večja slovenska podjetja s svojimi delnicami kotirala na tujih borzah. Po drugi strani pa Veselinovič verjame, da ima slovenski kapitalski trg še vedno nekaj možnosti za svoj razvoj (Veselinovič, 2001, str. 82).

Razvoj slovenskega finančnega trga zaostaja za razvojem slovenskega gospodarstva in za razvojem celotne države. Slovenski finančni sektor je tradicionalno bančno usmerjen sektor, kjer pomembno vlogo igrajo tudi zavarovalnice. Institucije kapitalskega trga (borzno-posredniške hiše in oddelki investicijskega bančništva v posameznih poslovnih bankah, ki imajo dovoljenje za opravljanje poslov z vrednostnimi papirji, različno oblikovani investicijski skladi in nekateri drugi institucionalni investitorji) še vedno iščejo svoje pravo mesto v okviru finančnega sektorja v Sloveniji.

Slovenski kapitalski trg je ohromljen zaradi podobnih težav, kot jih imajo tudi razvijajoči se finančni trgi drugih tranzicijskih težav, čeprav ima v primerjavi z njimi zelo razvito tehnološko infrastrukturo kapitalskega trga. Lastninska struktura slovenskih podjetij ni naklonjena razvoju kapitalskega trga. Specifično lastninsko preoblikovanje slovenskih podjetij je povzročilo ogromno javnih delniških družb, ki ne sodijo na organiziran trg kapitala, ter presežno ponudbo delnic na sekundarnem trgu, ki služi za konsolidacijo lastništva.

V prihodnjih nekaj letih v Sloveniji ne pričakujemo bistvenega povečanja primarnega trga kapitala, ki bi vzpodbudil razvoj celotnega trga kapitala. Na organiziranem trgu lahko pričakujemo uvrstitev nekaterih dodatnih delnic kot posledico privatizacije ter prehod nekaterih vrednostnih papirjev iz neorganiziranega trga (med čakajočimi sta dve največji banki, Telekom in nekatera podjetja iz elektrogospodarstva). Ob trendih prevzemov in konsolidacije na slovenskem kapitalskem trgu, ki posledično povzročajo izključitev delnic prevzetih podjetij iz organiziranega trga, bo število izdajateljcev vrednostnih papirjev na Ljubljanski borzi več ali manj stagniralo oziroma se bo zmanjševalo.

Velika rast tečajev delnic in rekordni promet na organiziranem trgu Ljubljanske borze v letu 2001 sta bila posledica procesa intenzivne konsolidacije lastništva v nekaterih javnih delniških družbah⁷⁹. Če izvzamemo posle, ki so povezani s prevzemnimi dejavnostmi, in dejstvo, da čedalje več prometa poteka s svežnji, ugotovimo, da promet na organiziranem trgu že nekaj let nezadržno pada⁸⁰ (Kleindienst, 2002, str. 18).

Poleg tega, da institucionalni investitorji v tem trenutku niso sposobni ustvariti zadostnega povpraševanja, je njihova vloga na slovenskem trgu kapitala še vedno dokaj specifična. Na trgu še vedno prevladujejo tranzicijski institucionalni posredniki (KAD, SOD in privatizacijski zaprti skladi), medtem ko klasični ali netranzicijski finančni posredniki (kot so vzajemni in pokojninski skladi) še nimajo pomembnejšega vpliva. Kljub njihovi hitri rasti in relativni donosnosti naložb v vzajemne sklade, imajo vzajemni skladi na trgu še vedno obrobno vlogo. Odlaganje s sprejetjem zakona o investicijskih družbah in družbah za upravljanje (ZISDU) je upraviteljem teh skladov dolgo preprečevalo uvajanje novih, mednarodno razpršenih in konkurenčnejših produktov. Vprašanje pa je, ali imajo družbe za upravljanje sploh dovolj znanja in večji interes za to, kajti večini se jim povsem dobro godi z upravljanjem privatizacijskih skladov.

Pokojninski skladi so šele začeli delovati, pojavlja pa se vprašanje, koliko lahko prispevajo k razvoju slovenskega trga kapitala. Najprej je težava v tem, da pokojninska reforma ni bila izvedena do konca ter vloga drugega stebra ni bila opredeljena tako odločno, kot bi bilo smiselno. Glavni problem pri vplivu na razvoj trga kapitala je naložbena strategija slovenskih pokojninskih skladov. Zakonodajalec je predpisal minimalno predpisano donosnost pokojninskih skladov glede na donosnost državnih obveznic, zato pokojninski skladi nimajo interesa za naložbe v delnice podjetij⁸¹.

Dodatna težava slovenskega trga kapitala je še vedno nedelovanje mehanizma tako imenovanega vladanja podjetjem («corporate governance»). Pri upravljanju še ni zaznati pritiska na uprave nekaterih javnih družb, ki se neprimerno vedejo do kapitalskega trga in delničarjev ter ne skrbijo za povečevanje vrednosti za lastnike.

⁷⁹ V primeru prevzemov družb SKB banke, Banke Koper in Pivovarne Union so prevzemniki plačali velike prevzemne premije. V primeru prevzema družbe Si.mobil pa so zrasle cene delnic prodajnih družb (npr. Istrabenz), ki so svež denar od prodaje vložile na kapitalski trg.

⁸⁰ Če ga pravilno merimo kot razmerje med prometom in povprečnim obsegom tržne kapitalizacije v obdobju.

⁸¹ Potrebno je omeniti, da so pokojninski skladi v tujini, ki nimajo predpisanega minimalnega donosa, relativno bolj donosni od tistih s predpisanim minimalnim donosom, hkrati pa so v tujini delnice najprimernejši finančni instrument dolgoročnega pokojninskega zavarovanja. Cilj zakonodajalca je bil, da z zagotovljenim minimalnim donosom zmanjša tveganje varčevalcev (najverjetneje zaradi relativno nerazvitega slovenskega trga kapitala in nezaupanja varčevalcev v nove oblike varčevanja), ne pa razvoj slovenskega trga kapitala ter domače lastništvo v slovenskih podjetjih.

Tako ni pričakovati, da bodo imeli manjšinski delničarji od naložb v delnice kakšne posebne dolgoročne koristi.

Eden izmed ključnih dejavnikov, ki zavira razvoj slovenskega trga kapitala, je nespodbudna in nejasna davčna politika države na področju vlaganja v vrednostne papirje. Zelo nenavadno je, da imamo visoko obdavčitev dividend in kapitalskih dobičkov za fizične osebe, hkrati pa bančne obresti niso obdavčene. Za uravnotežen razvoj finančnega trga bi morala država poskrbeti za nevtralen davčni sistem, to je izenačitev obdavčitev donosov iz varčevanja v vrednostnih papirjih z obdavčitvijo donosov iz klasičnih oblik varčevanja⁸².

Na slovenski trg kapitala bi lahko spodbudno delovalo tudi skrajšanje roka za obdavčitev kapitalskih dobičkov iz naslova vrednostnih papirjev fizičnih oseb iz treh na eno leto, pri izračunu kapitalskega dobička upoštevanje stroškov, ki so povezani z ustvarjanjem kapitalskega dobička, ter pri pogodbah o gospodarjenju ugotavljanje kapitalskega dobička v odvisnosti od dejanskega denarnega toka in ne od prenosa vrednostnih papirjev, saj stranka v sredstvi, danimi v upravljanje, v času, dogovorjenem s pogodbo, ne more razpolagati.

Nepreglednost poslov, sklenjenih mimo organiziranega trga, tudi ne povečuje zaupanja vlagateljev v trg kapitala. To, da je polovica vseh poslov z vrednostnimi papirji sklenjena mimo borze oziroma organiziranega trga, pomeni veliko škodo za preglednost trgovanja in zaščito malih investitorjev. Agencija za trg vrednostnih papirjev (oziroma zakonodajalec) bi morala ukrepati v smeri obvezne koncentracije trgovanja preko organiziranega trga (zaradi znižanja stroškov bi lahko veljalo, da bi za prijavljanje poslov, ki se zdaj odvijajo mimo trga, vlagatelji plačevali le dejanske stroške, ne pa borzne provizije), najmanj pa vsaj za sprotno poročanje in objavljane podatkov o transakcijah, opravljenih mimo organiziranega trga.

Nejasni predpisi, njihovo nespoštovanje oziroma nesankcioniranje mečejo slabo luč na celotni kapitalski trg in vse njegove institucije. K temu lahko štejemo tudi težave pri sankcioniranju trgovanja na podlagi notranjih informacij, pri prevzemih podjetij brez javnih ponudb in neprimernemu obravnavanju manjšinskih delničarjev.

K pozitivnim premikom lahko štejemo povečanje zanimanja za vprašanja, povezana s trgovanjem na podlagi cenovno občutljivih informacij. Za ta namen je potrebno še izboljšati in poostri zakonodajo, ki preprečuje trgovanje na podlagi notranjih informacij. Pozitivna novost, ki je pripomogla k preglednejšemu in hitrejšemu obveščanju javnosti, h kateremu so zavezani izdajatelji vrednostnih papirjev, je

⁸² To pomeni, da bi morala enako obdavčiti obresti na bančnih depozitih ter kapitalске dobičke in dividende, ali pa (zaradi političnega problema z obdavčitvijo bančnih obresti) v enaki meri, kot bi bile neobdavčene obresti, oprostiti davka tudi kapitalске dobičke in dividende.

uvedba elektronskega sistema Ljubljanske borze za zbiranje in nadaljnje razpošiljanje cenovno občutljivih informacij (SEOnet).

Tudi nekatere druge stvari na slovenskem trgu kapitala se obračajo na boljše. Zniževanje splošne ravni obrestnih mer v letu 2002 je vzpodbudilo zanimanje za naložbe v vrednostne papirje (v delnice in vzajemne sklade). Na slovenski trg kapitala deluje spodbudno tudi odprava omejitev za tuje vlagatelje, ki jo je Banka Slovenije sprejela sredi leta 2001.

6.2. Možnosti za prihodnji razvoj primarnega trga kapitala

Ribnikar ocenjuje, da v Sloveniji ni možnosti za razvoj učinkovitega primarnega trga kapitala, ki bi omogočal učinkovito delovanje kapitalskega trga. Lahko pričakujemo le manjše število domačih vrednostnih papirjev, ki bodo imeli dovolj veliko tržno kapitalizacijo, da bodo zanimivi za tuje institucionalne investitorje, ki bodo kupci naših vrednostnih papirjev. Ti vrednosti papirji bodo predvsem državne obveznice in pretočne obveznice na podlagi hipotekarnih posojil ter morebiti le nekaj vrednostnih papirjev domačih podjetij. Tudi na razvitih trgih kapitala se z izdajo vrednostnih papirjev financirajo predvsem velika podjetja, srednja in mala pa preko bančnega sistema. Relativno malo bo velikih slovenskih podjetij, ki bodo imela nižje stroške financiranja z izdajo vrednostnih papirjev, večina podjetij pa se bo financirala preko bank, tako domačih kot tujih (Ribnikar, 2000, str. 120, 122).

Čeprav Ljubljanska borza deluje (ob upoštevanju naštetih težav v prejšnjem poglavju) kot zelo dobro organiziran sekundarni trg vrednostnih papirjev, je potrebno opozoriti, da slovenski primarni trg ne opravlja svoje naloge. Obseg slovenskega varčevanja je relativno velik, vendar je to varčevanje hkrati tudi precej kratkoročno (predvsem v obliki različnih bančnih vlog), tako da nefinančna podjetja na primarnem trgu kapitala ne morejo priti do svežega kapitala v zadostni meri. Premalo razvit primarni trg uporabljajo za svoje potrebe le država, centralna banka in finančni sektor. Glede na to, da sta država in centralna banka v zadnjih letih ponujali na trgu relativno privlačne in varne finančne instrumente, lahko ugotovimo, da smo se na slovenskem trgu srečevali z učinkom izrinjanja (tako imenovani »crowding out« učinek) poslovnih financ.

Po mojem mnenju ni pričakovati, da bi primarni trg delnic postal pomemben vir financiranja slovenskih podjetij. Financiranje podjetij z izdajo novih delnic bo primerno za dobra, hitro rastoča in relativno visoko zadolžena podjetja, prav tako tudi za financiranje prevzemov. Osnovni pogoj za takšen način financiranja je končana konsolidacija lastništva v podjetjih, ki bo prinesla znane, večinske lastnike, ki bodo aktivno upravljali podjetje ter zmogli in hoteli prispevati nova finančna sredstva za njihov nadaljnji razvoj.

Tako lahko po končani konsolidaciji lastništva pričakujemo, da se bodo nekatera podjetja financirala z izdajo novih delnic, pri čemer ni pričakovati, da bi to potekalo preko javnega primarnega trga delnic, ampak preko zaprte prodaje novih delnic, ki bodo ponujene obstoječim lastnikom ter strateškim partnerjem podjetja. V kolikor gre pri tem za javna podjetja, ki že imajo delnice na organiziranem trgu, bodo le-ta z novimi delnicami razširila tržno kapitalizacijo.

Na primarnem trgu obveznic lahko v prihodnosti, poleg izdaj s strani države in bank, pričakujemo tudi večje število izdaj s strani največjih slovenskih podjetij. Po mojem mnenju čaka primarni trg podjetniških obveznic (za razliko od primarnega trga delnic) svetlejša prihodnost, razlogi za to pa so vsaj trije.

Podjetja bodo izkazovala vedno večje potrebe po virih daljše ročnosti in večjega obsega, ki bodo presegale zmožnosti financiranja s strani posamezne banke. Zaradi svoje relativne majhnosti imajo slovenske banke, ob predpisanih omejitvah izpostavljenosti, hitro zapolnjene kreditne limite do posameznega komitenta, oziroma se mora komitent za financiranje večjih projektov zadolžiti pri več bankah. Nadalje imajo banke, ob neugodni strukturi ročnosti svojih virov in naložb, omejitve pri zagotavljanju dolgoročnih sredstev podjetjem. Tako bodo podjetja vedno bolj uporabljala izdaje obveznic kot alternativo bančnemu financiranju⁸³.

Po drugi strani se banke zavedajo prednosti širitve ponudbe svojih storitev in pridobivanja neobrestnih prihodkov iz naslova storitev svetovanja in izvedbe prve prodaje vrednostnih papirjev brez ali z obveznostjo odkupa («underwriting»). Če banka uspešno izvede prvo prodajo in proda vrednostne papirje podjetja drugim investitorjem, ji poleg zaslužene provizije ostanejo tudi proste kreditne linije, ki ji omogočajo tekoče financiranje potreb podjetja tudi v bodoče.

Verjetno najpomembnejši razlog za razvoj trga pa je ta, da obstaja stabilno povpraševanje institucionalnih investitorjev po podjetniških obveznicah. Nekateri institucionalni investitorji imajo dolgoročne obveznosti (zavarovalnice življenjskega zavarovanja, pokojninski skladi, SOD), zaradi česar iščejo relativno varne dolgoročne naložbe. Poleg tega imajo institucionalni investitorji svoje naložbe predvsem v različnih vrednostnih papirjih, in ne v danih dolgoročnih posojilih ali bančnih depozitih.

Po pričakovanju bodo imeli slovenski institucionalni investitorji na voljo precej sredstev za naložbe v podjetniške obveznice. V primeru majhnega števila izdaj podjetniških obveznic v Sloveniji je pričakovati, da bodo morali slovenski

⁸³ Predvsem pri financiranju projekta, ki zahteva več sredstev ter z daljšo ročnostjo, kot jih lahko priskrbi posamezna banka, je lahko izdaja obveznic zaprtemu krogu investitorjev preko nejavne ponudbe, s kasnejšo pridobitvijo dovoljenja ATVP in uvrstitvijo na organiziran trg, tudi s cenovnega vidika uspešna alternativa bančnemu sindiciranemu posojilu (kot je prikazano v poglavju 5.3.3.3.).

institucionalni investitorji investirati sredstva za naložbe v podjetniške obveznice tudi na tuje trge kapitala, ne samo zaradi razpršitve svojega premoženja, ampak tudi zaradi pomanjkanja takšnih investicijskih priložnosti na slovenskem trgu kapitala.

Najpomembnejši institucionalni investitorji v podjetniške obveznice bodo zavarovalnice, vzajemni skladi in pokojninski skladi⁸⁴. Zavarovalnice, za katere obveznice predstavljajo zelo primerno naložbo, še ne dosegajo predpisanih limitov glede naložb v vrednostne papirje. Po napovedih nekaterih projekcij se bo obseg naložb zavarovalnic v prihodnjih letih celo podvojil. Vzajemni skladi so po svojem namenu in obliki izraziti investitorji v obveznice (odvisno od investicijske politike posameznega sklada). Čeprav so bili do sedaj slovenski vzajemni skladi še relativno majhen investitor v obveznice, je glede na njihov razvoj v zadnjem času (velika rast sredstev v vzajemne sklade v zadnjem letu ter ureditev regulative v njihovo korist – sprejem novega ZISDU) pričakovati, da bodo tudi vzajemni skladi pomemben investitor v obveznice. Pokojninski skladi, ki bodo imeli vedno več prostih naložbenih sredstev, bodo imeli prevladujoči del premoženja v relativno varnih naložbah, tudi podjetniških obveznicah⁸⁵.

Poleg že omenjenih institucionalnih investitorjev ne smemo pozabiti tudi na investicijske družbe in (morebitne) vzajemne sklade, ki se bodo preoblikovali iz PID-ov, ter na KAD in SOD, ki se pojavljata kot potencialni investitor v obveznice tistih podjetij, v katerih že imata lastniški delež⁸⁶. Bankam, ki so že sedaj med največjimi investitorji v podjetniške obveznice, pomeni tovrstna naložba (enako kot posojilo) odbitno postavko od davka na bilančno vsoto, prav tako je takšna naložba (zaradi večje likvidnosti obveznic) bolj fleksibilna v primerjavi s posojilom.

Dodatne možnosti za razvoj primarnega trga obveznic (ne samo podjetniških) se ponujajo tudi pri izdajah obveznic za financiranje stanovanjske gradnje (na bodoči razvoj primarnega trga obveznic bo vsekakor vplival načrtovan razvoj hipotekarnega bančništva v Sloveniji in nastanek pravih hipotekarnih obveznic) ter za financiranje prevzemov (podjetje lahko uporabi izdajo obveznic kot vir sredstev za financiranje načrtovanega prevzema drugega podjetja ali pa jih ponudi v postopku prevzema kot nadomestne vrednostne papirje pri javni ponudbi za odkup delnic drugega podjetja).

⁸⁴ Poleg slovenskih institucionalnih investitorjev bodo kupci slovenskih vrednostnih papirjev (ne samo podjetniških obveznic) tudi nekateri tuji institucionalni investitorji, toda ni pričakovati, da bi le-ti izboljšali likvidnost in omogočili hitrejši razvoj celotnega slovenskega trga kapitala.

⁸⁵ S pomočjo opredelitev naložbene sestave pokojninskih skladov, ki so jih v svojih pokojninskih načrtih opredelili posamezni izvajalci, lahko predvidimo njihov povprečni naložbeni portfelj: 40-50 odstotkov obveznice, okoli 20 odstotkov delnice, 10-15 odstotkov investicijski kuponi vzajemnih skladov ali delnice investicijskih družb, 10-15 odstotkov bančni depoziti, največ 10 odstotkov pa skupaj nepremičnine, hipotekarna posojila in gotovina.

⁸⁶ Znano je, da sta KAD in SOD podjetjem, v katerih imata lastniške deleže, večkrat dala vedeti, da jih ne moreta dodatno dolžniško financirati s posojili, ampak sta pripravljena kupiti del morebitne nove izdaje obveznic le-teh podjetij.

Ostali možni motivi za posamezne izdaje obveznic (zaradi katerih pa najverjetneje ni pričakovati razvoja primarnega trga obveznic) so tudi zniževanje osnovnega kapitala podjetja z istočasno izdajo obveznic, ki je v predvsem namenjena obstoječim delničarjem (prednosti za delničarje so predvsem davčne, tak motiv izdaje pa je smiseln predvsem v podjetjih, kjer obstaja močna koncentracija lastništva ter so prekapitalizirana), listinjenje (ostalega) bančnega premoženja (poleg hipotekarnih posojil) ter začetno financiranje podjetij preko tako imenovanega tveganega kapitala, ki lahko vsebuje nezavarovane, visoke tvegane in donosne obveznice (»junk bonds«), ali pa zamenljive obveznice.

6.2.1. Hipotekarne obveznice

Hipotekarne obveznice se pravno definirajo kot dolgoročni dolžniški vrednostni papirji, pri katerih se ob izdaji določa jamstvo za poplačilo v obliki zastavne pravice na nepremičnini, iz katere se lahko imetniki obveznic poplačajo za morebitno neplačan del obresti in glavnice iz obveznic. Hipotekarna obveznica je tesno povezana s hipotekarnim posojilom. Hipotekarno posojilo, ki ga najame fizična oseba, je dolgoročno posojilo, namenjeno za nakup, gradnjo ali prenovo nepremičnin. Posojilo je zavarovano z zastavo nepremičnine, s katero posojilojemalec že razpolaga ali jo s sredstvi posojila kupuje in ki se vpiše v zemljiško knjigo.

Ministrstvo za finance pripravlja osnutek zakona, s katerim bodo tudi v Sloveniji uvedene hipotekarne obveznice. Cilj zakona je, da bodo banke s prodajo hipotekarnih obveznic pridobile dolgoročnejše vire ter odobraval več nepremičninskih posojil z daljšo ročnostjo⁸⁷ in nižjo obrestno mero. Tako financiranje stanovanjske gradnje z obveznicami, ki so izdane na podlagi hipotekarnih posojil, pozitivno vpliva tako na trg kapitala kot tudi na nižje stroške stanovanjskega financiranja.

V svetu obstajata dva osnovna modela hipotekarnega bančništva. Evropske države so večinoma izbrale model, kjer lahko izdajajo hipotekarne obveznice samo hipotekarne banke, ki imajo dovoljenje državnih organov. Hipotekarne banke odobravajo hipotekarna posojila, pri čemer sredstva za odobravanje posojil zbirajo izključno z izdajanjem hipotekarnih obveznic. Kupci obveznic z nakupom obveznic svoja sredstva investirajo pod relativno zelo visoko garancijo, saj so investirana sredstva v obveznice strogo namenska, ker jih lahko izdajatelj obveznic plasira le kot nadaljnja posojila, ki pa so zavarovana z zastavno pravico na nepremičnini, v katero so sredstva investirana. Zakoni namreč zelo natančno predpisujejo način poslovanja

⁸⁷ Hipotekarna posojila v državah z razvitih hipotekarnim bančništvom imajo praviloma ročnost 20-30 let ter spremenljivo obrestno mero, katere sprememba je praviloma v domeni banke. Med prebivalstvom so priljubljena predvsem zaradi različnih davčnih vzpodbud države.

teh bank, tako glede kontrole namenskega koriščenja sredstev, kot tudi glede kontrole poslovanja izdajateljcev obveznic. Hipotekarne banke so lahko organizirane kot specializirane organizacije (Nemčija, Danska, med tranzicijskimi državami Madžarska in Poljska), ali pa v okviru univerzalnih oziroma poslovnih bank, ki pridobijo licenco za opravljanje teh poslov (Italija, Španija, med tranzicijskimi državami Češka in Slovaška).

Model listinjenja hipotekarnih posojil z izdajo obveznic⁸⁸ je zelo razvit v ZDA. Institucije, ki odobravajo hipotekarna posojila, same ne izdajajo hipotekarnih obveznic, s katerimi bi pridobile finančne vire za odobravanje novih hipotekarnih posojil, temveč hipotekarna posojila iz svojega premoženja odprodajo tretji osebi - tako imenovanemu skrbniku (»trustee«), ki oblikuje pakete hipotekarnih posojil in na njihovo podlagi izda hipotekarne obveznice. Zaradi omejevanja tveganj v tem modelu obstajajo različne oblike državnih garancij za skrbnike, s čemer je povečano zaupanje trga, predvsem pa investitorjev v hipotekarne obveznice.

Najverjetneje bodo v Sloveniji hipotekarne obveznice izdajale hipotekarne banke, ki bodo na tej osnovi odobravale dolgoročna hipotekarna posojila. Ni še določeno, ali bodo to opravljale le specializirane hipotekarne banke, ki se bodo ukvarjale (skoraj) izključno s hipotekarnim bančništvom⁸⁹, ali pa univerzalne oziroma poslovne banke, ki bodo pridobile licenco Banke Slovenije. Govori in piše se celo o možnosti, da bi banke ustanovile skupno, osrednjo izdajateljsko enoto za hipotekarne obveznice, ki bi od vseh bank kupovala hipotekarna posojila in na tej osnovi izdajala hipotekarne obveznice⁹⁰ (ali pa bi funkcijo skrbnika prevzela državna ustanova, kot je na primer Stanovanjski sklad), kar bi bila rešitev, ki bi bila blizu ameriškemu modelu⁹¹.

Ključno vlogo pri razvoju trga hipotekarnih obveznic bi morala ponuditi država (cilja države sta pri tem lahko dva, povečanje poceni virov za hipotekarna posojila po nižji obrestni meri ter spodbuditev kapitalskega trga, ki še ne pozna hipotekarnih obveznic), na primer z različnimi oblikami jamstev za hipotekarne obveznice (kar bi znižalo tveganje in zahtevano donosnost obveznic), davčnimi vzpodbudami za

⁸⁸ O izdaji obveznic na podlagi listinjenja bančnega premoženja je več napisano v poglavju 6.2.3..

⁸⁹ Zakonodajalec je najprej želel preizkusiti možnost ustanovitve specializirane hipotekarne banke. Specializirana banka naj bi bila varnejša in bi sredstva dobivala od vlagateljev ceneje kot poslovne banke, zato bi imela tudi nižje obrestne mere. Toda zaradi majhnosti slovenskega trga in nasprotovanju poslovnih bank tej rešitvi je vprašljiva ustanovitev takšnih bank.

⁹⁰ Glavna prednost bi bila večja likvidnost na sekundarnem trgu zaradi relativno večjih izdaj hipotekarnih obveznic kot v primeru množice manjših izdaj s strani posameznih bank.

⁹¹ NLB, ki je uspešno uvedla ponudbo hipotekarnih posojil leta 1999, poudarja, da ni v njenem interesu odprodaja hipotekarnih posojil tretji osebi, ampak želi ohraniti poslovni interes s kreditojemalcem vse do končnega poplačila kredita in ga nikakor ne želi predati v roke tretji osebi. Banka predlaga uvedbo funkcije hipotekarnega bančništva v poslovne banke, ki bi pridobile licenco države oziroma centralne banke za opravljanje poslov hipotekarnega bančništva. V skladu s tem bi bilo smiselno organizirati posebne dele obstoječih poslovnih bank, ki bodo delovali po načelih poslovanja hipotekarnih bank, kot samostojno funkcijo, ki je ločena od preostalega dela banke (tako imenovan »kitajski zid«).

posojilojemalce hipotekarnih posojil (oprostitvev davka na obresti, če se le-ta uvede v Sloveniji), zakonsko opredeljeno klasifikacijo teh obveznic kot primerno naložbo določenih institucionalnih investitorjev, ter v primeru spremenljive obrestne mere posojil in obveznic določiti neko zunanjo primerno stopnjo za uravnavanje te obrestne mere (investitorji ne bodo hoteli investirati v obveznice s spremenljivo obrestno mero, katere sprememba bo v domeni bank).

Vendar so še pred uvedbo hipotekarnih obveznic potrebne določene prilagoditve obstoječe (pomanjkljive) zakonodaje na tem področju, kajti sistem hipotekarnega bančništva potrebuje urejeno in zelo razvito pravno in nadzorno infrastrukturo⁹².

6.2.2. Financiranje prevzemov z novo izdanimi vrednostnimi papirji

S konsolidacijo lastništva v Sloveniji prihaja tudi do večjega števila prevzemov podjetij. Prevzemi javnih družb v Sloveniji morajo potekati po postopku, ki je določen z zakonom o prevzemih (ZPre). V skladu z zakonom se lahko prevzem ciljne družbe opravi ne samo z denarjem, ampak tudi z vrednostnimi papirji. Prevzemnik oziroma ponudnik lahko v javni ponudbi za odkup delnic ciljne družbe kot kupnino ponudi tudi nadomestne vrednostne papirje, ki že kotirajo na borzi, ali nadomestne vrednostne papirje, ki jih bo na novo izdal (tako imenovana nadomestna ponudba za odkup⁹³). Takšna ponudba za odkup mora pri navedbi cene vsebovati natančno določeno menjalno razmerje za nadomestne vrednostne papirje.

Kot nadomestne vrednostne papirje lahko ponudnik ponudi lastniške ali dolžniške vrednostne papirje. V primeru že izdanih vrednostnih papirjev se lahko ponudijo samo delnice in obveznice, ki so že uvrščene v borzno kotacijo. Obveznosti, da se prevzem izvede samo s tržnimi vrednostnimi papirji, ni v primeru, če bo prevzemnik šele izdal vrednostne papirje zaradi prevzema, ko lahko prevzemnik ponudi tudi svoje novo izdane delnice, čeprav njegove obstoječe delnice v tem trenutku še ne kotirajo na borzi. V primeru, da gre za prevzem z vrednostnimi papirji, ki se na novo izdajajo zaradi prevzema (nove delnice oziroma obveznice), se ne uporabljajo

⁹² Predvsem zahteva zelo urejeno in ažurno zemljiško knjigo kot učinkovit registracijski sistem lastnine in hipoteke nad nepremičnino, v katerem sta jasen lastniški in hipotekarni naslov ter prioriteta hipotekarnih upnikov. Urejena mora biti zakonodaja o izvršbi in njena učinkovita implementacija v praksi, ki omogoča upniku dostop do zastavljene nepremičnine in njeno prodajo v razumnem času. Na razvitih sekundarnih hipotekarnih trgih je treba zagotoviti tudi pravno urejenost pri prenosu hipotekarnega upništva z ene osebe na drugo. Hipoteka mora biti finančni instrument, ki ga je mogoče hitro in predvsem poceni prenašati med lastniki. Stečajna zakonodaja mora hipotekarnim upnikom (imetnikom obveznic) nameniti ustrežno prednost pred drugimi upniki. Potrebna je tudi ustrezna preostala finančna zakonodaja, ki hipotekarna posojila in obveznice primerno obravnava, predvsem z vidika tveganja.

⁹³ Nadomestna ponudba je mogoča le pri tako imenovani prostovoljni ponudbi, ne pa pri obvezni ponudbi, ko je prevzemnik v nasprotju z ZPre že pridobil več kot 25 odstotkov delnic, in mora ponuditi plačilo cene samo v denarju. Nadomestna ponudba tudi ni mogoča, če gre za koncentracijo delnic, ali

določbe ZTVP-1 o javni ponudbi vrednostnih papirjev, ampak se šteje, da je Agencija za trg vrednostnih papirjev z izdajo dovoljenja za ponudbo za prevzem izdala tudi dovoljenje za javno ponudbo teh nadomestnih vrednostnih papirjev.

Prednost prevzema z novo izdanimi nadomestnimi vrednostnimi papirji je predvsem v tem, da prevzemniku ni potrebno angažirati likvidnih finančnih sredstev in drugih delov svojega premoženja za plačilo kupnine pri prevzemu ciljnega podjetja. V zameno prevzemnik odloži plačilo kupnine v prihodnost (ko izplačuje obresti in glavnico iz novo izdanih obveznic po amortizacijskem načrtu), oziroma odstopi delničarjem ciljne družbe lastniški interes v prevzemni družbi (ko izda nove delnice).

Ena od zahtev postopka prevzema je tudi v tem, da mora prevzemnik, ki plačuje z denarjem, pred prevzemom deponirati celotno kupnino⁹⁴ ali ustrezno bančno garancijo pri KDD za ves čas trajanja prevzema. Prav tako mora deponirati pri KDD nadomestne vrednostne papirje, ki so že bili izdani. Pri nadomestni ponudbi z novo izdanimi vrednostnimi papirji pa prevzemniku ni treba angažirati nobenih finančnih sredstev pred postopkom prevzema, niti v obliki jamstev, tako da ima vnaprej dodatne stroške le s pripravo prospekta za odkup, ki je obsežnejši pri ponudbi z nadomestnimi vrednostnimi papirji. Tako prevzemnik ne tvega morebitnega neuspeha prevzema niti z začasnim angažiranjem sredstev niti s plačevanjem stroškov bančnih jamstev. Pristojni organi prevzemnika morajo v roku 35 dni po izteku roka za sprejem ponudbe za odkup sprejeti ustrezne sklepe o povečanju osnovnega kapitala, ki je potrebno za izdajo delnic, oziroma o izdaji obveznic.

Pri prevzemih na razvitih trgih kapitala je običajno, da se delnice ciljnega podjetja plačujejo (poleg z denarjem) tudi z nadomestnimi vrednostnimi papirji, ki se za ta namen na novo izdajo. Čeprav nadomestna ponudba za odkup v Sloveniji ni običajna, je bilo kar nekaj uspešno končanih prevzemov, kjer je prevzemnik delničarjem ciljnega podjetja v zameno ponudil novo izdane delnice prevzemne družbe⁹⁵. Problema pri taki obliki nadomestnih vrednostnih papirjev sta dva, morebitno nasprotovanje obstoječih delničarjev prevzemne družbe zmanjšanju obstoječega proporcionalnega lastniškega deleža v prevzemni družbi ter relativno bolj zapleten in dolgotrajen postopek povečanja osnovnega kapitala z izdajo novih delnic (v skladu z ZGD), v primerjavi z izdajo obveznic.

Kljub temu, da še ni uspešno končane ponudbe za odkup v Sloveniji, kjer bi se kot nadomestni vrednostni papirji ponudile novo izdane obveznice, nekateri vidijo

če je ponudnik v zadnjih šestih mesecih pred objavo ponudbe za odkup že kupil več kot 10 odstotkov celotne izdaje delnic ciljne družbe.

⁹⁴ Celotna kupnina pomeni, da mora prevzemnik deponirati vsoto, ki zadošča za plačilo, če bi vsi delničarji sprejeli njegovo ponudbo.

⁹⁵ KD Group za prevzem KD Holdinga, Skupina Kmečka družba, finančna družba, za prevzem Kmečke družbe za upravljanje investicijskih skladov, Pivovarna Laško za prevzem Radenske, Sava za prevzem Colorja, Živila za prevzem Veletrgovine Potrošnik.

dodatne možnosti za razvoj trga obveznic prav na tem področju (Sluga, 2000, str. 10). Vsekakor lahko predstavljajo obveznice (kot dolžniški finančni instrument, z vnaprej določenim izplačilom glavnice in obresti) tako prevzemniku (izdajatelju) kot delničarjem ciljne družbe dovolj dobro alternativo plačilu cene delnic ciljne družbe z denarjem. Ponujene obveznice kot nadomestni vrednostni papirji lahko prevzemniku služijo tudi samo za to, da se izogne obveznosti deponiranja kupnine oziroma stroškov bančne garancije, saj lahko obveznica vsebuje tako nakupno opcijo (ki lahko daje izdajatelju pravico, da takoj odkupi obveznice po vnaprej določeni ceni) kot prodajno opcijo (ki lahko daje imetniku pravico, da takoj unovči obveznico po vnaprej določeni ceni).

Glavno tveganje prevzemnikov pri plačilu z nadomestnimi vrednostnimi papirji je v tem, da delničarji ciljne družbe ne bodo sprejeli nadomestne ponudbe, ker bi raje imeli denar. Zato lahko ugotovim, da obstaja možnost primarnih izdaj vrednostnih papirjev kot nadomestnih vrednostnih papirjev pri prevzemih v Sloveniji le pri prijateljskih prevzemih, pri sovražnih prevzemih ali v primeru konkurenčne ponudbe za odkup pa je uspešno izveden prevzem z nadomestnimi vrednostnimi papirji zelo neverjeten. V primeru prijateljskih prevzemov, kjer bo prevzemnik dal ponudbo za odkup z nadomestnimi vrednostnimi papirji, bo ponudba za odkup najverjetneje uspešna, kajti pričakovati je, da bo prevzemnik že prej preveril pripravljenost delničarjev ciljne družbe sprejeti plačilo v novo izdanih vrednostnih papirjih⁹⁶.

Poleg nadomestne ponudbe lahko prevzemnik ponudi kombinirano plačilo cene delnice (tako imenovana kombinirana ponudba za odkup), to je deloma v denarju in deloma v nadomestnih vrednostnih papirjih, ali pa ponudi alternativno nadomestne vrednostne papirje ali izplačilo celotne cene v denarju (tako imenovana alternativna ponudba za odkup), tako da imajo pravico izbire imetniki delnic ciljne družbe.

Poleg ponudbe novo izdanih vrednostnih papirjev za plačilo delnic ciljne družbe v postopku prevzema lahko podjetja financirajo nameravane prihodnje prevzeme z normalno izdajo vrednostnih papirjev, brez neposredne povezave s samim postopkom prevzema. V tem primeru pristojni organi podjetja sprejmejo sklep o izdaji delnic oziroma obveznic, pri čemer bi bilo pravilno, da v omenjenem sklepu navedejo pravilen namen izdaje vrednostnih papirjev (na primer pridobitev finančnih sredstev, s katerimi bodo financirali nakupe drugih podjetij, in podobno)⁹⁷. Kot kupce takih izdaj vrednostnih papirjev vidim predvsem obstoječe lastnike izdajatelja,

⁹⁶ Uspeh večine prevzemov temelji na odločitvi nekaj največjih delničarjev, ki jih v Sloveniji ponavadi predstavljajo KAD, SOD in PID-i (oziroma družbe, ki so se preoblikovale iz njih).

⁹⁷ V prvi polovici leta 2002 sta podjetji Terme Čatež in Pivovarna Laško izdali nove delnice, obe z namenom pridobiti nova finančna sredstva za financiranje nakupov drugih podjetij. Po drugi strani pa je BTC izdal v letu 2001 obveznice, ki so bile namenjene za dolgoročne investicije podjetja v realno premoženje, ter si nato za določen čas »sposodil« denar iz prodanih obveznic za nakup lastnih delnic, ki jih je potem umaknil (znižal osnovni kapital). Uprava in ostali zaposleni so tako iz manjšinskih postali večinski lastniki podjetja.

vprašanje pa je, če bi bili tudi drugi investitorji pripravljeni prispevati svež denar v podjetje, ki se loteva tako negotovih projektov, kot so prevzemi drugih podjetij (predvsem to velja v primeru izdaj obveznic).

6.2.3. Izdaja obveznic na podlagi listinjenja bančnega premoženja

Listinjenje bančnega premoženja⁹⁸, ki se je najbolj uveljavilo v ZDA, ima lahko dva pomena. Najprej lahko banka oblikuje paket enakih ali podobnih posojil ter na osnovi predvidene velikosti in časovne dinamike pritoka denarja od teh posojil izda obveznice. Pri tem je pomembno, da se paket posojil iz banke prenese (izloči iz premoženjske bilance) na neko institucijo oziroma skrbnika, ki je formalni izdajatelj tako imenovanih pretočnih ali nepretočnih obveznic⁹⁹. Banki se zmanjša izpostavljenost do posojilojemalcev, izboljša likvidnost (lahko odobri novo posojilo ali odplača svoje obveznosti) ter povečajo neobrestni prihodki. Po druga strani pa lahko banka sama izda obveznice (v tem primeru se ji ne zmanjša premoženjska bilanca), ki imajo kritje v nekem dobrem finančnem premoženju banke. Če je to premoženje za kupce obveznic manj tvegano kot je tvegana banka, si banka z izdajo obveznic zagotovi cenejše financiranje tega premoženja. Ker so obveznice, ki se izdajajo na osnovi listinjenja bančnega premoženja relativno nizko tvegane, pomenijo privlačno naložbo za investitorje ter povečajo pomen kapitalskega trga (Ribnikar, 1996, str 48-51).

Čeprav listinjenje finančnega premoženja (predvsem so primerna hipotekarna posojila, posojila podjetjem in nekatera posojila fizičnim osebam – imetnikom kreditnih kartic, avtomobilska posojila) prinaša vrsto koristi tako bankam kot tudi finančnemu sistemu, se v Sloveniji ni uveljavilo. Prvo pravo listinjenje v Sloveniji je izvedla NLB leta 1995, ko je dolgoročno posojilo do podjetja Telekom prenesla na družbo NIKA OTS ter organizirala zaprto ponudbo pretočnih obveznic. NIKA OTS, ki je bila ustanovljena za ta namen, je odkupila posojilo in bila formalni izdajatelj obveznic, ki so bile izdane z nižjo obrestno mero, kot je bila obrestna mera posojila. Telekom je vračal posojilo družbi NIKA OTS, ki je na podlagi prejetih denarnih tokov iz vračila posojila izplačevala obveznosti iz obveznic v korist imetnikov obveznic. Banki se je zmanjšala kreditna izpostavljenost do prvotnega posojilojemalca, kar ji je omogočilo ponovno financiranje podjetja.

⁹⁸ Ribnikar pravi, da poleg dveh vrst listinjenja bančnega premoženja lahko pomeni listinjenje tudi zadolževanje podjetij v vse večjem obsegu z vrednostnimi papirji in manj pri bankah, kar povečuje pomen finančnih trgov in zmanjšuje pomen bank (Ribnikar, 1996, str. 48).

⁹⁹ Pretočne obveznice so vse enega razreda, oziroma ves denar, ki priteče iz posojil, se izplača sorazmerno vsem imetnikom obveznic. Nepretočne obveznice so različnih razredov, ki imajo drugačen vrstni red izplačila in višino obrestne mere. Iz prispelih denarnih tokov posojila se najprej izplačajo obveznosti obveznic, ki imajo nižjo obrestno mero. Zaradi predčasnih vračil posojil imajo (predvsem pretočne) obveznice delno nepredvidljiv denarni tok, kar imetnikom obveznic poveča tveganje reinvestiranja.

Abanka je leta 1999, s pomočjo podjetja NFD Investicijsko svetovanje, listinila državne obveznice RS06. Cilj banke ni bil zmanjšanje izpostavljenosti do komitenta ali povečanje likvidnosti, temveč zmanjšanje davka na bilančno vsoto. Abanka je še naprej jamčila za vse obveznosti iz pretočnih obveznic, obveznica pa je bila uvrščena na organiziran trg vrednostnih papirjev.

Druge načrtovane izdaje obveznic zaradi listinjenja niso uspele predvsem zaradi neprimerne premoženja bank. Posojila podjetjem najboljše bonitete imajo relativno nižje obrestne mere glede na obveznice primerljive bonitete na trgu. Banke imajo med terjatvami relativno zelo malo hipotekarnih posojil prebivalstvu. Poleg problemov, ki jih imajo banke pri odobravanju dolgoročnih posojil za stanovanjsko gradnjo zaradi kratke ročnosti virov sredstev, banke tudi zelo dolgo niso kazale pretiranega interesa za hipotekarna posojila prebivalstvu, predvsem zaradi pomanjkljivosti pravnega sistema hipotekarnega zavarovanja (neurejena zemljiška knjiga, dolgotrajen postopek in visoki stroški vpisa, neučinkovita in dolgotrajna izvršba), tako da so bančna posojila za stanovanjsko gradnjo večinoma zavarovana pri zavarovalnicah.

Banke bi lahko z listinjenjem podjetniških posojil rešile problem prevelike izpostavljenosti do posameznih podjetniških posojilojemalcev, hkrati pa bi morale, za ohranitev zaupanja investitorjev v obveznice, obdržati del prvotnega posojila ali kupiti del obveznic na podlagi listinjenja tega posojila ali pa odobriti novo posojilo prvotnemu posojilojemalcu.

7. SKLEP

Za mnoga podjetja na razvitih trgih kapitala predstavlja zbiranje finančnih sredstev z izdajo vrednostnih papirjev pomemben in velikokrat dominanten način zunanjega financiranja. V ta namen se lahko uporabljajo različne oblike vrednostnih papirjev, pri čemer imajo podjetja možnost, da se financirajo z lastniškim kapitalom (z novo izdajo delnic) ali z dolžniškim kapitalom (z izdajo različnih vrst obveznic). Na razvitih trgih kapitala je zelo pomembna vloga investicijske banke, kajti izdajatelj, ki niso usposobljeni za opravljanje finančnih poslov, se običajno z izdajo vrednostnih papirjev ne ukvarjajo sami, še posebno, če je izdaja namenjena širšemu krogu investitorjev. Tako večino primarnih izdaj vrednostnih papirjev opravijo investicijske banke, ki imajo specializirana znanja, obvladajo kompleksnost posla, veliko bolje poznajo finančne instrumente in želje investitorjev.

Slovenija spada med tako imenovana bančna gospodarstva, za katera je značilno pretežno financiranje podjetij preko bančnega sektorja, dolgoročno sodelovanje ter formalne (lastniške) in neformalne povezave med podjetji in bankami, hkrati pa

relativno slabše razvit kapitalni trg. V skladu s tem je mogoče ugotoviti, da slovenske banke močno prevladujejo pri financiranju podjetij, hkrati pa preko družb za upravljanje, ki so jih ustanovile v procesu lastninskega preoblikovanja, posredno tudi lastniško obvladujejo velik del podjetniškega sektorja. Čeprav so dolžniški vrednostni papirji v zadnjih letih predstavljali le manjši delež celotnega dolžniškega financiranja podjetij, je iz raziskave CEEPNa o finančnih potrebah in financiranju slovenskih podjetij mogoče ugotoviti, da bi podjetja želela zmanjšati odvisnost od bank ter povečati financiranje z izdajo obveznic.

Na razvoj trga kapitala v Sloveniji je najbolj vplivalo lastninjenje. Večina delnic na organiziranem trgu izvira iz lastninskega preoblikovanja podjetij, ki je ustvarilo veliko delniških družb, ki ne spadajo na organiziran trg, in delničarjev, ki želijo svoje delnice čimprej prodati. Sekundarni trg tako služi za konsolidacijo lastništva podjetij. Značilnost trgovanja so nizka likvidnost na borznih trgih, velik obseg trgovanja v svežnjih na organiziranem trgu ter velik obseg prometa zunaj organiziranega trga (preko tako imenovanega sivega trga). Posledice presežne ponudbe ter nelikvidnosti delnic na sekundarnem trgu in posledično nizkih cen delnic so vidne na primarnem trgu, ki je slabo razvit. Podjetja se dodatno ne financirajo z izdajo novih delnic. Če že izdajajo nove delnice, gre praviloma za financiranje prevzema z zamenjavo delnic ali za pridobivanje novih finančnih sredstev za izpeljavo prihodnjega prevzema.

Primarni trg obveznic uporabljajo (poleg države) predvsem banke, za pridobivanje dolžniških virov financiranja z daljšo ročnostjo, kot so bančni depoziti, in druga finančna podjetja, nefinančna podjetja pa relativno malo. Relativno malo je podjetij, ki bi z zadostno velikostjo izdaje pokrila stroške izdaje (posebej v primerjavi z bančnim financiranjem) in omogočila ustrezno likvidnost papirjem na sekundarnem trgu. Potencialni izdajatelji imajo še dodatne probleme z nepoznavanjem tehnologije izdajanja vrednostnih papirjev, opredelitvijo oblike obveznic (zaradi pomanjkanja tržnih konvencij, ki bi omogočile standardizacijo oblike obveznic ter tako olajšali analizo in medsebojno primerjavo obveznic), predvsem z določitvijo cene novo izdanih obveznic (ni referenčne krivulje donosnosti in ocene kreditnega tveganja), poleg tega pa tudi država s ponudbo relativno donosnih in varnih finančnih instrumentov »izrinja«
poslovne finance iz trga.

Za majhno uporabo primarnega trga kapitala za financiranje slovenskih podjetij je kar nekaj vzrokov, poleg že omenjene prevladujoče vloge bank pri financiranju podjetij ter nerazvitega in premajhnega kapitalnega trga, predvsem predpisan postopek izdaje vrednostnih papirjev, ponudba storitev investicijskega bančništva ter celotni stroški izdaje vrednostnih papirjev. Ne smemo pozabiti tudi na neustrezno davčno zakonodajo na področju vlaganja v vrednostne papirje (visoka obdavčitev dividend in kapitalnih dobičkov za fizične osebe ter hkrati neobdavčene bančne obresti), nejasne predpise ter njihovo nespoštovanje oziroma nesankcioniranje

(trgovanje na podlagi notranjih informacij, prevzemi podjetij brez javne ponudbe), trenutne težave institucionalnih investitorjev (preoblikovanje tranzicijskih investitorjev, neustrezno davčno obravnavanje investicijskih skladov, premajhna vloga vzajemnih in pokojninskih skladov) in nedelovanje mehanizma vladanja podjetjem s strani lastnikov (uprave podjetij skrbijo predvsem za koristi zaposlenih in okolja, v katerem delujejo).

Prva prodaja vrednostnih papirjev se lahko po določenih ZTVP-1 opravi le na podlagi javne ponudbe, razen določenih izjem, ki jih določa zakon. Zakon določa pogoje in postopek javne ponudbe, ki jih morajo upoštevati izdajatelji pri izdaji in prvi prodaji vrednostnih papirjev. Namen postopka javne ponudbe je doseči transparentnost postopka izdaje vrednostnih papirjev, razkritje vseh pomembnih podatkov o izdajatelju in o vrednostnem papirju ter zaščito malih investitorjev, hkrati pa ima tak postopek izdaje mnoge slabosti za izdajatelje vrednostnih papirjev.

Postopek javne ponudbe vrednostnih papirjev je relativno dolg (predvsem oblikovanje prospekta za javno ponudbo s podrobno določeno vsebino ter čakanje na dovoljenje Agencije), kar pomeni dodatno tveganje za izdajatelja, saj se tržne razmere v času od vložitve zahteve za pridobitev dovoljenja za javno ponudbo do začetka postopka vpisovanja in vplačevanja vrednostnih papirjev lahko bistveno spremenijo. Poleg tega je, zaradi potrebnega razkritja vseh pomembnih podatkov o izdajatelju v prospektu, tak postopek lahko neprimeren za izdajatelje, ki se nahajajo pred pomembnimi poslovnimi odločitvami (prospekt je potrebno dopolniti z vsakim pomembnim dejstvom, ki lahko vpliva na poslovanje izdajatelja, kar lahko podaljša čas za pridobitev dovoljenja Agencije ter začetek vpisovanja in vplačevanja vrednostnih papirjev), ali ne želijo, da bi širša javnost izvedela, za kaj bodo porabili sredstva (če namerava izdajatelj tako zbrana sredstva uporabiti za investicije v kapitalske naložbe, ne želi, da bi se povečala vrednost teh potencialnih investicij zaradi pričakovanja drugih investitorjev).

Izdajatelj je omejen s točno določenim načinom izdaje preko javne ponudbe, ki pa mu ne zagotavlja uspešnosti izdaje (za uspešno končano javno ponudbo vrednostnih papirjev morajo biti v roku treh mesecev vpisane in vplačane vse delnice, oziroma v roku petih mesecev vpisanih in vplačanih 80 odstotkov obveznic). Če je javna ponudba neuspešna, izdajatelj ne dobi nobenih finančnih sredstev, hkrati pa ima s samim postopkom izdaje kar precej stroškov.

V praksi izdajatelji zato uporabljajo postopek nejavne ponudbe vrednostnih papirjev, kjer so vrednostni papirji ponujeni največ petdesetim vnaprej znanim investitorjem, ki se zavežejo, da bodo odkupili celotno izdajo vrednostnih papirjev. Takoj po izdaji vrednostnih papirjev izdajatelji opravijo postopek uvrstitve na organiziran trg vrednostnih papirjev (pri Agenciji pridobijo dovoljenje za organizirano trgovanje s

temi vrednostnimi papirji) ter tako zadovoljijo zahteve institucionalnih investitorjev, ki imajo omejitve pri naložbah v netržne vrednostne papirje. Tak postopek izdaje je krajši, enostavnejši, bolj prilagodljiv potrebam izdajatelja, manj tvegan ter tudi cenejši kot postopek javne ponudbe. Po mojih izkušnjah ni vrednostni papir, ki je bil izdan preko javne ponudbe, nič bolj likviden ali razpršen med več imetnikov, kot v primeru nejavne ponudbe (med največ petdesetimi imetniki se večinoma nahajajo vsi institucionalni investitorji in drugi večji kupci vrednostnih papirjev – tako pravne kot tudi fizične osebe, ki bi bili tudi kupci v javni ponudbi), prav tako ni več omejitev glede števila imetnikov obveznic v borzni kotaciji, oziroma nove delnice razširijo borzno kotacijo obstoječih delnic, ki že izpolnjujejo pogoj glede števila imetnikov razreda delnic. Tako lahko izdajatelj pridobi finančna sredstva z izdajo vrednostnih papirjev preko nejavne ponudbe takoj po opravljenem testiranju trga, brez tveganja sprememb tržnih pogojev ali neuspešnosti izdaje, ter nato brez časovne naglice oblikuje in prilagodi prospekt za organizirano trgovanje z novo izdanimi vrednostnimi papirji zahtevam Agencije.

Razlika med razvitim trgom kapitala in Slovenijo je v tem, da se izdajatelji vrednostnih papirjev v Sloveniji redkeje odločijo za to, da bi najeli zunanje svetovalce pri izdaji vrednostnih papirjev, ampak raje sami izvedejo vse potrebne analize trga in postopke izdaje ter tudi sami prevzamejo tveganje neuspešnosti izdaje. Veliko je izdaj vrednostnih papirjev finančnih institucij in države, ki imajo potrebna znanja in izkušnje pri izdajah vrednostnih papirjev. Storitve investicijskega bančništva, ki jih opravljajo banke in borzno posredniške družbe, tako uporabljajo samo izdajatelji iz podjetniškega sektorja, ki ne poznajo tehnologije izdajanja vrednostnih papirjev. Te storitve investicijskega bančništva v veliki večini primerov vsebujejo le izvedbo prve prodaje vrednostnih papirjev brez obveznosti odkupa. To pomeni, da banke in borzno posredniške družbe v imenu in za račun izdajatelja ter po svojih najboljših prizadevanjih in z vso potrebno skrbnostjo poiščejo kupce za vrednostne papirje izdajatelja, ne prevzamejo pa tveganja neuspešnosti izdaje vrednostnih papirjev.

Problem slovenskega primarnega trga kapitala je, da borzno posredniške družbe in banke izdajateljem praviloma sploh ne ponudijo storitve izvedbe prvih prodaj vrednostnih papirjev z obveznostjo odkupa, s čimer bi nase prevzele tveganje izdaje vrednostnih papirjev. Če je to razumljivo v primeru borzno posredniških družb (zaradi premajhne kapitalske ustreznosti) in v primeru bank pri izvedbi prvih prodaj delnic, pa banke pri izvedbi prvih prodaj podjetniških obveznic načeloma ne bi smele delati razlike med potencialno naložbo v obveznice podjetja (v primeru, da investitorji ne bi odkupili celotne prve prodaje obveznic) ali odobritvijo posojila istemu podjetju. Toda čeprav imajo lahko banke koristi od ponudbe storitev investicijskega bančništva svojim komitentom, v bankah močno prevladuje miselnost izključno komercialnega bančništva. Tako večina bank potencialnemu izdajatelju obveznic

sploh ne predstavi prednosti izdaje obveznic pred najetjem posojila¹⁰⁰, ampak mu namenoma ponudi posojilo z nižjo obrestno mero, da ne bi razmišljal o izdaji obveznic.

Pri dolžniškem financiranju podjetij je potrebno upoštevati (poleg tega, da vsa podjetja nimajo dostopa do trga obveznic), da so v Sloveniji celotni stroški izdaje obveznic praviloma višji, kot v primeru najema posojila. Poleg (kuponske) obrestne mere obveznic na skupne stroške izdaje obveznic vplivajo tudi stroški, povezani z izpeljavo postopka izdaje obveznic, in sicer sistemski stroški izdaje obveznic (ATVP, KDD, borza), stroški zunanjih sodelavcev oziroma investicijske banke (izvedba prve prodaje z ali brez obveznosti odkupa, izvedba storitev v zvezi z uvedbo vrednostnega papirja na organiziran trg), stroški oglasov v časopisu, oblikovanja in tiskanja prospekta, stroški predstavitve investitorjem in stroški plačilnega prometa. Za razliko od razvitih trgov obveznic, izdajatelji v Sloveniji niso obremenjeni s stroški ocene kreditnega tveganja, dodatnimi pravnimi stroški (zunanji svetovalci jih zaračunajo v nadomestilu za svetovanje) in stroški računovodskih poročil (uporabijo se podatki iz revidiranih letnih poročil), prav tako pa imajo bistveno manjše stroške predstavitev vrednostnih papirjev investitorjem.

V magistrskem delu sem primerjal stroške dolžniškega financiranja podjetja, povezane z izpeljavo postopka izdaje obveznic in najema posojila, ob predpostavki enake oblike obveznic in posojila, ki je v slovenski praksi že uporabljena ali verjetna v primeru bodočega zadolževanja podjetij. Ob različnih možnostih zadolževanja (dve ročnosti in trije zneski) so bili stroški izpeljave postopka izdaje obveznic in najema posojila izraženi v odstotku od zneska zadolževanja ter v bazičnih točkah na osnovno obrestno mero zadolževanja. Iz primerjave sem ugotovil, da se stroški izdaje obveznic zmanjšujejo s povečevanjem zneska izdaje kot tudi s podaljševanjem ročnosti izdaje (stroški ATVP, KDD in borze se sorazmerno zmanjšujejo z večanjem nominalne vrednosti izdaje obveznic, prav tako je tarifa KDD relativno nižja za obveznice z daljšim rokom trajanja). Glede na podobne stroške postopka izdaje obveznic in najema posojila ob daljši ročnosti (15 let) in večjem znesku (10 milijard tolarjev) zadolževanja ter glede na omejenost bank glede ročnosti in zneskov posojil, lahko ugotovim, da je izdaja obveznic primeren način financiranja podjetja v primeru večjih zneskov in daljše ročnosti.

¹⁰⁰ Glavne prednosti financiranja podjetja z izdajo navadnih obveznic, v primerjavi z bančnim posojilom, so daljša ročnost in večji obseg finančnih virov, kasnejše odplačevanje obveznosti, manjša dolžniška odvisnost od bank, ni tveganja spremembe obrestne mere, z uvrstitvijo obveznic na organiziran trg postane izdajatelj javno podjetje (zadnji dve značilnosti obveznic lahko v posameznih primerih postaneta tudi slabosti za podjetje). Seveda ima financiranje z izdajo obveznic tudi nekatere slabosti v primerjavi z bančnim posojilom, predvsem precej daljši in organizacijsko zahtevnejši postopek izdaje, manjša fleksibilnost in prilagodljivost obveznic glede črpanja in odplačila, negotovost pri uspešnosti izdaje, prav tako pa je tudi potrebno upoštevati slabosti slovenskega organiziranega sekundarnega trga vrednostnih papirjev.

S končano finančno in lastniško konsolidacijo podjetij, ki je posledica procesa lastninjenja, ter razvojem trga kapitala bo potrebno organizirati nove metode zbiranja kapitala. Podjetja bodo potrebovala sredstva za financiranje novih investicij, za prestrukturiranje in dokapitalizacijo. Potrebni bodo predvsem dolgoročni viri (lastniški in dolžniški). Banke ob sedanjih neustrezni strukturi in obsegu virov ne bodo mogle zagotoviti dovolj velikega obsega dolgoročnih posojil z ustrezno ročnostjo, zato bodo nekatera velika in uspešna slovenska podjetja začela intenzivneje uporabljati tudi primarni trg kapitala.

Da bi primarni trg vrednostnih papirjev lahko zadovoljil vse potrebe gospodarstva po »svežem« kapitalu, bi bila potrebna tudi večja razvitost sekundarnega trga vrednostnih papirjev, ki bi se pokazala v večji stopnji likvidnosti (tudi s pomočjo »market makerjev«) in stabilnosti, nizkih stroškov, varnosti in preglednosti. Tega najverjetneje ne bo omogočil organiziran trg Ljubljanske borze vrednostnih papirjev, kajti ob trendih prevzemov in konsolidacije na slovenskem kapitalskem trgu ter vrste javnih družb, ki normalno (brez slovenskega načina lastninjenja) ne bi sodile na organiziran trg, bo število izdajateljev vrednostnih papirjev na Ljubljanski borzi več ali manj stagniralo oziroma se bo zmanjševalo. Če bo Ljubljanska borza želela preživeti, se bo morala povezovati z drugimi, najverjetneje srednje-evropskimi borzami. Obstaja tudi možnost, da se bodo tista slovenska podjetja, ki se bodo financirala preko trga kapitala, odločila za uvrstitev svojih vrednostnih papirjev na tuja organizirana tržišča, kar pa bo povezano z dodatnimi stroški.

Primarni trg delnic ne bo postal pomemben vir financiranja slovenskih podjetij. Podjetja, ki se bodo financirala z izdajo novih delnic (to bodo velika, uspešna in relativno dosti zadolžena podjetja, ki potrebujejo sredstva za svojo hitro rast – nove dolgoročne investicije in financiranje prevzemov drugih podjetij), novih delnic ne bodo ponudile preko javne ponudbe, ampak bo to potekalo preko zaprte prodaje delnic obstoječim lastnikom in potencialnim strateškim partnerjem podjetja. Podjetja bodo tudi izdajala nove delnice kot nadomestne vrednostne papirje v postopku prevzema.

Več bo izdaj podjetniških obveznic, ki jih bodo ponudila večja in dobro znana podjetja, ki že imajo svoje vrednostne papirje na organiziranem trgu in bodo potrebovala dolžniške vire daljše ročnosti in večjega obsega, ki bodo presegali zmoglosti financiranja s strani posamezne banke. Podjetniške obveznice bodo zavarovane z zastavno pravico na nepremičninah izdajatelja ali s prvovrstno garancijo (največkrat matičnega podjetja). Menim, da bo večina izdaj podjetniških obveznic potekala tako, da bo izdajatelj z banko podpisal pogodbo o izvedbi prve prodaje z obveznostjo odkupa obveznic s strani banke, ki ne bodo prodane ostalim kupcem v prvi prodaji, in s tem prenesel tveganje neuspešnosti izdaje na banko. Banka bo nato organizirala izdajo obveznic preko postopka nejavne ponudbe

vrednostnih papirjev, prodala obveznice (največ petdesetim) domačim in tujim institucionalnim investitorjem, ki so stranke banke pri različnih poslih investicijskega bančništva, ter takoj po izdaji obveznic v nematerializirani obliki opravila postopek pridobitve dovoljenja za organizirano trgovanje pri Agenciji in uvrstila obveznice na prosti trg Ljubljanske borze.

Potrebni pogoj za razvoj trga podjetniških obveznic vidim v spremenjenem obnašanju bank, ki nudijo tudi storitve investicijskega bančništva. Banke so začele ugotavljati prednosti sodelovanja pri izdajah podjetniških obveznic. Banka tako svojemu komitentu, s katerim dolgoročno sodeluje ter ga financira s posojili, lahko ponudi celotno paleto storitev komercialnega in investicijskega bančništva ter mu tako prepreči, da kot potencialni izdajatelj obveznic odide k drugi banki, ki bi mu svetovala pri izdaji obveznic. Ker z vidika tveganja naložbe pri banki ni razlike med nakupom obveznic in odobritvijo posojila istemu podjetju, lahko banka toliko zniža svoja nadomestila za storitve pri izdaji obveznic, da je s stroškovnega vidika izbira vira dolžniškega financiranja za podjetje podobna. Poleg tega, da so obveznice bolj likviden instrument kot posojilo ter jih banka načeloma lahko brez velikega cenovnega tveganja proda na organiziranem trgu pred zapadlostjo, bo banka pred podpisom pogodbe o prevzemu tveganja neuspešnosti izdaje testirala trg obveznic s potencialnimi kupci ter tako zmanjšala to tveganje. Banka bo tako večino novo izdanih obveznic prodala drugim investitorjem, pridobila neobrestne prihodke iz storitev svetovanja ter s posojili financirala tekoče potrebe podjetja tudi v bodoče.

Kupci podjetniških obveznic bodo predvsem nekateri institucionalni investitorji (zavarovalnice, vzajemni skladi in pokojninski skladi), ki bodo imeli na voljo vedno več sredstev za naložbe v relativno varne, dolgoročne, dolžniške instrumente, ne smemo pa pozabiti tudi na banke in nekatera druga (predvsem finančna) podjetja, ki so že sedaj med večjimi kupci podjetniških obveznic.

Poleg financiranja svojih investicij je pričakovati, da bodo podjetja uporabljala primarni trg obveznic tudi za izdajo obveznic kot nadomestnih vrednostnih papirjev v postopku prevzemov. Na prihodnji razvoj trga obveznic bodo verjetno vplivale tudi hipotekarne obveznice, ki bodo služile za financiranje stanovanjske gradnje, morebiti pa tudi obveznice, ki bodo izdane na podlagi listinjenja (ostalega) bančnega premoženja (poleg hipotekarnih posojil, ki bodo služili za izdajo hipotekarnih obveznic).

8. LITERATURA

1. Bajraktarevič Gregor: Primarni trg vrednostnih papirjev. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001. 107 str.
2. Brigham Eugene F., Gapenski Louis C.: Financial Management – Theory and Practise. Osma izdaja. Forth Worth: The Dryden Press, 1997. 1192 str.
3. Brigham Eugene F., Gapenski Louis C., Daves R. Philip: Intermediate Financial Management. Šesta izdaja. Forth Worth: The Dryden Press, 1999. 1083 str.
4. Brown Robert, Gutterman Alan S.: Financing start-ups: how to raise money for emerging companies. San Diego: Harcourt Brace Professional Publications, 2000. 617 str.
5. Chimerine Lawrance, Cushman Robert F., Ross Howard (uredili): Handbook for Raising Capital: Financing Alternatives for Emerging and Growing Businesses. Homewood (Illinois): Dow Jones-Irwin, 1987. 666 str.
6. Duhovnik Meta: Dolgoročno financiranje podjetja z vrednostnimi papirji. Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 1995. 209 str.
7. Glogovšek Jože: O finančnih trgih in ekonomski vlogi hipotekarnih bank ter hipotekarnih obveznic. Bančni vestnik, Ljubljana, 48 (1999), 3, str. 12-15.
8. Jašovič Božo: Gospodarske funkcije trga vrednostnih papirjev. Podjetje in delo, Ljubljana, 24 (1998), 6, str. 342-358.
9. Kleindienst Robert, Simoneti Marko: Raziskava: Varčevalne navade in mnenja gospodinjestev – 1999. Projekt: Razvoj trga kapitala v Sloveniji. Ljubljana: Central & Eastern European Privatization Network (CEEPN), 1999. 52 str.
10. Kleindienst Robert: Kdo najbolj potrebuje lastniški kapital in zakaj? Podjetnik, Ljubljana, 9 (2000), 4, str. 46-51.
11. Kleindienst Robert: Varčevanje v domačih in tujih delnicah: najboljša pot za doseganje dolgoročnih finančnih ciljev. Ljubljana: Gospodarski vestnik založba, 2001. 542 str.
12. Kleindienst Robert, Rems Marko: Raziskava: Varčevalne navade in mnenja slovenskih investorjev – 2001. Projekt: Razvoj trga kapitala v Sloveniji. Ljubljana: Častnik Finance, 2001. 100 str.
13. Kleindienst Robert: Borzni fokus: Gre slovenskemu trgu kapitala res na bolje? Finance, Ljubljana, 18.03.2002, 52, str. 18.
14. Kocbek Marijan: Hipotekarne obveznice. Pravna praksa, Ljubljana, 11 (1992), 11, str. 3-5.
15. Kocbek Marijan: Prevzem z novo izdanimi delnicami kot nadomestnimi vrednostnimi papirji. Podjetje in delo, Ljubljana, 25 (1999), 3-4, str. 413-423.
16. Lee Inmoo, Lochhead Scott, Ritter Jay, Zhao Quanshui: The Cost of Raising Capital. The Journal of Financial Research. Oxford: Blackwell Publishers, 1996, 1, str. 59-74.

17. Mayer Colin: Financial Systems, Corporate Finance, and Economic Development. Hubbard, R. Glenn, et al.: Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment. Chicago: University of Chicago Press, 1990, str. 312.
18. Mejač Krassnig Alenka: Listinjenje hipotekarnih posojil in premoženja. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1996. 106 str.
19. Mishkin Frederic S.: The Economics of Money, Banking, and Financial Markets. Peta izdaja. Reading (Mass.): Addison-Wesley, 1998. 732 str.
20. Mramor Dušan: Uvod v poslovne finance. Zbirka Manager. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1993. 381 str.
21. Mramor Dušan: Koristilo bi predvsem razvoju trga. Finance, Ljubljana, 1.12.1995, 89, str. 13.
22. Mramor Dušan: Vpliv stanovanjskega financiranja na trg kapitala in varčevanje v Sloveniji. Referati in zaključno poročilo mednarodne konference o financiranju nepremičnin v Sloveniji. Bled: Ministrstvo za finance, Ministrstvo za okolje in prostor, Svetovna banka, 1998, str. 63-70.
23. Mramor Dušan: Slovar poslovno finančnih izrazov. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1999. 116 str.
24. Mramor Dušan (uredil): Trg kapitala v Sloveniji: prikazi, analize, mnenja. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 2000. 471 str.
25. Osvald Igor: Borzni fokus: Zakaj v Sloveniji ne zaživi financiranje z izdajo delnic? Finance, Ljubljana, 25.10.1999, 116, str. 11.
26. Plavšak Nina: Pravni vidiki dematerializacije vrednostnih papirjev. Podjetje in delo, Ljubljana, 20 (1994), 5/6, str. 480-483.
27. Rebernik Miroslav, Repovž Leon: Od ideje do denarja: podjetniški proces. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 2000. 254 str.
28. Ribnikar Ivan: Institucionalni investitorji. Bančni vestnik, Ljubljana, 43 (1994), 10, str. 49-50.
29. Ribnikar Ivan: Od denarja do medvedjega trenda: Pojmi in izrazi v ekonomiji. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, CISEF, 1994. 229 str.
30. Ribnikar Ivan: Finančni trgi (1). Bančni vestnik, Ljubljana, 44 (1995), 9, str. 38-39.
31. Ribnikar Ivan: Finančni trgi (2). Bančni vestnik, Ljubljana, 44 (1995), 11, str. 45-47.
32. Ribnikar Ivan: Listinjenje. Bančni vestnik, Ljubljana, 45 (1996), 1-2, str. 48-51.
33. Ribnikar Ivan: Finančne institucije. Bančni vestnik, Ljubljana, 45 (1996), 12, str. 43-45.
34. Ribnikar Ivan: Financial intermediation in a small (transition) economy. Economic and business review, Ljubljana, 2 (2000), 2, str. 113-125.
35. Ribnikar Ivan: Finančna in kapitalska struktura (podjetja), Bančni vestnik, Ljubljana, 49 (2000), 9, str. 54-56.
36. Rotar Tomaž: Borzni fokus: Brez sprememb ne bo razvoja kapitalskega trga. Finance, Ljubljana, 18.03.2002, 52, str. 17-20.

37. Sabine Martin: Corporate finance: going public and issuing new equity and takeovers, mergers and disposals. London: Butterworths, 1987. 235 str.
38. Simoneti Marko, Mrak Mojmir, Jašovič Božo: Raziskava: Investicije in dolgoročno financiranje v Sloveniji – 1997. Ljubljana: CEEP, 1998. 30 str.
39. Simoneti Marko, Jamnik Borut: Raziskava: Investicije in financiranje podjetij – Anketa 1999. Projekt: Razvoj trga kapitala v Sloveniji. Ljubljana: Central & Eastern European Privatization Network (CEEP), 2000. 19 str.
40. Simoneti Marko (uredil): Razvojno poročilo o finančnem sektorju: Slovenija 2000. Projekt: Razvoj trga kapitala v Sloveniji. Ljubljana: Častnik finance, 2001. 126 str.
41. Sluga Gregor: Možnosti za razvoj trga podjetniških obveznic v Sloveniji. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 89 str.
42. Sluga Gregor: Uporaba določb Zakona o trgu vrednostnih papirjev. Bančni vestnik, Ljubljana, 50 (2001), 7/8, str. 38-40.
43. Svilan Sibil: Investicijsko bančništvo kot oblika in način domačega in mednarodnega poslovanja poslovne banke. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1990. 172 str.
44. Svilan Sibil: Vrednostni papirji: namen in vrste, oblikovanje in trgovanje ter upravljanje. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1990. 213 str.
45. Veselinovič Draško: Denarna politika in borza. Bančni vestnik, Ljubljana, 47 (1998), 1-2, str. 43.
46. Veselinovič Draško: Finančno odpiranje po slovensko. Bančni vestnik, Ljubljana, 48 (1999), 5, str. 1.
47. Veselinovič Draško, Kleindienst Robert: Borzni fokus: Kam pluje slovenski trg kapitala. Finance, Ljubljana, 23.04.1999, 38, str. 18.
48. Veselinovič Draško: Razvoj nastajajočih trgov kapitala s poudarkom na Sloveniji. Bančni vestnik, Ljubljana, 50 (2001), 5, str. 77-83.

9. VIRI

1. Agencija za trg vrednostnih papirjev: Naloge in pristojnosti, Izdana dovoljenja. (URL: <http://www.a-tvp.si/>), september 2002.
2. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana: Banka Slovenije, 11 (2002), 1, 103 str.
3. Cenik za storitve Ljubljanske borze, d.d., Ljubljana. Ljubljana: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, d.d., Ljubljana, 2002, 5 str.
4. Izvleček iz cenika Nove Ljubljanske banke d.d., Ljubljana. Ljubljana: Nova Ljubljanska banka d.d., Ljubljana, april 2002.
5. Izvleček iz cenika Nove Ljubljanske banke d.d., Ljubljana. Ljubljana: Nova Ljubljanska banka d.d., Ljubljana, julij 2002.
6. Katalog obveznic. Ljubljana: Nova Ljubljanska banka d.d., Ljubljana, 1998.
7. KDD Bilten. Ljubljana: KDD Centralna klirinško depotna družba, d.d., Ljubljana, 1998, 38 str.

8. KDD Centralna klirinško depotna družba, d.d., Ljubljana: Statistika, Izdani vrednostni papirji. (URL: <http://www.kdd.si/slo/default.html>), september 2002.
9. Letno poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2000. Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2001, 133 str.
10. Letno poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2001. Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2002, 127 str.
11. Ljubljanska borza: Investitorji: Segmenti trgovanja. (URL: http://www.ljse.si/StrSlo/Investit/Menu/in_sht.htm), september 2000.
12. Ljubljanska borza: Izdajatelji: Pogoji sprejema, Prednosti kotacije, Letni imenik in analiza vrednostnih papirjev. (URL: http://www.ljse.si/StrSlo/Izdajate/Menu/iz_kds.htm), september 2002.
13. Ljubljanska borza: O borzi: Osebna izkaznica, Institucije trga kapitala, Pravila borze in zakoni. (URL: http://www.ljse.si/StrSlo/OBorzi/Menu/ob_osi.htm), september 2002.
14. Ljubljanska borza: Trgovanje: Statistični podatki, Svežnji, BIS in BTS. (URL: http://www.ljse.si/StrSlo/Trgovanj/Menu/tr_tec.htm), september 2002.
15. Notarska tarifa (Uradni list RS, št. 28/95).
16. Obligacijski zakonik (Uradni list RS, št. 83/01).
17. Pravila borze. Ljubljana: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, d.d., Ljubljana, 2001, 75 str.
18. Sklep o izračunu kapitala, kapitalskih zahtev in kapitalske ustreznosti bank in hranilnic (Uradni list RS, št. 32/99).
19. Sklep o obrestnih merah Nove Ljubljanske banke d.d., Ljubljana. Ljubljana: Nova Ljubljanska banka d.d., Ljubljana, julij 2002, 14 str.
20. Sklep o podrobnejši vsebini prospekta, izvlečka prospekta in javnega poziva za vpis in vplačilo vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 6/00).
21. Slovenija – mesečno poročilo s trga vrednostnih papirjev. Ljubljana: Nova Ljubljanska banka d.d., Ljubljana, maj 2002, 12 str.
22. Slovenski trg kapitala v letu 2001. Ljubljana: Nova Ljubljanska banka d.d., Ljubljana, 2002, 53 str.
23. Tarifa o taksah in nadomestilih (Uradni list RS, št. 48/00).
24. Tarifa za nadomestila za storitve v zvezi z nematerializiranimi vrednostnimi papirji (Uradni list RS, št. 24/00).
25. Zakon o bančništvu (Uradni list RS, št. 7/99).
26. Zakon o davku od dobička pravnih oseb (Uradni list RS, št. 72/93, 20/95, 18/96 in 34/96).
27. Zakon o gospodarskih družbah (Uradni list RS, št. 30/1993, 29/1994, 82/1994, 20/1998, 32/1998, 37/1998, 84/1998, 6/1999, 54/1999, 36/2000, 45/2001 in 50/2002).
28. Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih (Uradni list RS, št. 23/99).
29. Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (Uradni list RS, št. 106/99, 72/00, 81/00 in 124/00).

30. Zakon o predpisani obrestni meri zamudnih obresti in temeljni obrestni meri (Uradni list RS, št. 45/95).
31. Zakon o prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb (Uradni list RS, št. 50/99).
32. Zakon o prevzemih (Uradni list RS, št. 47/97 in 56/99).
33. Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 56/99).
34. Zakon o zavarovalništvu (Uradni list RS, št. 13/00).

SLOVARČEK SLOVENSКИH PREVODOV TUJIH IZRAZOV

- Adverse selection:** Možnost napačne izbire
- Asset transformation:** Transformacija ali preoblikovanje ročnosti aktiv
- Asymmetric information:** Asimetričnost informacij
- Bank note:** Blagajniški zapis
- Best efforts:** Po najboljših močeh, komisijska prodaja
- Bond with warrant:** Obveznica z nakupnim bonom
- Call provision:** Pravica odkupa obveznic, nakupna opcija
- Callable bond:** Obveznica z nakupno opcijo
- Capital market:** Trg kapitala
- Commercial paper:** Komercialni zapis
- Common or ordinary stock:** Navadna ali redna delnica
- Convertible bond:** Zamenljiva obveznica
- Corporate bond:** Podjetniška obveznica
- Cumulative preferred stock:** Kumulativna prednostna delnica
- Discount bond:** Diskontna obveznica
- Due diligence:** Skrbni pregled poslovanja
- Factoring:** Faktoring, odkup dolgov oziroma terjatev s popustom
- Financial intermediaries:** Finančni posredniki
- Firm commitment:** Trdna zaveza
- Floating rate bond:** Obveznica s spremenljivo obrestno mero
- Forfeiting:** Forfetiranje, odstop (cesija) oz. prodaja izvozne terjatve brez regresa
- Forward:** Terminski posel
- Futures:** Terminska pogodba
- Indexed (purchasing power) bond:** Indeksirana obveznica
- Information memorandum:** Informacijski ali predstavitveni memorandum
- Initial public offering (IPO):** Prva javna ponudba
- Insider trading:** Trgovanje na podlagi notranjih informacij
- Internal rate of return (IRR):** Notranja ali interna stopnja donosa
- Investment banking house:** Investicijska banka
- Issuer:** Izdajatelj vrednostnih papirjev
- Junk bond:** Visoko tvegana obveznica
- Lead manager or underwriter:** Vodja sindikata ali vodilni prevzemnik
- Leasing:** Lizing, zakup
- Listing:** Kotacija vrednostnih papirjev
- Market maker:** Vzdrževalec trga
- Market value:** Tržna vrednost (cena)
- Maturity of a bond:** Dospetje ali zapadlost obveznice
- Money market:** Trg denarja

Moral hazard: Moralno tveganje
Mortgage bond: Hipotekarna obveznica
Negotiated market: Pogodbeni ali dogovorni trg
Nominal or quoted interest rate: Navedena ali osnovna obrestna mera
Offering price: Ponudbena cena
Open market: Odprt trg
Option: Opcijska pogodba
Organized security exchange: Organiziran trg vrednostnih papirjev
Over-the-counter (OTC) market: Trg preko okenc
Participating or profit-sharing bond: Dividendna ali udeležbena obveznica
Per face or nominal value: Nominalna vrednost
Preemptive right: Predkupna pravica
Preference stock: Prednostna delnica
Primary market: Primarni trg
Privat placement: Nejavna ali zaprta ponudba
Prospectus: Prospekt
Public placement: Javna ponudba
Publicly owned corporation: Javna delniška družba
Put provision: Pravica prodaje obveznic, prodajna opcija
Puttable bond: Obveznica s prodajno opcijo
Required rate of return: Zahtevana stopnja donosa
Seasoned offering: Zrela ponudba
Secondary market: Sekundarni trg
Securities issue: Izdaja ali emisija vrednostnih papirjev
Securitization: Listinjenje
Selling group: Prodajna skupina
Spread: Razlika v ceni
Stand by agreement: Sporazum o odkupu preostalih vrednostnih papirjev
Straight bond: Navadna obveznica
Subordinated debenture: Podrejena ali subordinirana obveznica
Swap: Zamenjava
Takeover: Prezem
Target (optimal) capital structure: Ciljna (optimalna) struktura kapitala
Tender offer: Javno zbiranje ponudb
Trustee: Skrbnik
Underwriting: Obveznost odkupa, prevzem ali vpis primarne izdaje vrednostnih papirjev
Underwriting syndicate: Sindikat prevzemnikov izdaje
Yield curve: Krivulja donosnosti
Yield to maturity: Donosnost do dospetja
Zero coupon bond: Brezkuponska obveznica

Priloga 1: Stroški zadolževanja z izdajo obveznic v znesku 1 milijarde SIT in z ročnostjo 7 let

IZDAJA OBVEZNIC V VIŠINI 1 MRD SIT IN Z ROČNOSTJO 7 LET														
ZNAČILNOSTI OBVEZNIC:					STROŠKI ZADOLŽEVANJA (V SIT):					Z DDV 20%				
Nominalna vrednost				1.000.000.000	SIT	KDD			103.000	123.600				
Ročnost				7	let				2.900.000	497.143	3.480.000			
Obrestna mera						ATVP				1.500.000				
Dni v letu				365	dni	Investicijski bankir			1%	10.000.000				
Polletno izplačilo obresti						Plačilni agent	50	1.000		50.000	700.000			
Izplačilo glavnice od zapadlosti						Javna objava				500.000				
Linearno obrestovanje						Prospekt				200.000				
Črpanje takoj						Trženje				100.000				
Izplačilo glavnice ob zapadlosti						Skupaj v SIT				16.603.600				
						V % od zneska				1,66%				
						Skupni letni strošek (XIRR)				#NAME?				
						Pribitek na osn. obr. mero (v b.t.)				#NAME?				
Kupon	Datum	Št. dni	Črpanje	Stanje glavnice	Izplačilo	Investicijska banka	ATVP	Plačilni agent	Javna objava	Prospekt	Trženje	Skupaj stroški	Denarni tok	
	1.1.2002		1.000.000.000	1.000.000.000		123.600	10.000.000			100.000	100.000	10.323.600	989.676.400	
1	1.7.2002	181		1.000.000.000	0	497.143		1.500.000	50.000	500.000	100.000	2.647.143	-2.647.143	
2	1.1.2003	184		1.000.000.000	0				50.000			50.000	-50.000	
3	1.7.2003	181		1.000.000.000	0	497.143			50.000			547.143	-547.143	
4	1.1.2004	184		1.000.000.000	0				50.000			50.000	-50.000	
5	1.7.2004	182		1.000.000.000	0	497.143			50.000			547.143	-547.143	
6	1.1.2005	184		1.000.000.000	0				50.000			50.000	-50.000	
7	1.7.2005	181		1.000.000.000	0	497.143			50.000			547.143	-547.143	
8	1.1.2006	184		1.000.000.000	0				50.000			50.000	-50.000	
9	1.7.2006	181		1.000.000.000	0	497.143			50.000			547.143	-547.143	
10	1.1.2007	184		1.000.000.000	0				50.000			50.000	-50.000	
11	1.7.2007	181		1.000.000.000	0	497.143			50.000			547.143	-547.143	
12	1.1.2008	184		1.000.000.000	0				50.000			50.000	-50.000	
13	1.7.2008	182		1.000.000.000	0	497.143			50.000			547.143	-547.143	
14	1.1.2009	184		0	1.000.000.000	0			50.000			50.000	-1.000.050.000	
Skupaj			1.000.000.000		1.000.000.000	0	3.603.600	10.000.000	1.500.000	700.000	500.000	200.000	100.000	16.603.600
														-16.603.600

Priloga 2: Stroški zadolževanja z izdajo obveznic v znesku 5 milijard SIT in z ročnostjo 7 let

IZDAJA OBVEZNIC V VIŠINI 5 MRD SIT IN Z ROČNOSTJO 7 LET															
ZNAČILNOSTI OBVEZNICE:					STROŠKI ZADOLŽEVANJA (V SIT):					Z DDV 20%					
Nominalna vrednost			5.000.000.000	SIT	KDD			103.000	123.600						
Ročnost			7	let				9.500.000	1.628.571	11.400.000					
Obrestna mera					ATVP				1.500.000						
Dni v letu			365	dni	Investicijski bankir			1%	50.000.000						
Polletno izplačilo obresti					Plačilni agent		50	1.000	50.000	700.000					
Izplačilo glavnice od zapadlosti					Javna objava				500.000						
Linearno obrestovanje					Prospekt				200.000						
Črpanje takoj					Trženje				100.000						
Izplačilo glavnice ob zapadlosti															
					Skupaj v SIT				64.523.600						
					V % od zneska				1,29%						
					Skupni letni strošek (XIRR)				#NAME?						
					Pribitek na osn. obr. mero (v b.t.)				#NAME?						
Kupon	Datum	Št. dni	Črpanje	Stanje glavnice	Izplačilo		Investicijska banka	ATVP	Plačilni agent	Javna objava	Prospekt	Trženje	Skupaj stroški	Denarni tok	
	1.1.2002		5.000.000.000	5.000.000.000			123.600	50.000.000			100.000	100.000	50.323.600	4.949.676.400	
1	1.7.2002	181		5.000.000.000	0	0	1.628.571	1.500.000	50.000	500.000	100.000		3.778.571	-3.778.571	
2	1.1.2003	184		5.000.000.000	0	0			50.000				50.000	-50.000	
3	1.7.2003	181		5.000.000.000	0	0	1.628.571		50.000				1.678.571	-1.678.571	
4	1.1.2004	184		5.000.000.000	0	0			50.000				50.000	-50.000	
5	1.7.2004	182		5.000.000.000	0	0	1.628.571		50.000				1.678.571	-1.678.571	
6	1.1.2005	184		5.000.000.000	0	0			50.000				50.000	-50.000	
7	1.7.2005	181		5.000.000.000	0	0	1.628.571		50.000				1.678.571	-1.678.571	
8	1.1.2006	184		5.000.000.000	0	0			50.000				50.000	-50.000	
9	1.7.2006	181		5.000.000.000	0	0	1.628.571		50.000				1.678.571	-1.678.571	
10	1.1.2007	184		5.000.000.000	0	0			50.000				50.000	-50.000	
11	1.7.2007	181		5.000.000.000	0	0	1.628.571		50.000				1.678.571	-1.678.571	
12	1.1.2008	184		5.000.000.000	0	0			50.000				50.000	-50.000	
13	1.7.2008	182		5.000.000.000	0	0	1.628.571		50.000				1.678.571	-1.678.571	
14	1.1.2009	184		0	5.000.000.000	0			50.000				50.000	-5.000.050.000	
Skupaj			5.000.000.000		5.000.000.000	0	11.523.600	50.000.000	1.500.000	700.000	500.000	200.000	100.000	64.523.600	-64.523.600

Priloga 3: Stroški zadolževanja z izdajo obveznic v znesku 10 milijard SIT in z ročnostjo 7 let

IZDAJA OBVEZNIC V VIŠINI 10 MRD SIT IN Z ROČNOSTJO 7 LET															
ZNAČILNOSTI OBVEZNICE:					STROŠKI ZADOLŽEVANJA (V SIT):					Z DDV 20%					
Nominalna vrednost				10.000.000.000	SIT	KDD			103.000	123.600					
Ročnost				7	let				12.000.000	2.057.143	14.400.000				
Obrestna mera						ATVP				1.500.000					
Dni v letu				365	dni	Investicijski bankir			1%	100.000.000					
Polletno izplačilo obresti						Plačilni agent	50	1.000	50.000	700.000					
Izplačilo glavnice od zapadlosti						Javna objava			500.000						
Linearno obrestovanje						Prospekt			200.000						
Črpanje takoj						Trženje			100.000						
Izplačilo glavnice ob zapadlosti															
						Skupaj v SIT				117.523.600					
						V % od zneska				1,18%					
						Skupni letni strošek (XIRR)				#NAME?					
						Pribitek na osn. obr. mero (v b.t.)				#NAME?					
Kupon	Datum	Št. dni	Črpanje	Stanje glavnice	Izplačilo Glavnica	Obresti	KDD	Investicijski bankir	ATVP	Plačilni agent	Javna objava	Prospekt	Trženje	Skupaj stroški	Denarni tok
	1.1.2002		10.000.000.000	10.000.000.000			123.600	100.000.000				100.000	100.000	100.323.600	9.899.676.400
1	1.7.2002	181		10.000.000.000		0	2.057.143		1.500.000	50.000	500.000	100.000		4.207.143	-4.207.143
2	1.1.2003	184		10.000.000.000		0				50.000				50.000	-50.000
3	1.7.2003	181		10.000.000.000		0	2.057.143			50.000				2.107.143	-2.107.143
4	1.1.2004	184		10.000.000.000		0				50.000				50.000	-50.000
5	1.7.2004	182		10.000.000.000		0	2.057.143			50.000				2.107.143	-2.107.143
6	1.1.2005	184		10.000.000.000		0				50.000				50.000	-50.000
7	1.7.2005	181		10.000.000.000		0	2.057.143			50.000				2.107.143	-2.107.143
8	1.1.2006	184		10.000.000.000		0				50.000				50.000	-50.000
9	1.7.2006	181		10.000.000.000		0	2.057.143			50.000				2.107.143	-2.107.143
10	1.1.2007	184		10.000.000.000		0				50.000				50.000	-50.000
11	1.7.2007	181		10.000.000.000		0	2.057.143			50.000				2.107.143	-2.107.143
12	1.1.2008	184		10.000.000.000		0				50.000				50.000	-50.000
13	1.7.2008	182		10.000.000.000		0	2.057.143			50.000				2.107.143	-2.107.143
14	1.1.2009	184		0	10.000.000.000	0				50.000				50.000	-10.000.050.000
Skupaj			10.000.000.000		10.000.000.000	0	14.523.600	100.000.000	1.500.000	700.000	500.000	200.000	100.000	117.523.600	-117.523.600

Priloga 4: Stroški zadolževanja z najemom posojila v znesku 1 milijarde SIT in z ročnostjo 7 let

NAJEM POSOJILA V VIŠINI 1 MRD SIT IN Z ROČNOSTJO 7 LET										
ZNAČILNOSTI (NAVADNEGA) POSOJILA:					STROŠKI ZADOLŽEVANJA (V SIT):					
Nominalna vrednost				1.000.000.000	SIT	Nadomestilo za obdelavo		0,60%	6.000.000	
Ročnost				7	let	Nadomestilo za vodenje			0	
Obrestna mera										
Dni v letu				365		Skupaj v SIT			6.000.000	
Polletno izplačilo obresti						V % od zneska			0,60%	
Izplačilo glavnice od zapadlosti										
Linearno obrestovanje						Skupni letni strošek (XIRR)			#NAME?	
Črpanje takoj						Pribitek na osn. obr. mero (v b.t.)			#NAME?	
Izplačilo glavnice ob zapadlosti										
Obroki odplačila	Datum	Št. dni	Črpanje	Stanje glavnice	Izplačilo		Nadomestilo za		Skupaj stroški	Denarni tok
	1.1.2002		1.000.000.000	1.000.000.000			6.000.000		6.000.000	994.000.000
1	1.7.2002	181		1.000.000.000		0		0	0	0
2	1.1.2003	184		1.000.000.000		0		0	0	0
3	1.7.2003	181		1.000.000.000		0		0	0	0
4	1.1.2004	184		1.000.000.000		0		0	0	0
5	1.7.2004	182		1.000.000.000		0		0	0	0
6	1.1.2005	184		1.000.000.000		0		0	0	0
7	1.7.2005	181		1.000.000.000		0		0	0	0
8	1.1.2006	184		1.000.000.000		0		0	0	0
9	1.7.2006	181		1.000.000.000		0		0	0	0
10	1.1.2007	184		1.000.000.000		0		0	0	0
11	1.7.2007	181		1.000.000.000		0		0	0	0
12	1.1.2008	184		1.000.000.000		0		0	0	0
13	1.7.2008	182		1.000.000.000		0		0	0	0
14	1.1.2009	184		0	1.000.000.000	0			0	-1.000.000.000
Skupaj			1.000.000.000		1.000.000.000	0	6.000.000	0	6.000.000	-6.000.000

Priloga 5: Stroški zadolževanja z najemom posojila v znesku 5 milijard SIT in z ročnostjo 7 let

NAJEM POSOJILA V VIŠINI 5 MRD SIT IN Z ROČNOSTJO 7 LET											
ZNAČILNOSTI (SINDICIRANEGA) POSOJILA:					STROŠKI ZADOLŽEVANJA (V SIT):						
Nominalna vrednost		5.000.000.000			SIT		Nadomestilo za obdelavo		0,60%	30.000.000	
Ročnost		7 let					Nadomestilo za vodenje		12.075.000	1.725.000	
Obrestna mera									230	7.500	EUR
Dni v letu		365									
Polletno izplačilo obresti							Skupaj v SIT		42.075.000		
Izplačilo glavnice od zapadlosti							V % od zneska		0,84%		
Linearno obrestovanje											
Črpanje takoj							Skupni letni strošek (XIRR)		#NAME?		
Izplačilo glavnice ob zapadlosti							Pribitek na osn. obr. mero (v b.t.)		#NAME?		
Obroki odplačila	Datum	Št. dni	Črpanje	Stanje glavnice	Izplačilo		Nadomestilo za		Skupaj stroški	Denarni tok	
					Glavnica	Obresti	obdelavo	vodenje			
	1.1.2002		5.000.000.000	5.000.000.000			30.000.000		30.000.000	4.970.000.000	
1	1.7.2002	181		5.000.000.000		0		1.725.000	1.725.000	-1.725.000	
2	1.1.2003	184		5.000.000.000		0			0	0	
3	1.7.2003	181		5.000.000.000		0		1.725.000	1.725.000	-1.725.000	
4	1.1.2004	184		5.000.000.000		0			0	0	
5	1.7.2004	182		5.000.000.000		0		1.725.000	1.725.000	-1.725.000	
6	1.1.2005	184		5.000.000.000		0			0	0	
7	1.7.2005	181		5.000.000.000		0		1.725.000	1.725.000	-1.725.000	
8	1.1.2006	184		5.000.000.000		0			0	0	
9	1.7.2006	181		5.000.000.000		0		1.725.000	1.725.000	-1.725.000	
10	1.1.2007	184		5.000.000.000		0			0	0	
11	1.7.2007	181		5.000.000.000		0		1.725.000	1.725.000	-1.725.000	
12	1.1.2008	184		5.000.000.000		0			0	0	
13	1.7.2008	182		5.000.000.000		0		1.725.000	1.725.000	-1.725.000	
14	1.1.2009	184		0	5.000.000.000	0			0	-5.000.000.000	
Skupaj			5.000.000.000		5.000.000.000	0	30.000.000	12.075.000	42.075.000	-42.075.000	

Priloga 6: Stroški zadolževanja z najemom posojila v znesku 10 milijard SIT in z ročnostjo 7 let

NAJEM POSOJILA V VIŠINI 10 MRD SIT IN Z ROČNOSTJO 7 LET										
ZNAČILNOSTI (SINDICIRANEGA) POSOJILA:					STROŠKI ZADOLŽEVANJA (V SIT):					
Nominalna vrednost		10.000.000.000			SIT	Nadomestilo za obdelavo		0,60%	60.000.000	
Ročnost		7 let				Nadomestilo za vodenje		12.075.000	1.725.000	
Obrestna mera								230	7.500 EUR	
Dni v letu		365								
Polletno izplačilo obresti						Skupaj v SIT		72.075.000		
Izplačilo glavnice od zapadlosti						V % od zneska		0,72%		
Linearno obrestovanje										
Črpanje takoj						Skupni letni strošek (XIRR)		#NAME?		
Izplačilo glavnice ob zapadlosti						Pribitek na osn. obr. mero (v b.t.)		#NAME?		
Obroki odplačila	Datum	Št. dni	Črpanje	Stanje glavnice	Izplačilo		Nadomestilo za		Skupaj stroški	Denarni tok
					Glavnica	Obresti	obdelavo	vodenje		
	1.1.2002		10.000.000.000	10.000.000.000			60.000.000		60.000.000	9.940.000.000
1	1.7.2002	181		10.000.000.000		0		1.725.000	1.725.000	-1.725.000
2	1.1.2003	184		10.000.000.000		0			0	0
3	1.7.2003	181		10.000.000.000		0		1.725.000	1.725.000	-1.725.000
4	1.1.2004	184		10.000.000.000		0			0	0
5	1.7.2004	182		10.000.000.000		0		1.725.000	1.725.000	-1.725.000
6	1.1.2005	184		10.000.000.000		0			0	0
7	1.7.2005	181		10.000.000.000		0		1.725.000	1.725.000	-1.725.000
8	1.1.2006	184		10.000.000.000		0			0	0
9	1.7.2006	181		10.000.000.000		0		1.725.000	1.725.000	-1.725.000
10	1.1.2007	184		10.000.000.000		0			0	0
11	1.7.2007	181		10.000.000.000		0		1.725.000	1.725.000	-1.725.000
12	1.1.2008	184		10.000.000.000		0			0	0
13	1.7.2008	182		10.000.000.000		0		1.725.000	1.725.000	-1.725.000
14	1.1.2009	184		0	10.000.000.000	0			0	-10.000.000.000
Skupaj			10.000.000.000		10.000.000.000	0	60.000.000	12.075.000	72.075.000	-72.075.000

Priloga 7: Stroški zadolževanja z izdajo obveznic v znesku 1 milijarde SIT in z ročnostjo 15 let

IZDAJA OBVEZNIC V VIŠINI 1 MRD SIT IN Z ROČNOSTJO 15 LET															
ZNAČILNOSTI OBVEZNICE:				STROŠKI ZADOLŽEVANJA (V SIT):				Z DDV		20%					
Nominalna vrednost			1.000.000.000	SIT	KDD		103.000	123.600							
Ročnost			15	let			2.900.000	232.000	3.480.000						
Obrestna mera					ATVP			1.500.000							
Dni v letu			365	dni	Investicijski bankir			1%	10.000.000						
Polletno izplačilo obresti					Plačilni agent	50	1.000	50.000	1.500.000						
Izplačilo glavnice od zapadlosti					Javna objava			500.000							
Linearno obrestovanje					Prospekt			200.000							
Črpanje takoj					Trženje			100.000							
Obročno izplačevanje glavnice			62.500.000	SIT											
Moratorij na izplačevanje glavnice			7	let	Skupaj v SIT			17.403.600							
					V % od zneska			1,74%							
					Skupni letni strošek (XIRR)			#NAME?							
					Pribitek na osn. obr. mero (v b.t.)			#NAME?							
Kupon	Datum	Št. dni	Črpanje	Stanje glavnice	Izplačilo Glavnica	Obresti	KDD	Investicijski bankir	ATVP	Plačilni agent	Javna objava	Prospekt	Trženje	Skupaj stroški	Denarni tok
	1.1.2002		1.000.000.000	1.000.000.000			123.600	10.000.000							
1	1.7.2002	181		1.000.000.000		0	232.000		1.500.000	50.000	500.000	100.000	100.000	10.323.600	989.676.400
2	1.1.2003	184		1.000.000.000		0				50.000				50.000	-50.000
3	1.7.2003	181		1.000.000.000		0	232.000			50.000				282.000	-282.000
4	1.1.2004	184		1.000.000.000		0				50.000				50.000	-50.000
5	1.7.2004	182		1.000.000.000		0	232.000			50.000				282.000	-282.000
6	1.1.2005	184		1.000.000.000		0				50.000				50.000	-50.000
7	1.7.2005	181		1.000.000.000		0	232.000			50.000				282.000	-282.000
8	1.1.2006	184		1.000.000.000		0				50.000				50.000	-50.000
9	1.7.2006	181		1.000.000.000		0	232.000			50.000				282.000	-282.000
10	1.1.2007	184		1.000.000.000		0				50.000				50.000	-50.000
11	1.7.2007	181		1.000.000.000		0	232.000			50.000				282.000	-282.000
12	1.1.2008	184		1.000.000.000		0				50.000				50.000	-50.000
13	1.7.2008	182		1.000.000.000		0	232.000			50.000				282.000	-282.000
14	1.1.2009	184		1.000.000.000		0				50.000				50.000	-50.000
15	1.7.2009	181		937.500.000	62.500.000	0	232.000			50.000				282.000	-62.782.000
16	1.1.2010	184		875.000.000	62.500.000	0				50.000				50.000	-62.550.000
17	1.7.2010	181		812.500.000	62.500.000	0	232.000			50.000				282.000	-62.782.000
18	1.1.2011	184		750.000.000	62.500.000	0				50.000				50.000	-62.550.000
19	1.7.2011	181		687.500.000	62.500.000	0	232.000			50.000				282.000	-62.782.000
20	1.1.2012	184		625.000.000	62.500.000	0				50.000				50.000	-62.550.000
21	1.7.2012	182		562.500.000	62.500.000	0	232.000			50.000				282.000	-62.782.000
22	1.1.2013	184		500.000.000	62.500.000	0				50.000				50.000	-62.550.000
23	1.7.2013	181		437.500.000	62.500.000	0	232.000			50.000				282.000	-62.782.000
24	1.1.2014	184		375.000.000	62.500.000	0				50.000				50.000	-62.550.000
25	1.7.2014	181		312.500.000	62.500.000	0	232.000			50.000				282.000	-62.782.000
26	1.1.2015	184		250.000.000	62.500.000	0				50.000				50.000	-62.550.000
27	1.7.2015	181		187.500.000	62.500.000	0	232.000			50.000				282.000	-62.782.000
28	1.1.2016	184		125.000.000	62.500.000	0				50.000				50.000	-62.550.000
29	1.7.2016	182		62.500.000	62.500.000	0	232.000			50.000				282.000	-62.782.000
30	1.1.2017	184		0	62.500.000	0				50.000				50.000	-62.550.000
Skupaj			1.000.000.000		1.000.000.000	0	3.603.600	10.000.000	1.500.000	1.500.000	500.000	200.000	100.000	17.403.600	-17.403.600

Priloga 8: Stroški zadolževanja z izdajo obveznic v znesku 5 milijard SIT in z ročnostjo 15 let

IZDAJA OBVEZNIC V VIŠINI 5 MRD SIT IN Z ROČNOSTJO 15 LET															
ZNAČILNOSTI OBVEZNICE:					STROŠKI ZADOLŽEVANJA (V SIT):					Z DDV 20%					
Nominalna vrednost				5.000.000.000	SIT				KDD	103.000	123.600				
Ročnost				15	let					9.500.000	760.000	11.400.000			
Obrestna mera									ATVP		1.500.000				
Dni v letu				365	dni				Investicijski bankir		1%	50.000.000			
Polletno izplačilo obresti									Plačilni agent	50	1.000	50.000	1.500.000		
Izplačilo glavnice od zapadlosti									Javna objava			500.000			
Linearno obrestovanje									Prospekt			200.000			
Črpanje takoj									Trženje			100.000			
Obročno izplačevanje glavnice				312.500.000	SIT										
Moratorij na izplačevanje glavnice					7	let			Skupaj v SIT			65.323.600			
									V % od zneska			1,31%			
									Skupni letni strošek (XIRR)			#NAME?			
									Pribitek na osn. obr. mero (v b.t.)			#NAME?			
Kupon	Datum	Št. dni	Črpanje	Stanje glavnice	Izplačilo Glavnica	Obresti	KDD	Investicijski bankir	ATVP	Plačilni agent	Javna objava	Prospekt	Trženje	Skupaj stroški	Denarni tok
	1.1.2002		5.000.000.000	5.000.000.000			123.600	50.000.000							4.949.676.400
1	1.7.2002	181		5.000.000.000		0	760.000		1.500.000	50.000	500.000	100.000	100.000	50.323.600	-2.910.000
2	1.1.2003	184		5.000.000.000		0				50.000				50.000	-50.000
3	1.7.2003	181		5.000.000.000		0	760.000			50.000				810.000	-810.000
4	1.1.2004	184		5.000.000.000		0				50.000				50.000	-50.000
5	1.7.2004	182		5.000.000.000		0	760.000			50.000				810.000	-810.000
6	1.1.2005	184		5.000.000.000		0				50.000				50.000	-50.000
7	1.7.2005	181		5.000.000.000		0	760.000			50.000				810.000	-810.000
8	1.1.2006	184		5.000.000.000		0				50.000				50.000	-50.000
9	1.7.2006	181		5.000.000.000		0	760.000			50.000				810.000	-810.000
10	1.1.2007	184		5.000.000.000		0				50.000				50.000	-50.000
11	1.7.2007	181		5.000.000.000		0	760.000			50.000				810.000	-810.000
12	1.1.2008	184		5.000.000.000		0				50.000				50.000	-50.000
13	1.7.2008	182		5.000.000.000		0	760.000			50.000				810.000	-810.000
14	1.1.2009	184		5.000.000.000		0				50.000				50.000	-50.000
15	1.7.2009	181		4.687.500.000	312.500.000	0	760.000			50.000				810.000	-313.310.000
16	1.1.2010	184		4.375.000.000	312.500.000	0				50.000				50.000	-312.550.000
17	1.7.2010	181		4.062.500.000	312.500.000	0	760.000			50.000				810.000	-313.310.000
18	1.1.2011	184		3.750.000.000	312.500.000	0				50.000				50.000	-312.550.000
19	1.7.2011	181		3.437.500.000	312.500.000	0	760.000			50.000				810.000	-313.310.000
20	1.1.2012	184		3.125.000.000	312.500.000	0				50.000				50.000	-312.550.000
21	1.7.2012	182		2.812.500.000	312.500.000	0	760.000			50.000				810.000	-313.310.000
22	1.1.2013	184		2.500.000.000	312.500.000	0				50.000				50.000	-312.550.000
23	1.7.2013	181		2.187.500.000	312.500.000	0	760.000			50.000				810.000	-313.310.000
24	1.1.2014	184		1.875.000.000	312.500.000	0				50.000				50.000	-312.550.000
25	1.7.2014	181		1.562.500.000	312.500.000	0	760.000			50.000				810.000	-313.310.000
26	1.1.2015	184		1.250.000.000	312.500.000	0				50.000				50.000	-312.550.000
27	1.7.2015	181		937.500.000	312.500.000	0	760.000			50.000				810.000	-313.310.000
28	1.1.2016	184		625.000.000	312.500.000	0				50.000				50.000	-312.550.000
29	1.7.2016	182		312.500.000	312.500.000	0	760.000			50.000				810.000	-313.310.000
30	1.1.2017	184		0	312.500.000	0				50.000				50.000	-312.550.000
Skupaj			5.000.000.000		5.000.000.000	0	11.523.600	50.000.000	1.500.000	1.500.000	500.000	200.000	100.000	65.323.600	-65.323.600

Priloga 9: Stroški zadolževanja z izdajo obveznic v znesku 10 milijard SIT in z ročnostjo 15 let

IZDAJA OBVEZNIC V VIŠINI 10 MRD SIT IN Z ROČNOSTJO 15 LET															
ZNAČILNOSTI OBVEZNIČE:					STROŠKI ZADOLŽEVANJA (V SIT):					Z DDV 20%					
Nominalna vrednost				10.000.000.000	SIT				KDD	103.000	123.600				
Ročnost				15	let					12.000.000	960.000	14.400.000			
Obrestna mera									ATVP		1.500.000				
Dni v letu				365	dni				Investicijski bankir	1%	100.000.000				
Polletno izplačilo obresti									Plačilni agent	50	1.000	50.000	1.500.000		
Izplačilo glavnice od zapadlosti									Javna objava			500.000			
Linearno obrestovanje									Prospekt			200.000			
Črpanje takoj									Trženje			100.000			
Obročno izplačevanje glavnice				625.000.000	SIT										
Moratorij na izplačevanje glavnice				7	let				Skupaj v SIT			118.323.600			
									V % od zneska			1,18%			
									Skupni letni strošek (XIRR)			#NAME?			
									Pribitek na osn. obr. mero (v b.t.)			#NAME?			
Kupon	Datum	Št. dni	Črpanje	Stanje glavnice	Izplačilo Glavnica	Obresti	KDD	Investicijski bankir	ATVP	Plačilni agent	Javna objava	Prospekt	Trženje	Skupaj stroški	Denarni tok
	1.1.2002		10.000.000.000	10.000.000.000			123.600	100.000.000				100.000	100.000	100.323.600	9.899.676.400
1	1.7.2002	181		10.000.000.000		0	960.000		1.500.000	50.000	500.000	100.000		3.110.000	-3.110.000
2	1.1.2003	184		10.000.000.000		0				50.000				50.000	-50.000
3	1.7.2003	181		10.000.000.000		0	960.000			50.000				1.010.000	-1.010.000
4	1.1.2004	184		10.000.000.000		0				50.000				50.000	-50.000
5	1.7.2004	182		10.000.000.000		0	960.000			50.000				1.010.000	-1.010.000
6	1.1.2005	184		10.000.000.000		0				50.000				50.000	-50.000
7	1.7.2005	181		10.000.000.000		0	960.000			50.000				1.010.000	-1.010.000
8	1.1.2006	184		10.000.000.000		0				50.000				50.000	-50.000
9	1.7.2006	181		10.000.000.000		0	960.000			50.000				1.010.000	-1.010.000
10	1.1.2007	184		10.000.000.000		0				50.000				50.000	-50.000
11	1.7.2007	181		10.000.000.000		0	960.000			50.000				1.010.000	-1.010.000
12	1.1.2008	184		10.000.000.000		0				50.000				50.000	-50.000
13	1.7.2008	182		10.000.000.000		0	960.000			50.000				1.010.000	-1.010.000
14	1.1.2009	184		10.000.000.000		0				50.000				50.000	-50.000
15	1.7.2009	181		9.375.000.000	625.000.000	0	960.000			50.000				1.010.000	-626.010.000
16	1.1.2010	184		8.750.000.000	625.000.000	0				50.000				50.000	-625.050.000
17	1.7.2010	181		8.125.000.000	625.000.000	0	960.000			50.000				1.010.000	-626.010.000
18	1.1.2011	184		7.500.000.000	625.000.000	0				50.000				50.000	-625.050.000
19	1.7.2011	181		6.875.000.000	625.000.000	0	960.000			50.000				1.010.000	-626.010.000
20	1.1.2012	184		6.250.000.000	625.000.000	0				50.000				50.000	-625.050.000
21	1.7.2012	182		5.625.000.000	625.000.000	0	960.000			50.000				1.010.000	-626.010.000
22	1.1.2013	184		5.000.000.000	625.000.000	0				50.000				50.000	-625.050.000
23	1.7.2013	181		4.375.000.000	625.000.000	0	960.000			50.000				1.010.000	-626.010.000
24	1.1.2014	184		3.750.000.000	625.000.000	0				50.000				50.000	-625.050.000
25	1.7.2014	181		3.125.000.000	625.000.000	0	960.000			50.000				1.010.000	-626.010.000
26	1.1.2015	184		2.500.000.000	625.000.000	0				50.000				50.000	-625.050.000
27	1.7.2015	181		1.875.000.000	625.000.000	0	960.000			50.000				1.010.000	-626.010.000
28	1.1.2016	184		1.250.000.000	625.000.000	0				50.000				50.000	-625.050.000
29	1.7.2016	182		625.000.000	625.000.000	0	960.000			50.000				1.010.000	-626.010.000
30	1.1.2017	184		0	625.000.000	0				50.000				50.000	-625.050.000
Skupaj			10.000.000.000		10.000.000.000	0	14.523.600	100.000.000	1.500.000	1.500.000	500.000	200.000	100.000	118.323.600	-118.323.600

Priloga 10: Stroški zadolževanja z najemom posojila v znesku 1 milijarde SIT in z ročnostjo 15 let

NAJEM POSOJILA V VIŠINI 1 MRD SIT IN Z ROČNOSTJO 15 LET										
ZNAČILNOSTI (NAVADNEGA) POSOJILA:					STROŠKI ZADOLŽEVANJA (V SIT):					
Nominalna vrednost		1.000.000.000 SIT			Nadomestilo za obdelavo		0,60%	6.000.000		
Ročnost		15 let			Nadomestilo za vodenje		0			
Obrestna mera					Skupaj v SIT		6.000.000			
Dni v letu		365			V % od zneska		0,60%			
Polletno izplačilo obresti					Skupni letni strošek (XIRR)		#NAME?			
Linearno obrestovanje					Pribitek na osn. obr. mero (v b.t.)		#NAME?			
Črpanje takoj					Obročno izplačevanje glavnice		62.500.000 SIT			
Moratorij na izplačevanje glavnice		7								
Obroki odplačila	Datum	Št. dni	Črpanje	Stanje glavnice	Izplačilo		Nadomestilo za		Skupaj	
					Glavnica	Obresti	obdelavo	vodenje	stroški	
									Denarni tok	
	1.1.2002		1.000.000.000	1.000.000.000			6.000.000		6.000.000	994.000.000
1	1.7.2002	181		1.000.000.000		0		0	0	0
2	1.1.2003	184		1.000.000.000		0			0	0
3	1.7.2003	181		1.000.000.000		0		0	0	0
4	1.1.2004	184		1.000.000.000		0			0	0
5	1.7.2004	182		1.000.000.000		0		0	0	0
6	1.1.2005	184		1.000.000.000		0			0	0
7	1.7.2005	181		1.000.000.000		0		0	0	0
8	1.1.2006	184		1.000.000.000		0			0	0
9	1.7.2006	181		1.000.000.000		0		0	0	0
10	1.1.2007	184		1.000.000.000		0			0	0
11	1.7.2007	181		1.000.000.000		0		0	0	0
12	1.1.2008	184		1.000.000.000		0			0	0
13	1.7.2008	182		1.000.000.000		0		0	0	0
14	1.1.2009	184		1.000.000.000		0			0	0
15	1.7.2009	181		937.500.000	62.500.000	0		0	0	-62.500.000
16	1.1.2010	184		875.000.000	62.500.000	0			0	-62.500.000
17	1.7.2010	181		812.500.000	62.500.000	0		0	0	-62.500.000
18	1.1.2011	184		750.000.000	62.500.000	0			0	-62.500.000
19	1.7.2011	181		687.500.000	62.500.000	0		0	0	-62.500.000
20	1.1.2012	184		625.000.000	62.500.000	0			0	-62.500.000
21	1.7.2012	182		562.500.000	62.500.000	0		0	0	-62.500.000
22	1.1.2013	184		500.000.000	62.500.000	0			0	-62.500.000
23	1.7.2013	181		437.500.000	62.500.000	0		0	0	-62.500.000
24	1.1.2014	184		375.000.000	62.500.000	0			0	-62.500.000
25	1.7.2014	181		312.500.000	62.500.000	0		0	0	-62.500.000
26	1.1.2015	184		250.000.000	62.500.000	0			0	-62.500.000
27	1.7.2015	181		187.500.000	62.500.000	0		0	0	-62.500.000
28	1.1.2016	184		125.000.000	62.500.000	0			0	-62.500.000
29	1.7.2016	182		62.500.000	62.500.000	0		0	0	-62.500.000
30	1.1.2017	184		0	62.500.000	0			0	-62.500.000
Skupaj			1.000.000.000		1.000.000.000	0	6.000.000	0	6.000.000	-6.000.000

Priloga 11: Stroški zadolževanja z najemom posojila v znesku 5 milijard SIT in z ročnostjo 15 let

NAJEM POSOJILA V VIŠINI 5 MRD SIT IN Z ROČNOSTJO 15 LET										
ZNAČILNOSTI (SINDICIRANEGA) POSOJILA:					STROŠKI ZADOLŽEVANJA (V SIT):					
Nominalna vrednost			5.000.000.000	SIT	Nadomestilo za obdelavo	0,60%	30.000.000			
Ročnost			15	let	Nadomestilo za vodenje	25.875.000	1.725.000			
Obrestna mera						230	7.500	EUR		
Dni v letu			365							
Polletno izplačilo obresti					Skupaj v SIT		55.875.000			
Izplačilo glavnice od zapadlosti					V % od zneska		1,12%			
Linearno obrestovanje										
Črpanje takoj					Skupni letni strošek (XIRR)		#NAME?			
Obročno izplačevanje glavnice			312.500.000		Pribitek na osn. obr. mero (v b.t.)		#NAME?			
Moratorij na izplačevanje glavnice			7							
Obroki odplačila	Datum	Št. dni	Črpanje	Stanje glavnice	Izplačilo		Nadomestilo za		Skupaj	
					Glavnica	Obresti	obdelavo	vodenje	stroški	
Denarni tok										
	1.1.2002		5.000.000.000	5.000.000.000			30.000.000		30.000.000	4.970.000.000
1	1.7.2002	181		5.000.000.000		0		1.725.000	1.725.000	-1.725.000
2	1.1.2003	184		5.000.000.000		0			0	0
3	1.7.2003	181		5.000.000.000		0		1.725.000	1.725.000	-1.725.000
4	1.1.2004	184		5.000.000.000		0			0	0
5	1.7.2004	182		5.000.000.000		0		1.725.000	1.725.000	-1.725.000
6	1.1.2005	184		5.000.000.000		0			0	0
7	1.7.2005	181		5.000.000.000		0		1.725.000	1.725.000	-1.725.000
8	1.1.2006	184		5.000.000.000		0			0	0
9	1.7.2006	181		5.000.000.000		0		1.725.000	1.725.000	-1.725.000
10	1.1.2007	184		5.000.000.000		0			0	0
11	1.7.2007	181		5.000.000.000		0		1.725.000	1.725.000	-1.725.000
12	1.1.2008	184		5.000.000.000		0			0	0
13	1.7.2008	182		5.000.000.000		0		1.725.000	1.725.000	-1.725.000
14	1.1.2009	184		5.000.000.000		0			0	0
15	1.7.2009	181		4.687.500.000	312.500.000	0		1.725.000	1.725.000	-314.225.000
16	1.1.2010	184		4.375.000.000	312.500.000	0			0	-312.500.000
17	1.7.2010	181		4.062.500.000	312.500.000	0		1.725.000	1.725.000	-314.225.000
18	1.1.2011	184		3.750.000.000	312.500.000	0			0	-312.500.000
19	1.7.2011	181		3.437.500.000	312.500.000	0		1.725.000	1.725.000	-314.225.000
20	1.1.2012	184		3.125.000.000	312.500.000	0			0	-312.500.000
21	1.7.2012	182		2.812.500.000	312.500.000	0		1.725.000	1.725.000	-314.225.000
22	1.1.2013	184		2.500.000.000	312.500.000	0			0	-312.500.000
23	1.7.2013	181		2.187.500.000	312.500.000	0		1.725.000	1.725.000	-314.225.000
24	1.1.2014	184		1.875.000.000	312.500.000	0			0	-312.500.000
25	1.7.2014	181		1.562.500.000	312.500.000	0		1.725.000	1.725.000	-314.225.000
26	1.1.2015	184		1.250.000.000	312.500.000	0			0	-312.500.000
27	1.7.2015	181		937.500.000	312.500.000	0		1.725.000	1.725.000	-314.225.000
28	1.1.2016	184		625.000.000	312.500.000	0			0	-312.500.000
29	1.7.2016	182		312.500.000	312.500.000	0		1.725.000	1.725.000	-314.225.000
30	1.1.2017	184		0	312.500.000	0			0	-312.500.000
Skupaj			5.000.000.000		5.000.000.000	0	30.000.000	25.875.000	55.875.000	-55.875.000

Priloga 12: Stroški zadolževanja z najemom posojila v znesku 10 milijard SIT in z ročnostjo 15 let

NAJEM POSOJILA V VIŠINI 10 MRD SIT IN Z ROČNOSTJO 15 LET										
ZNAČILNOSTI (SINDICIRANEGA) POSOJILA:					STROŠKI ZADOLŽEVANJA (V SIT):					
Nominalna vrednost				10.000.000.000	SIT	Nadomestilo za obdelavo	0,60%	60.000.000		
Ročnost				15	let	Nadomestilo za vodenje	25.875.000	1.725.000		
Obrestna mera							230	7.500	EUR	
Dni v letu				365						
Polletno izplačilo obresti						Skupaj v SIT		85.875.000		
Izplačilo glavnice od zapadlosti						V % od zneska		0,86%		
Linearno obrestovanje										
Črpanje takoj						Skupni letni strošek (XIRR)		#NAME?		
Obročno izplačevanje glavnice				625.000.000		Pribitek na osn. obr. mero (v b.t.)		#NAME?		
Moratorij na izplačevanje glavnice				7						
Obroki odplačila	Datum	Št. dni	Črpanje	Stanje glavnice	Izplačilo Glavnica	Obresti	Nadomestilo za obdelavo	vodenje	Skupaj stroški	Denarni tok
	1.1.2002		10.000.000.000	10.000.000.000			60.000.000		60.000.000	9.940.000.000
1	1.7.2002	181		10.000.000.000		0		1.725.000	1.725.000	-1.725.000
2	1.1.2003	184		10.000.000.000		0			0	0
3	1.7.2003	181		10.000.000.000		0		1.725.000	1.725.000	-1.725.000
4	1.1.2004	184		10.000.000.000		0			0	0
5	1.7.2004	182		10.000.000.000		0		1.725.000	1.725.000	-1.725.000
6	1.1.2005	184		10.000.000.000		0			0	0
7	1.7.2005	181		10.000.000.000		0		1.725.000	1.725.000	-1.725.000
8	1.1.2006	184		10.000.000.000		0			0	0
9	1.7.2006	181		10.000.000.000		0		1.725.000	1.725.000	-1.725.000
10	1.1.2007	184		10.000.000.000		0			0	0
11	1.7.2007	181		10.000.000.000		0		1.725.000	1.725.000	-1.725.000
12	1.1.2008	184		10.000.000.000		0			0	0
13	1.7.2008	182		10.000.000.000		0		1.725.000	1.725.000	-1.725.000
14	1.1.2009	184		10.000.000.000		0			0	0
15	1.7.2009	181		9.375.000.000	625.000.000	0		1.725.000	1.725.000	-626.725.000
16	1.1.2010	184		8.750.000.000	625.000.000	0			0	-625.000.000
17	1.7.2010	181		8.125.000.000	625.000.000	0		1.725.000	1.725.000	-626.725.000
18	1.1.2011	184		7.500.000.000	625.000.000	0			0	-625.000.000
19	1.7.2011	181		6.875.000.000	625.000.000	0		1.725.000	1.725.000	-626.725.000
20	1.1.2012	184		6.250.000.000	625.000.000	0			0	-625.000.000
21	1.7.2012	182		5.625.000.000	625.000.000	0		1.725.000	1.725.000	-626.725.000
22	1.1.2013	184		5.000.000.000	625.000.000	0			0	-625.000.000
23	1.7.2013	181		4.375.000.000	625.000.000	0		1.725.000	1.725.000	-626.725.000
24	1.1.2014	184		3.750.000.000	625.000.000	0			0	-625.000.000
25	1.7.2014	181		3.125.000.000	625.000.000	0		1.725.000	1.725.000	-626.725.000
26	1.1.2015	184		2.500.000.000	625.000.000	0			0	-625.000.000
27	1.7.2015	181		1.875.000.000	625.000.000	0		1.725.000	1.725.000	-626.725.000
28	1.1.2016	184		1.250.000.000	625.000.000	0			0	-625.000.000
29	1.7.2016	182		625.000.000	625.000.000	0		1.725.000	1.725.000	-626.725.000
30	1.1.2017	184		0	625.000.000	0			0	-625.000.000
Skupaj			10.000.000.000		10.000.000.000	0	60.000.000	25.875.000	85.875.000	-85.875.000