

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**ANALIZA IZDAJ SLOVENSКИH PODJETNIŠKIH OBVEZNIC IN
KOMERCIALNIH ZAPISOV V OBDOBJU 2009–2015**

Ljubljana, junij 2016

VALTER GRILANC

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisani Valter Grilanc, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtor predloženega dela z naslovom Analiza izdaj slovenskih podjetniških obveznic in komercialnih zapisov v obdobju 2009–2015, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem prof. dr. Markom Pahorjem

IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravil samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo predloženega dela jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem poskrbel, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani;
4. da se zavedam, da je plagiatstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobil vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označil;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnal v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobil soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu preko Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi.

V Ljubljani, dne _____

Podpis študenta: _____

KAZALO

UVOD	1
1 DOLŽNIŠKI VREDNOSTNI PAPIRJI	3
1.1 Definicija finančnih trgov	3
1.1.1 Trg denarja	4
1.1.2 Trg kapitala	5
1.2 Podjetniški dolžniški vrednostni papirji	5
2 PODJETNIŠKE OBVEZNICE IN KOMERCIALNI ZAPISI.....	5
2.1 Zakonska podlaga	5
2.2 Lastnosti in značilnosti	7
2.2.1 Izdaja v nematerializirani obliki.....	7
2.2.2 Prenosljivost	7
2.2.3 Komercialni zapisi.....	7
2.2.4 Obveznice.....	8
2.2.5 Donosnost obveznic in komercialnih zapisov	9
2.2.5.1 Določanje vrednosti obveznic.....	9
2.2.5.2 Krivulja donosnosti	10
2.2.5.3 Nominalni razmiki donosnosti.....	12
2.3 Tveganja, povezana s komercialnimi zapisi in obveznicami	14
2.3.1 Obrestno tveganje (angl. <i>market risk</i> ali <i>interest-rate risk</i>)	14
2.3.2 Tveganje reinvestiranja (angl. <i>reinvestment risk</i>)	16
2.3.3 Tveganje predčasnega odpoklica (angl. <i>timing risk</i> ali <i>call risk</i>).....	16
2.3.4 Kreditno tveganje (angl. <i>credit risk</i>)	17
2.3.4.1 Tveganje spremembe kreditnega razmika (angl. <i>credit-spread risk</i>).....	19
2.3.4.2 Zmanjševanje tveganja z zavarovanji	20
2.3.4.3 Finančna analiza izdajateljcev ter finančni kazalniki posameznih bonitetnih razredov	20
2.3.5 Tveganje premika krivulje donosnosti (angl. <i>yield curve risk</i>).....	21
2.3.6 Tveganje spremembe kupne moči (angl. <i>inflation risk</i> ali <i>purchasing power risk</i>).....	22
2.3.7 Likvidnostno tveganje (angl. <i>liquidity risk</i>)	22
2.3.8 Valutno tveganje (angl. <i>exchange rate risk</i> ali <i>currency risk</i>)	23
2.3.9 Nestanovitnostno tveganje (angl. <i>volatility risk</i>).....	24
2.3.10 Politično ali pravno tveganje (angl. <i>political risk</i> ali <i>legal risk</i>).....	24
2.3.11 Tveganje nastanka nepričakovanih neugodnih dogodkov (angl. <i>event risk</i>)	25
2.3.12 Tveganje, povezano z določenim sektorjem (angl. <i>sector risk</i>).....	25
3 RAZLOGI ZA POJAV PODJETNIŠKIH DOLŽNIŠKIH FINANČNIH INSTRUMENTOV V SLOVENIJI V OBDOBJU OD LETA 2009 DO LETA 2015.....	26
3.1 Razmere v domačem bančnem sistemu	26
3.1.1 Visoka zadolženost slovenskih podjetij in nizke stopnje rasti gospodarstva	26

3.1.2	Evropska dolžniška kriza in njen vpliv na kreditne pribitke slovenskih državnih obveznic	27
3.1.3	Povečevanje stečajnih postopkov, slabih terjatev, slabitev bank	29
3.1.4	Nenaklonjenost domačih bank h kreditiranju domačih podjetij	30
3.1.4.1	Nekonkurenčnost domačih bank pri ponujanju ugodnih obrestnih mer na kredite.....	31
3.1.5	Moralni hazard manjših bank in zadovoljstvo depozitnih varčevalcev	33
3.1.6	Nujna sanacija in stabilizacija domačega bančnega	34
3.1.7	Znižanje depozitnih obrestnih mer v Sloveniji	34
3.2	Izdajatelji in investitorji.....	35
3.2.1	Vidik izdajateljev (podjetij)	35
3.2.1.1	Razlogi za izdajo.....	36
3.2.1.2	Primerni izdajatelji podjetniških komercialnih zapisov ali obveznic	38
3.2.1.3	Časovni okvir izvedbe postopka izdaje komercialnih zapisov ali obveznic.....	38
3.2.2	Vidik investitorjev (vlagateljev)	39
3.2.2.1	Vzpostavljanje zaupanja v finančne instrumente	42
3.2.2.2	Prenosljivost komercialnih zapisov in obveznic	43
3.2.2.3	Pomen kotacije na organiziranem trgu	44
3.2.2.4	Kotacija na organiziranem trgu v luči naložbenih politik nekaterih vlagateljev.....	45
3.2.2.5	Transparentnost lastništva in zaveze	46
4	IZDAJE PODJETNIŠKIH DOLŽNIŠKIH FINANČNIH INSTRUMENTOV V SLOVENIJI.....	47
4.1	Kratka zgodovina in zajeti podatki v analizo	47
4.2	Način in potek prvih prodaj komercialnih zapisov in podjetniških obveznic	49
4.2.1	Prva prodaja podjetniških komercialnih zapisov	49
4.2.2	Izdaja podjetniških obveznic.....	51
4.3	Izdajatelji podjetniških obveznic in komercialnih zapisov v obdobju 2009–2015	52
4.4	Vlagatelji v podjetniške obveznice in komercialne zapise.....	53
4.5	Analiza števila in velikosti izdaj	55
4.5.1	Mednarodna izdaja ali izdaja preko Ljubljanske borze vrednostnih papirjev?.....	59
4.5.2	Zakaj več slovenskih podjetij ne izdaja komercialnih zapisov ali obveznic?.....	62
4.6	Analiza stroškov izdaj	63
4.6.1	Stroški povezani s KDD.....	65
4.6.1.1	Stroški na strani vlagateljev	65
4.6.1.2	Stroški izdajateljev v povezavi s KDD pri izdajah komercialnih zapisov	66
4.6.1.3	Stroški izdajateljev v povezavi s KDD pri izdajah obveznic.....	67
4.6.1.4	Stroški izdajateljev v povezavi s KDD pri izdajah obveznic ali komercialnih zapisov preko plavajočega računa pri KDD.....	68
4.6.2	Stroški povezani z uvrstitvijo vrednostnih papirjev na organizirano trgovanje na LJSE	69
4.6.2.1	Uvrščanje vrednostnih papirjev na LJSE	69
4.6.2.2	Stroški razkrivanja podatkov preko javnih objav	69

4.6.3	Stroški borznega člana (borznoposredniške družbe ali banke)	70
4.6.4	Stroški predstavitev oz. trženja izdaje.....	72
4.6.5	Stroški ATVP v povezavi z odobritvijo prospekta.....	72
4.6.6	Morebitni stroški drugih zunanjih svetovalcev	73
4.7	Analiza ročnosti dosedanjih izdaj.....	73
4.7.1	Komercialni zapisi.....	74
4.7.2	Obveznice.....	75
4.8	Analiza obrestnih mer dosedanjih izdaj.....	77
4.8.1	Podjetniški komercialni zapisi vs. zakladne menice Republike Slovenije.....	78
4.8.2	Donosnost domačih podjetniških obveznic.....	81
4.8.3	Linearna modela multiple regresije.....	84
4.8.3.1	Linearni model multiple regresije za domače podjetniške komercialne zapise.....	84
4.8.3.2	Linearni model multiple regresije za domače podjetniške obveznice.....	88
	SKLEP.....	92
	LITERATURA IN VIRI.....	96
	PRILOGE	

KAZALO TABEL

Tabela 1:	Primerjava bonitetnih ocen za podjetniške obveznice treh največjih svetovnih bonitetnih agencij	18
Tabela 2:	Vrednosti finančnih kazalnikov za dolgoročni dolg po posameznem bonitetnem razredu (izdajatelji iz ZDA za obdobje 2002–2004) (prikazane so triletne mediane).....	21
Tabela 3:	Gibanje bonitetnih ocen Slovenije ter nekaterih izbranih evropskih držav.....	28
Tabela 4:	Razlike v odstotnih točkah med naložbami v slovenske bančne vloge ali obveznice in obveznice izdajateljev evroobmočja z bonitetno oceno AAA podobne ročnosti	42
Tabela 5:	Izdaje podjetniških obveznic v Sloveniji v obdobju od 31. 12. 2008 do 31. 12. 2015 po izdajateljih	52
Tabela 6:	Izdaje podjetniških KZ v Sloveniji v obdobju od 31. 12. 2008 do 31. 12. 2015 po izdajateljih	53
Tabela 7:	Izdaje podjetniških obveznic domačih izdajateljev v obdobju 2009–2015 po letih z navedbo ročnosti izdaje	56
Tabela 8:	Izdaje podjetniških KZ domačih izdajateljev v obdobju 2009–2015 po letih z navedbo ročnosti izdaje	56
Tabela 9:	Zgodovina bonitetnih ocen Telekoma Slovenije d. d. podanih s strani bonitetne agencije Moody's	60
Tabela 10:	Prikaz izdaj KZ in obveznic podjetja Petrol d. d. v obdobju 2009–2015	62
Tabela 11:	Letno nadomestilo KDD, ki se odmeri v odstotku od skupne nominalne vrednosti KZ po naslednji lestvici (cene brez DDV)	66

Tabela 12: Letno nadomestilo KDD za obveznice (cene brez DDV).....	67
Tabela 13: Nadomestila LJSE v povezavi s kotacijo KZ ali obveznic na organiziran trg LJSE.....	69
Tabela 14: Število in vrednost izdaj KZ po letih glede na njihovo ročnost.....	74
Tabela 15: Število in vrednost izdaj podjetniških obveznic po letih glede na njihovo ročnost.....	75
Tabela 16: Kreditni pribitki podjetniških KZ izdanih v obdobju 2009–2015 nad donosnostmi primerljivih zakladnih menic Republike Slovenije	79
Tabela 17: Kreditni pribitki donosnosti na domače podjetniške obveznice ob njihovi izdaji.....	81
Tabela 18: Rezultati regresije za kreditne pribitke domačih podjetniških komercialnih zapisov nad donosnostjo zakladnih menic Republike Slovenije.....	87
Tabela 19: Rezultati regresije za kreditne pribitke domačih podjetniških obveznic nad donosnostjo obveznic Republike Slovenije primerljive ročnosti.....	91

KAZALO SLIK

Slika 1: Ponazoritev delitev strukture finančnih trgov	4
Slika 2: Prikaz krivulj donosnosti različnih evropskih držav na dan 22. 12. 2015.....	11
Slika 3: Osnovne oblike krivulj donosnosti.....	12
Slika 4: Grafični prikaz krivulje donosnosti različnih vrst obveznic	13
Slika 5: Harmoniziran indeks cen življenjskih potrebščin za obdobje 2009–2015 za Slovenijo in članice Evropske monetarne unije (EMU).....	22
Slika 6 a in b: Razmerje med dolžniškim in lastniškim in financiranjem domačih podjetij	27
Slika 7: Rast obsega slovenskega bruto domačega proizvoda v % ter delež investicij v odstotkih BDP.....	27
Slika 8: Gibanje krivulje zahtevanih donosnosti na 10-letne obveznice finančno manj stabilnih evropskih držav glede na zahtevane donosnosti na 10-letne nemške obveznice.....	29
Slika 9: Število začelih stečajnih postopkov v Sloveniji konec posameznega leta	29
Slika 10: Zneski terjatev z zamudami po intervalih v milijonih EUR.....	30
Slika 11: Stroški oslabitev in rezervacij domačih bank v milijonih EUR	30
Slika 12: Raven kreditnih standardov slovenskih bank pri posojilih podjetjem	31
Slika 13: Medletne stopnje rasti posojil podjetjem.....	31
Slika 14: Primerjava obrestnih mer v Sloveniji z evroobmočjem za posojila podjetjem nad 1 milijon evrov.....	32
Slika 15: Stanja posojil podjetjem iz tujine po sektorju tujega upnika.....	32
Slika 16: Primerjava gibanja obrestnih na vezane vloge do 1 leta za nefinančne družbe v Sloveniji in na evroobmočju od 31. 12. 2008 do 31. 12. 2012.....	33
Slika 17: Primerjava gibanja obrestnih na vezane vloge do 1 leta za nefinančne družbe v Sloveniji in na evroobmočju od 31. 12. 2009 do 31. 10. 2015.....	34
Slika 18: Primer časovnega okvirja postopka izdaje podjetniških KZ.....	39

Slika 19:	Primerjava donosnosti različnih finančnih instrumentov, katerih ročnost je do 5 let	41
Slika 20:	Primerjava donosnosti različnih finančnih instrumentov, katerih ročnost je 10 let	41
Slika 21:	Predstavitev delovanja slovenskega kapitalnega trga	45
Slika 22:	Struktura vlagateljev v slovenske podjetniške izdaje KZ ter obveznic v obdobju 2012–2015 v %.....	54
Slika 23:	Grafična in tabelarična predstavitev števila in vrednosti izdaj podjetniških KZ in obveznic domačih izdajateljev v obdobju 2009–2015 po letih.....	58
Slika 24:	Grafična predstavitev števila in vrednosti izdaj podjetniških KZ in obveznic domačih izdajateljev v obdobju 2009–2015 po letih – brez mednarodnih izdaj	61
Slika 25:	Ponazoritev obsega izdaj podjetniških KZ in obveznic domačih izdajateljev v obdobju 2009–2015 po letih in ročnosti	73
Slika 26:	Ponazoritev obsega izdaj podjetniških KZ domačih izdajateljev v obdobju 2009–2015 po letih in ročnosti.....	75
Slika 27:	Ponazoritev obsega izdaj podjetniških obveznic domačih izdajateljev v obdobju 2009–2015 po letih in ročnosti.....	76
Slika 28:	Letne obrestne mere za KZ domačih podjetij različnih ročnosti ter gibanje donosnosti 6- in 12-mesečnih zakladnih menic Republike Slovenije	78
Slika 29:	Grafični prikaz obrestnih mer domačih 5-letnih podjetniških obveznic, zahtevane donosnosti za 5-letne državne obveznice Republike Slovenije ter zahtevane donosnosti za 5-letne podjetniške obveznice evropskih izdajateljev z bonitetnimi ocenami BBB	83

UVOD

Obdobje od leta 2009 do leta 2015 je bilo za domače gospodarstvo in bančni sistem izjemno zahtevno. Posledice svetovne finančne krize iz leta 2008 so se pričenjale kazati tudi v realnem sektorju, na dan so prihajale težave domačih podjetij in njihove previsoke zadolženosti. Te težave so se preko slabih posojil prenesle v krizo domačega bančnega sistema, ki je dosegla vrhunec z njegovo sanacijo in dokapitalizacijo domačih bank konec leta 2013. Ob nedelovanju domačega bančnega sistema so domača podjetja iskala alternative financiranja in ena od oblik, ki jih je ponujal (domač in tuj) kapitalski trg, so bile tudi izdaje podjetniških obveznic in komercialnih zapisov. Slednji so se pojavili v obdobju, ko je bil domač bančni sistem tako rekoč v likvidnostnem krču, in so pomenili most med domačimi vlagatelji ter podjetji kot izdajatelji takšnih vrednostnih papirjev, istočasno pa tudi popolnoma novo poglavje razvoja domačega kapitalskega trga. Od začetka leta 2009 do konca leta 2015 je bilo s strani domačih podjetij izdanih kar za 668 milijonov evrov komercialnih zapisov ter za 1.116 milijonov evrov obveznic, zato je smiselno preučiti razloge za tako množičen pojav podjetniških komercialnih zapisov in obveznic, kot tudi različne značilnosti omenjenih izdaj.

Cilja tega magistrskega dela sta: (1) analizirati najpomembnejše značilnosti izdaj podjetniških dolžniških vrednostnih papirjev v Sloveniji v obdobju 2009–2015 ter (2) izdelati modela za določanje kreditnih pribitkov podjetniških komercialnih zapisov in obveznic izdanih v Sloveniji, nad donosnostmi domačih državnih dolžniških vrednostnih papirjev in s tem obrestne mere domačih podjetniških komercialnih zapisov in obveznic.

Nameni tega magistrskega dela so: (1) približati slovenskim podjetjem izdajanje podjetniških komercialnih zapisov ali obveznic za pridobivanje alternativnih virov financiranja, (2) prispevati k novim izdajam podjetniških komercialnih zapisov ali obveznic v Sloveniji in s tem prispevati k razvoju domačega kapitalskega trga ter (3) z modeloma multiple regresije pokazati, katere spremenljivke vplivajo na kreditne pribitke podjetniških komercialnih zapisov in obveznic, izdanih v Sloveniji nad donosnostmi domačih državnih dolžniških finančnih instrumentov in s tem na obrestno mero podjetniških komercialnih zapisov in obveznic.

Raziskovalna vprašanja magistrskega dela bodo naslednja.

- Kakšno je bilo stanje v domačem bančnem sistemu, ki je vplivalo na pojav izdaj podjetniških dolžniških vrednostnih papirjev v obdobju 2009–2015?
- Kakšna je bila motivacija izdajateljev za izdaje podjetniških dolžniških vrednostnih papirjev v Sloveniji v omenjenem obdobju?
- Kakšna je bila motivacija investitorjev (vlagateljev) za nakup podjetniških dolžniških vrednostnih papirjev v Sloveniji v obdobju 2009–2015?
- Kakšne so bile značilnosti izdaj podjetniških vrednostnih papirjev v omenjenem obdobju?
- S katerimi dejavniki lahko pojasnimo obrestno mero oziroma kreditni pribitek domačih podjetniških komercialnih zapisov in obveznic nad donosnostmi domačih državnih dolžniških vrednostnih papirjev?

V magistrskem delu bomo za obdobje od leta 2009 do leta 2015 analizirali najpomembnejše značilnosti izdaj domačih podjetniških komercialnih zapisov in obveznic, in sicer analizirali bomo motivacijske razloge, ki so botrovali k njihovem pojavu tako na strani izdajateljev kot tudi na strani vlagateljev, analizirali bomo načine izvedbe izdaj z zakonskimi podlagami, stroškovno analizo izdaj, analizo velikosti izdaj, analizo ročnosti izdaj ter analizo donosnosti dosedanjih izdaj. Vsi ti dejavniki so pomembni za razumevanje dinamike razvoja domačih izdaj v obravnavanem obdobju in so tudi pomembno vplivali na vlogo domačega kapitalskega trga pri povezovanju izdajateljev in vlagateljev preko omenjenih finančnih instrumentov. Strukturiran prikaz različnih značilnosti izdaj podjetniških komercialnih zapisov in obveznic v magistrskem delu bo približal izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev marsikateremu domačemu podjetju in tako prispeval k razpršitvi virov financiranja podjetij ter tudi nadaljnjemu razvoju domačega kapitalskega trga preko izdaj tovrstnih finančnih instrumentov.

Omenjeni vidiki, ki bodo analizirani v tem magistrskem delu, so tudi med seboj izjemno prepleteni, pomemben del njihovega skupnega vpliva pa se pozna skozi zahtevane donosnosti domačih izdaj podjetniških komercialnih zapisov in obveznic (Berk, Lončarski & Zajc, 2001; Fabozzi & Mann, 2005). Zato bomo kot enega od ciljev magistrskega dela poskušali izdelati modela za določanje kreditnih pribitkov podjetniških komercialnih zapisov in obveznic, izdanih v Sloveniji nad donosnostmi domačih državnih dolžniških vrednostnih papirjev in s tem obrestne mere podjetniških komercialnih zapisov in obveznic. Slednje bomo preučevali z dvema linearnima modeloma multiple regresije, in sicer ločeno za domače podjetniške komercialne zapise in ločeno za domače podjetniške obveznice. Na tak način bomo poskušali dobiti ustrezna modela linearne multiple regresije, ki bosta najboljše pojasnjevala vplive različnih dejavnikov na zahtevane donosnosti domačih podjetniških komercialnih zapisov ali obveznic, in sicer višino njihovega kreditnega pribitka nad donosnostjo domačih državnih dolžniških vrednostnih papirjev.

Prav zahtevane donosnosti podjetniških komercialnih zapisov ali obveznic so izjemno pomembne, saj na eni strani izdajatelj ne želi preplačati izposojenega denarja (oziroma stroške, povezane z izdajo dolžniških finančnih instrumentov, primerjajo s stroški, povezanimi z na primer najemom bančnih posojil) in na drugi strani morajo biti donosnosti izdanih komercialnih zapisov ali obveznic ravno pravšnje, da potencialnim vlagateljem odtehtajo tveganje, ki ga prevzemajo z vplačilom v podjetniške komercialne zapise ali obveznice v primerjavi z razpoložljivimi državnimi vrednostnimi papirji podobnih ročnosti (zakladne menice, obveznice).

V magistrskem delu bomo najprej v krajšem prvem poglavju umestili komercialne zapise in obveznice med dolžniške vrednostne papirje s prikazom njihovega mesta v strukturi finančnih trgov. Drugo poglavje bo namenjeno podajanju teoretske osnove o tem, kaj so podjetniške obveznice in komercialni zapisi, in sicer s prikazom domače zakonske podlage, njihovih lastnosti ter teoretskih osnov, kako se izračunavajo donosnosti obveznic in kaj sploh so kreditni pribitki. Prav tako bomo v tem poglavju opisali različna tveganja, ki so povezana s komercialnimi zapisi in obveznicami, saj bo to pomembna osnova za razumevanje naslednjih poglavij. V tretjem

poglavju bomo analizirali razloge za pojav podjetniških komercialnih zapisov in obveznic v obravnavanem obdobju, in sicer razmere v domačem bančnem sistemu ter vidika izdajateljev in vlagateljev, ki vplivata na pojav obravnavanih finančnih instrumentov. Sledilo bo četrto poglavje, kjer bomo predstavili zgodovino obstoječih izdaj v Sloveniji, tehnično bomo predstavili način in potek prvih prodaj domačih podjetniških komercialnih zapisov in obveznic, predstavili bomo, kdo so domači največji izdajatelji obravnavanih instrumentov in tudi kdo so največji kupci teh instrumentov (vlagatelji). Nadalje bomo analizirali število in nominalne velikosti izdaj v obravnavanem obdobju s posebno predstavitvijo lastnosti izvedenih dveh mednarodnih izdaj podjetniških obveznic s strani domačih podjetij. Analizirali bomo stroškovni vidik obstoječih izdaj, ročnosti izdaj ter donosnosti domačih izdaj podjetniških komercialnih zapisov in obveznic, pri čemer jih bomo primerjali z donosnostmi ustreznih domačih državnih dolžniških vrednostnih papirjev. V posebnem podpoglavju bomo tudi predstavili modela multiple linearne regresije, ki obravnavata vpliv različnih spremenljivk na kreditne pribitke podjetniških dolžniških vrednostnih papirjev nad donosnostjo domačih državnih dolžniških vrednostnih papirjev. Med predstavljenimi modeli multiple linearne regresije bomo poskušali izbrati najboljšega, in sicer enega za segment domačih podjetniških komercialnih zapisov in enega za segment domačih podjetniških obveznic. Zaključek dela predstavlja še sklepni del, kjer bomo povzeli ugotovitve magistrskega dela.

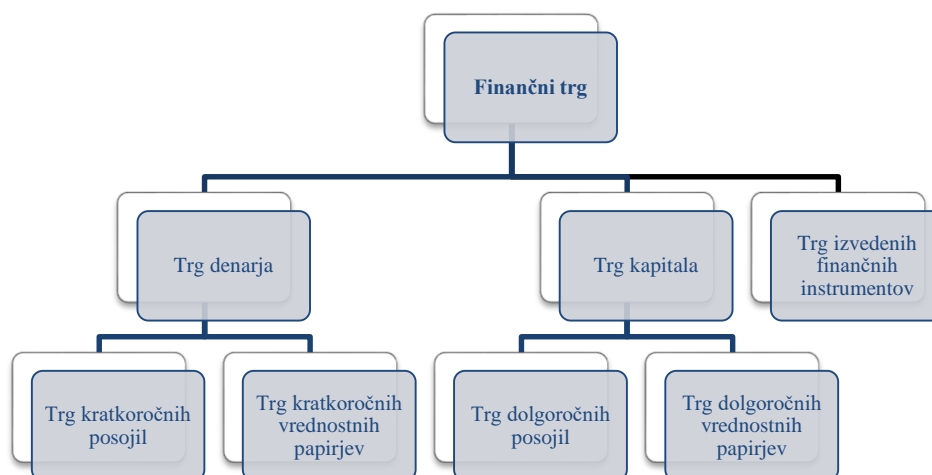
1 DOLŽNIŠKI VREDNOSTNI PAPIRJI

1.1 Definicija finančnih trgov

V svetu so vrednostni papirji (v nadaljevanju VP) sestavni del finančnega sistema, zato si bomo najprej pogledali njihovo umestitev znotraj strukture finančnega sistema, da bomo lažje razumeli obravnavano temo. V strokovni literaturi je mogoče najti več različnih razvrstitev finančnih trgov. Pogosto se uporablja delitev finančnega trga, kot je prikazano na Sliki 1, in sicer po ročnosti finančnih instrumentov, ki jih sestavljajo.

Pri predstavitvi finančnega trga glede na ročnost finančnih instrumentov, ki ga sestavljajo, se v literaturi najpogosteje omenja delitev na trg denarja, kjer poteka trgovanje s kratkoročnimi finančnimi instrumenti z dospelostjo do 12 mesecev, ter na trg kapitala, kjer poteka trgovanje z dolgoročnimi finančnimi instrumenti, katerih dospelost je daljša od 12 mesecev ali pa dospelosti sploh ni. Pojmovanja, kaj točno spada v trg denarja in trg kapitala, se v tuji literaturi razlikujejo in pogosto je to povezano s pomembnostjo posameznega segmenta (trga denarja ali trga kapitala) v celotnem finančnem sistemu. Se pa v literaturi (Fišer, 2009; Introduction - Types Of Financial Markets And Their Roles, b.l.) omenja tudi trg izvedenih finančnih instrumentov kot del finančnih trgov, vendar je navadno ta segment vključen pod segment trga kapitala.

Slika 1: Ponazoritev delitev strukture finančnih trgov



Vir: *Classification of Financial Markets, 2015*; R. Fišer, *Uvod v finančne trge in institucije, 2009, str. 17 in 18*; D. Mramor, *Trg kapitala v Sloveniji (prikazi-analize-mnenja), 2000, str. 24*.

1.1.1 Trg denarja

Znotraj trga denarja najdemo finančne instrumente, katerih ročnost je krajša od 12 mesecev. Rečemo jim tudi instrumenti denarnega trga (Mramor, 2000). Uporablja se jih za prenos finančnih sredstev (za obdobje krajše od 12 mesecev) od subjektov s finančnimi presežki (suficiti) k subjektom s finančnimi primanjkljaji (deficiti) (Mramor, 1993). Instrumenti denarnega trga so vsa kratkoročna posojila in kratkoročni VP države, poslovnih bank in drugih finančnih ali nefinančnih ustanov. Običajno so kratkoročna posojila pogodbeno dogovorjena in se zato praviloma ne prodajajo na sekundarnem trgu (z njimi se ne trguje na sekundarnem trgu). S kratkoročnimi VP pa je trgovanje na sekundarnem kapitalskem trgu omogočeno, kar pomeni, da jih lahko imetniki prodajo pred njihovo zapadlostjo (Blatnik, 2010).

V tuji in domači literaturi (Blatnik, 2010; Bodie, Kane & Marcus, 2011; *Instruments in the Money Markets, 2015*) se omenja predvsem naslednje finančne instrumente trga denarja:

- zakladne menice,
- potrdila o vlogah ali CD (angl. *certificates of deposit*),
- blagajniški zapisi,
- bančni akcepti,
- reodkupni sporazumi (angl. *repurchase agreement* in *reserve REPO*),
- **komercialni zapisi** (v nadaljevanju naloge bomo uporabljali za komercialne zapise tudi okrajšavo KZ).

Vsi navedeni instrumenti spadajo med dolžniške VP. Skupna značilnost instrumentov denarnega trga je poleg kratkoročnosti še nizko tveganje (ter posledično njihova nižja donosnost) in zelo

visoka likvidnost v primerjavi z instrumenti trga kapitala. Prav KZ bomo v tem magistrskem delu posvetili več pozornosti.

1.1.2 Trg kapitala

Trg kapitala v najširšem smislu zajema trg dolgoročnih posojil in trg dolgoročnih VP. Na trgu kapitala poteka trgovanje z dolgoročnimi finančnimi instrumenti, katerih dospelost je daljša od 12 mesecev ali pa dospelosti sploh ni (Mramor, 2000). Med dolgoročne VP uvrščamo lastniške VP (delnice) in dolžniške VP (obveznice, katerih izdajatelj je država, občine, podjetja ali razni skladi) (Mramor, 2000). Delnice kot lastniški VP dajejo imetniku skladno s 176. členom veljavnega Zakona o gospodarskih družbah (Ur.l. RS, št. 65/2009-UPB3, 33/2011, 91/2011, 32/2012, 57/2012, 44/2013 Odl.US, 82/2013, 55/2015, v nadaljevanju ZGD-1) določene pravice, med katerimi so najpomembnejše:

- pravica do udeležbe pri upravljanju družbe,
- pravica do dela dobička (dividenda) in
- pravica do ustreznega dela preostalega premoženja po likvidaciji ali stečaju družbe.

Delnice torej imetnikom prinašajo delež lastništva v določenem podjetju, ki ima status delniške družbe. Poznamo pa še dolžniške VP, ki pa za razliko od lastniških ne prinašajo udeležbe v lastništvu (pravica do udeležbe pri upravljanju družbe), temveč se je izdajatelj teh finančnih instrumentov pogodbeno zavezal, da bo imetniku finančnih instrumentov vrnil dolg in dogovorjene obresti, in sicer v obdobju, ki je daljše od 12 mesecev. Najpogostejši dolžniški finančni instrument na kapitalskem trgu so **obveznice**. Te lahko glede na dinamiko in način izplačevanja obresti razdelimo na več vrst, kot so na primer brezkuponske, kuponske, anuitetne, obveznice z variabilno obrestno mero ipd., vendar tukaj teh vidikov ne bomo podrobneje obravnavali.

1.2 Podjetniški dolžniški vrednostni papirji

Za namen tega magistrskega dela je pomembnejši vidik, kdo so lahko izdajatelji obveznic ali KZ. Izdajatelji obveznic so navadno države (državne obveznice), občine (občinske obveznice), podjetja (podjetniške obveznice), banke ter razni skladi (Blatnik, 2010; Mramor, 2000). KZ, ki sodijo prav tako med dolžniške VP, navadno izdajajo podjetja, zato slednji veljajo tudi za podjetniške dolžniške VP. V tem magistrskem delu bomo največ pozornosti namenili slovenskim podjetniškim KZ in obveznicam.

2 PODJETNIŠKE OBVEZNICE IN KOMERCIALNI ZAPISI

2.1 Zakonska podlaga

Finančni trg je v Sloveniji zakonsko reguliran. Najpomembnejši zakon na področju finančnih instrumentov je Zakon o trgu finančnih instrumentov (Ur.l. RS, št. 108/2010-UPB3, 78/2011,

55/2012, 105/2012-ZBan-1J, 63/2013-ZS-K, v nadaljevanju ZTFI). Ta v svojem 7. členu opredeljuje finančne instrumente, kot so:

- prenosljivi VP (sem sodijo na primer delnice, obveznice);
- instrumenti denarnega trga (sem sodijo na primer KZ);
- enote kolektivnih naložbenih podjetij (v javnosti bolj znano kot vzajemni skladi);
- izvedeni finančni instrumenti:
 - različne vrste opcij, terminskih pogodb, posli zamenjave in drugi izvedeni posli v zvezi z VP, valutami, obrestmi, donosi, blagom, drugi izvedeni finančni instrumenti;
 - izvedeni finančni instrumenti za prenos kreditnega tveganja;
 - finančne pogodbe na razlike;
 - opcije, terminske pogodbe, menjalni posli in drugi izvedeni posli v zvezi s spremenljivkami ozračja, prevoznimi stroški, emisijskimi pravicami ali stopnjami inflacije ali drugi uradni ekonomskimi statističnimi podatki;
 - kateri koli drug izveden posel v zvezi s premoženjem, pravicami, obveznostmi, indeksi in ukrepi.

Dalje v istem členu ZTFI definira še, kaj so prenosljivi VP, in sicer jih opredeljuje kot vse vrste VP razen plačilnih instrumentov, s katerimi se lahko trguje na kapitalnih trgih, in sicer (7. člen ZTFI opredeljuje predstavljene pojme širše, vendar zaradi ohranjanja večje preglednosti magistrskega dela izpostavljam samo ključne vidike):

- delnice delniških družb;
- obveznice in druge vrste VP, ki vsebujejo obveznost izdajatelja (sem sodijo tudi KZ);
- vsak drug VP, ki vsebuje:
 - enostransko oblikovalno upravičenje imetnika pridobiti ali prodati prenosljivi VP ali
 - pravico imetnika zahtevati denarno plačilo, ki se določi glede na vrednost prenosljivih VP, tečajev valut, obrestnih mer ali donosov, blaga ali glede na drug indeks ali ukrep.

Z vidika ZTFI so torej tako obveznice kot tudi KZ prenosljivi finančni instrumenti, kar pomeni, da se z njimi lahko trguje na kapitalnih trgih. Poenostavljeno povedano, to pomeni, da jih lahko imetnik prosto proda drugemu imetniku pred njihovo zapadlostjo, in sicer na način, da jih proda preko izbranega borznega člana (v Sloveniji so borzni člani lahko borznoposredniške družbe ali banke, oboji s pridobljenimi ustreznimi licencami) bodisi na organiziranem trgu (v Sloveniji je to Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, angl. *Ljubljana Stock Exchange*, za katero bomo v nadaljevanju naloge uporabljali kratico: LJSE) bodisi na neorganiziranem trgu neposredno s prenosom na drugega imetnika. Dejstvo, da ima imetnik obveznic ali KZ možnost prodaje teh pred njihovo zapadlostjo, je izredno pomembna lastnost, saj zagotavlja njihovim imetnikom likvidnost oziroma možnost prodaje omenjenih finančnih instrumentov in s tem pridobitev denarja kot najbolj likvidne oblike premoženja.

2.2 Lastnosti in značilnosti

2.2.1 Izdaja v nematerializirani obliki

KZ in obveznice so v Sloveniji izdani v nematerializirani obliki, skladno z veljavnim Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih (Ur.l. RS, št. 75/2015, v nadaljevanju ZNVVP-1) ter tudi vpisani v centralni register nematerializiranih VP, ki ga vodi centralna depotna družba, in sicer KDD – Centralna klirinško depotna družba d. d., Ljubljana (v nadaljevanju KDD). To pomeni, da je vsak vlagatelj, ki kupi KZ ali obveznice, zaveden v KDD v ustrezni knjigi imetnikov VP, pri čemer moramo vedeti, da so knjige imetnikov VP v Sloveniji javne in bo zato vsak imetnik viden celotni javnosti (navedeno na primer ne velja za imetnike obveznic z oznako SOS2E, ki so na prinosnika). Načeloma to za veliko večino vlagateljev ni težava, saj je s tem zagotovljena visoka mera transparentnosti.

2.2.2 Prenosljivost

Oba obravnavana finančna instrumenta imata tudi pozitivno lastnost, da sta prenosljiva. To pomeni, da jih lahko njihovi obstoječi imetniki, ki so vpisani v KDD v (elektronsko) knjigo imetnikov, kadarkoli prodajo drugim imetnikom (star imetnik se v KDD v knjigi imetnikov izbriše in namesto njega vpiše nov imetnik). To je izredno uporabna lastnost, v kolikor KZ ali obveznice primerjamo z bančnimi posojili. Slednja so namreč pogodbeno urejena med banko in komitentom (fizična oseba, podjetje) ter se zato običajno z njimi ne trguje, kar pomeni, da banka običajno ne prodaja drugi banki (ali podjetju) terjatev iz naslova kredita, ki ga je odobrila svojemu komitentu. Pri KZ ali obveznicah pa imetnik (torej imetnik terjatve do izdajatelja) KZ ali obveznice lahko te kadarkoli proda drugemu imetniku, pri čemer pa je to dejstvo za izdajatelja popolnoma nepomembno – slednji bo namreč svojo obveznost iz izdanih KZ ali obveznic vrnil tistim imetnikom, ki bodo ob zapadlosti v KDD zavedeni kot imetniki.

2.2.3 Komercialni zapisi

Kot rečeno, KZ sodijo med instrumente denarnega trga, kar pomeni, da je njihova zapadlost krajša od 12 mesecev. Poenostavljeno bi lahko rekli, da gre pri podjetniških KZ za neke vrste nadomestek kratkoročnega posojila. Ko podjetja torej iščejo kratkoročen vir financiranja, imajo tako na voljo klasičen obisk bančne enote ter najem kratkoročnega bančnega posojila ali pa izdajo KZ s pomočjo borznoposredniške družbe ali banke (običajno je to oddelek investicijskega bančništva znotraj banke). Seveda je iz stroškovnega vidika smiselna izdaja KZ za vrednosti nad milijonom evrov in predvsem s strani večjih, dobro stoječih podjetij z najboljšimi bonitetami.

Značilnost KZ je tudi, da so diskontni VP, kar pomeni, da so obresti vnaprej obračunane in se odštejejo v obliki diskonta od nominalne vrednosti KZ, ob vpisu (nakupu) KZ. V praksi to pomeni, da v kolikor ima devetmesečni KZ (270 dni) na primer nominalno vrednost 1.000 evrov in 3 % obrestno mero, da ga bo vpisnik (kupec) ob izdaji plačal 978 evrov (izračunano po enačbi (1), sistem obračunavanja 360 dni letno), saj mu bo nato izdajatelj čez devet mesecev izplačal

KZ v (nominalnem) znesku 1.000 evrov. Kot bomo videli kasneje, so lahko tudi določene obveznice diskontni VP, slednje se imenujejo brezcuponske obveznice.

$$978 \text{ EUR} = \frac{1}{\left(\frac{270 \text{ dni}}{360 \text{ dni}} \times 3 \%\right) + 1} \times 1000 \text{ EUR} \quad (1)$$

2.2.4 Obveznice

V kolikor sedaj naredimo vzporednico s prej podanim primerom v tem podpoglavju, ko podjetje izbira med najemom kratkoročnega bančnega posojila ali izdajo KZ, lahko ta primer prenesemo tudi na obveznice. Pri slednjih bo namreč podjetje izbiralo, ali bo pri banki najelo dolgoročno posojilo (zapadlost posojila daljša od 12 mesecev) ali pa bo izdalo obveznice (zapadlost obveznic daljša od 12 mesecev). Smiselni obseg izdaje za podjetja v Sloveniji je tudi pri obveznicah vsaj 1 milijon evrov.

Kaj je sploh bistvo obveznic? Z obveznicami se izdajatelj obveže, da bo imetniku obveznice v določenem časovnem obdobju, daljšem od enega leta, vrnil posojen denar (glavnico), povečan za dogovorjene obresti (Blatnik, 2010). Obveznic obstaja mnogo vrst in tudi mnogo razdelitev, na primer, kot smo že omenili, glede na izdajatelje (državne, občinske, podjetniške, bančne, izdane s strani raznih skladov) ali pa na njihovo dospelje (Blatnik, 2010; Mramor, 2000):

- kratkoročne obveznice (čas do dospelja od 1 do 5 let),
- srednjeročne obveznice (čas dospelja od 5 do 20 let),
- dolgoročne obveznice (čas dospelja nad 20 let).

Obveznice lahko razdelimo tudi glede na dinamiko in način izplačevanja obresti (Blatnik, 2010; Zupančič, 2006).

- Kuponske obveznice
 - Te so v Sloveniji daleč najpogostejše v podjetniškem sektorju in je zanje značilno, da je kupon fiksni oziroma drugače povedano, da vsako leto izplačajo reden fiksni znesek kot kupon/obresti, glavnica pa se izplača navadno ob zapadlosti.
- Brezcuponske obveznice
 - Brezcuponske obveznice, kot že samo ime pove, imetnikom ne izplačujejo kuponov v času do njihovega dospelja, kar pomeni, da se ob njihovi izdaji prodajajo z diskontom in nato ob zapadlosti izplačajo v polni nominalni vrednosti. V podjetniškem sektorju v Sloveniji brezcuponske obveznice navadno niso prisotne, je pa razumevanje njihove logike izredno pomembno za razumevanje KZ, ki veljajo za diskontni VP in so precej pogosti tudi v Sloveniji.
- Obveznice s spremenljivo obrestno mero
 - Pri teh obveznicah je vrednost kupona vezana na nek referenčni indeks, ki se periodično spreminja (na primer EURIBOR, LIBOR ipd.) in zato ne moremo z

gotovostjo poznati vrednosti vseh prihodnjih kuponov, ki jih bo izplačal izdajatelj. V Sloveniji so takšne obveznice prisotne v manjši meri, navadno pa so njihovi kuponi vezani na EURIBOR, na katerega se doda določen pribitek (na primer 3-mesečni EURIBOR + 2,5 %).

Najpogostejša oblika obveznic v Sloveniji je kuponska obveznica, ki imetnikom prinaša vnaprej dogovorjene letne obresti, ki se izplačujejo enkrat letno, ob zapadlosti obveznice pa imetnik dobi izplačano še glavnico. Obveznice se tako izplačujejo skladno s tako imenovanim amortizacijskim načrtom, ki podrobno definira izplačevanja kuponov in glavnice v določenem časovnem obdobju, pri čemer se v Sloveniji pojavljajo tako obveznice, ki glavnico izplačujejo v celoti ob zapadlosti, kakor tudi obveznice, ki glavnico delno letno izplačujejo že tekom njihove življenjske dobe.

V Sloveniji najdemo tudi zamenljive obveznice, ki dajejo imetnikom možnost, da jih v določenem časovnem obdobju in pod določenimi pogoji zamenjajo za lastniški delež, navadno delnice. Obstajajo tudi na primer obveznice, ki imetnikom dajejo možnost udeležbe na dobičkih družbe (participativne obveznice), in druge oblike obveznic (evroobveznice, obveznice brez dospelja itn.), ki pa za namen tega magistrskega dela niso tako pomembne.

2.2.5 Donosnost obveznic in komercialnih zapisov

Za razumevanje kasnejših poglavjih iz tega magistrskega dela je potrebno razumeti še dejavnike, ki lahko vplivajo na donosnost podjetniških obveznic ali KZ, zato si bomo najprej pregledali osnove, ki vplivajo na vrednost oziroma ceno obveznic ali KZ. Pri obravnavanju teh pa se bomo omejili le na prikazovanje logike za obveznice, saj so KZ samo krajša (v smislu krajše ročnosti) izvedenka brez kuponovskih obveznic in zato zanje veljajo enake matematične zakonitosti z vidika vrednotenja kot za obveznice.

2.2.5.1 Določanje vrednosti obveznic

Osnovni princip vrednotenja skoraj kateregakoli finančnega sredstva (delnic, obveznic, nepremičnin ipd.) je seštevek sedanjih vrednosti prihodnjih pričakovanih denarnih tokov, ki jih bo finančno sredstvo proizvedlo (Brigham & Daves, 2004). V primeru obveznic bi lahko dejali, da je njihova vrednost enaka vsoti vseh sedanjih vrednosti pričakovanih denarnih tokov iz obveznice (glavnice in kuponov).

V primeru kuponske obveznice v evrih, kjer bi imeli izplačilo kuponov enkrat letno ter kjer bi se glavnica vrnila v celotnem znesku ob zapadlosti, bi lahko vrednost obveznice zapisali v obliki naslednje enačbe (Brigham & Daves, 2004).

$$V = \frac{K}{(1+i)^1} + \frac{K}{(1+i)^2} + \frac{K}{(1+i)^3} + \dots + \frac{K}{(1+i)^N} + \frac{G}{(1+i)^N}$$

$$V = \sum_{t=1}^N \frac{K}{(1+i)^t} + \frac{G}{(1+i)^N} = K \times \left[\frac{1 - \left[\frac{1}{(1+i)^N} \right]}{i} \right] + \frac{G}{(1+i)^N} \quad (2)$$

V = vrednost obveznice v EUR

i = diskontna obrestna mera, ki se uporablja za izračun sedanje vrednosti pričakovanih denarnih tokov obveznice

K = izplačila kuponov v EUR v različnih obdobjih

G = znesek glavnice v EUR, ki se izplača ob zapadlosti obveznice

N = število obdobji do zapadlosti obveznice

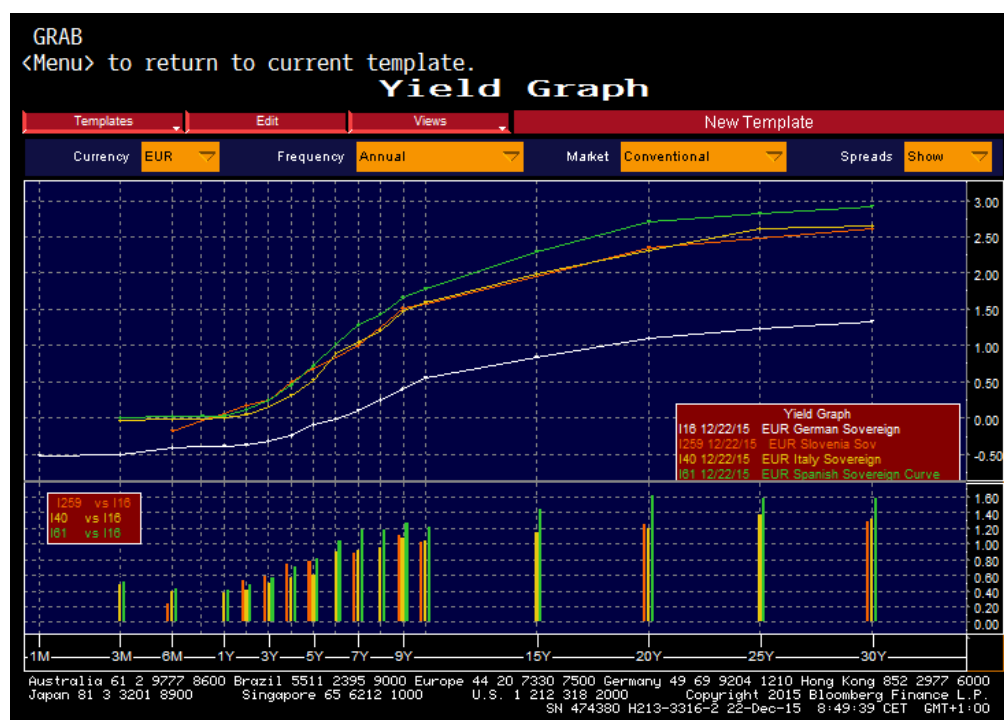
V praksi pa se cena že izdanih obveznic (V) definira na sekundarnem trgu, in sicer preko borzne cene, ki jo oblikujejo kupci in prodajalci obveznic. Investitorji si zato pomagajo z izračunavanjem različnih donosnosti obveznic, med katerimi je za obveznice najbolj uporabljena donosnost do dospelja (angl. *yield to maturity* ali *YTM*). Ko se navadno govori o donosnosti obveznic, se ima v mislih predvsem na donosnost do dospelja obveznic. V nadaljevanju bomo poskusili z enačbo (2) razložiti donosnost do dospelja: v praksi je sedanja vrednost obveznice (V) definirana preko borzne cene, prav tako pa sta pri obveznicah vnaprej definirana zneska kupona (K) in glavnice (G) ter tudi obdobja do zapadlosti obveznice. Edina prosta spremenljivka iz enačbe (2) je torej *i*, ki se ji v tem primeru reče donosnost do dospelja (YTM). Investitorjem pove, kolikšno donosnost bi dosegli z investiranjem v obveznico, če bi jo danes kupili po tržni ceni in držali do dospelja (Berk, Lončarski & Zajc, 2001). Donosnost do dospelja ima seveda poleg svoje velike uporabnosti tudi določene omejitve. Predpostavlja namreč, da je verjetnost za propad podjetja (angl. *default*) enaka nič in da bodo vsa izplačila iz naslova obveznice (kuponi, glavnica) reinvestirana po enaki obrestni meri, kot znaša izračunana donosnost do dospelja, predpostavlja pa tudi, da bodo vlagatelji obveznico držali vse do njene zapadlosti (Brigham & Daves, 2004).

2.2.5.2 Krivulja donosnosti

Razmerje med donosnostjo obveznic in pa ročnostjo obveznic lahko grafično ponazorimo s tako imenovano krivuljo donosnosti, pri čemer moramo biti pozorni, da primerjamo med seboj obveznice s čim bolj enakimi lastnostmi (boniteta, predčasni odpoklici, konvertibilnost ipd.), oziroma da je edina večja razlika med njimi njihova ročnost (Waring, 2015). S primerjavo donosnosti med seboj podobnih obveznic, vendar ki imajo različne ročnosti, lahko sestavimo graf, ki nam prikazuje, kako se zahtevana donosnost spreminja z naraščanjem ročnosti obveznic. Uporabnost krivulje donosnosti je, da jo lahko sestavimo tako rekoč za vsak trg (na primer krivulje donosnosti različnih držav, kot so prikazane na Sliki 2), za različne sektorje, za različne

segmente obveznic, kot so na primer državne obveznice, za obveznice v različnih valutah, za sektor podjetniških obveznic ipd.

Slika 2: Prikaz krivulj donosnosti različnih evropskih držav na dan 22. 12. 2015



Vir: Bloomberg poslovna aplikacija, 2015b.

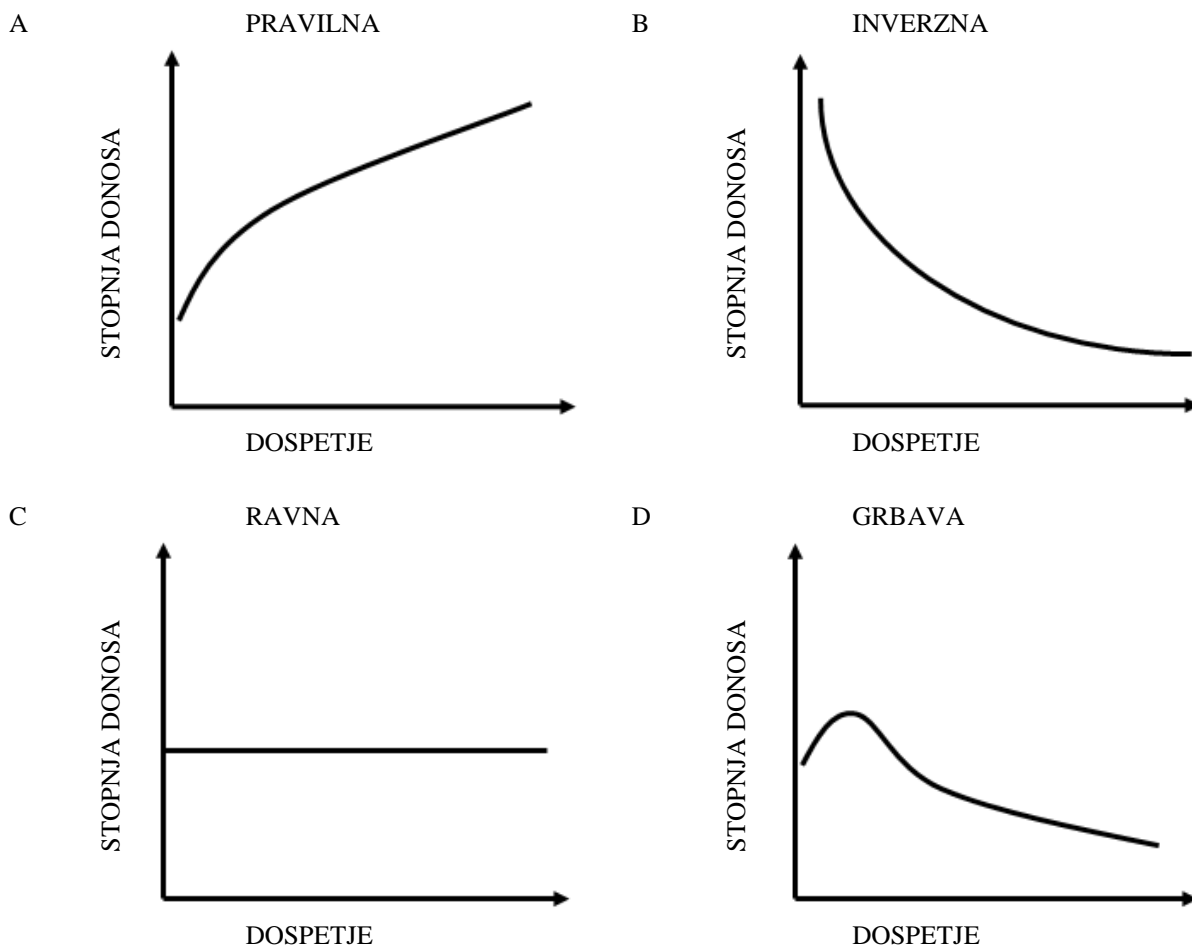
Običajno imajo obveznice krajših ročnosti nižje stopnje donosa kot obveznice z daljšimi ročnostmi (Bodie et al., 2011), kar je sicer tudi logično, saj navadno investitorji zahtevajo za posojanje denarja za eno leto manjše obresti, kot jih zahtevajo, če denar posodijo za na primer 10 let. Temu pravimo pravilna krivulja donosnosti. Prohaska (2004) sicer ugotavlja, da to ne drži vedno in da obveznice izdajateljev z isto boniteto ter različno ročnostjo oblikujejo različne krivulje donosa, kot so predstavljene na Sliki 3.

Prohaska (2004) tako loči med pravilno, inverzno, ravno in grbavo krivuljo donosnosti. Pravilna krivulja donosnosti je naraščajoča, in sicer ko so kratkoročne obrestne mere nižje od dolgoročnih, ostalih oblik krivulje pa ne bomo posebej obravnavali. Po mnenju Prohaske (2004) se je naklon teh krivulj v preteklosti pokazal kot dober indikator prihodnje ekonomske dejavnosti, njihove oblike pa poskušajo razložiti različne ekonomske teorije, kot so teorija pričakovanj, teorija likvidnostne preference ter teorija segmentiranih trgov (Prohaska, 2004).

Največkrat se v praksi krivulja donosnosti uporablja na način, da v istem grafu prikazujemo več različnih krivulj donosnosti. Na tak način krivulja donosnosti predstavlja merilo uspešnosti (angl. *benchmark*) oziroma referenčno krivuljo za primerjavo z obveznicami iz drugega segmenta obvezniškega trga. Na primer, v kolikor v istem grafu predstavimo krivulje donosnosti več različnih evropskih držav, ugotovimo, da leži krivulja donosnosti nemških obveznic nižje od na

primer španskih, italijanskih, portugalskih in slovenskih obveznic. V tem primeru bi bila krivulja donosnosti nemških obveznic merilo uspešnosti oziroma referenčna krivulja za krivulje donosnosti ostalih držav. Prav to je prikazano tudi v Sliki 2.

Slika 3: Osnovne oblike krivulj donosnosti



Vir: Z. Prohaska, *Finančni trgi*, 2004, str. 70.

2.2.5.3 Nominalni razmiki donosnosti

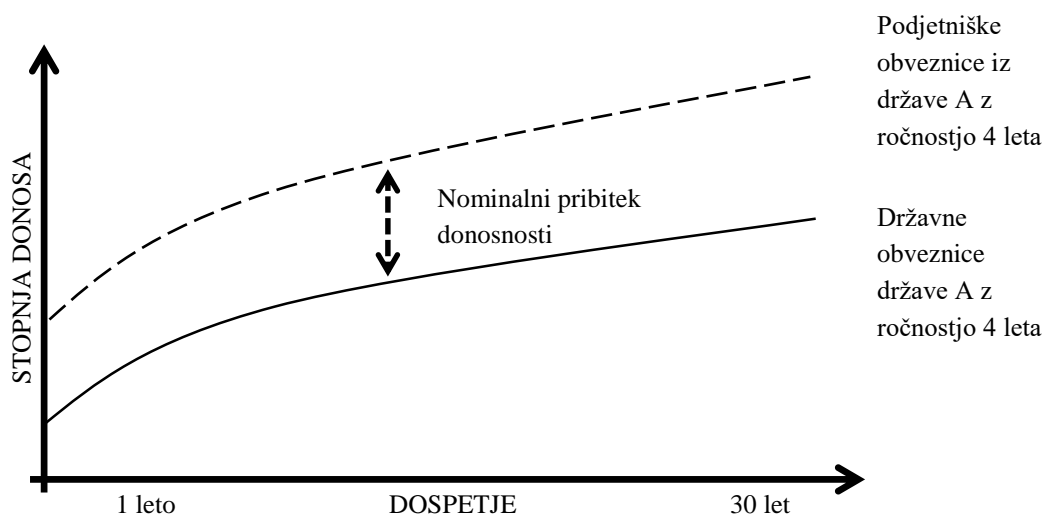
Grafični razmiki (razlike) med posameznimi krivuljami donosnostmi ob določeni ročnosti se torej pojavijo zaradi različnih donosnosti do dospelja obveznic z enako ročnostjo. Nominalni razmiki donosnosti (angl. *nominal spread*) predstavljajo torej razliko med donosnostmi do dospelja različnih obveznic ter se izražajo v osnovnih točkah (angl. *basis points*, oziroma tudi izraženo kot *bps*) (osnovne točke bomo ponazarjali v nadaljevanju kot: *bps*), kar predstavlja stotino odstotne točke (1 *bps* predstavlja torej 0,01 % oz. 0,0001) (*Fixed Income Investments - Differentiating Between Spreads*, b.l.).

Običajno se nominalni razmiki izražajo kot razlika med donosnostjo do dospelja ene obveznice glede na drugo obveznico, ki predstavlja merilo uspešnosti (*benchmark*) oziroma referenčno

obveznico. Na primer, donosnost do dospelja francoske podjetniške obveznice z ročnostjo štirih let znaša 3,5 %, donosnost do dospelja francoskih državnih obveznic z ročnostjo štirih let pa 1,5 %. Nominalni pribitek, ki ga ima francoska podjetniška obveznica nad donosnostjo francoske državne obveznice (ki je v tem primeru merilo uspešnosti), je torej 200 bps ($3,5 \% - 1,5 \% = 2,00 \%$) oziroma drugače povedano, nominalni razmik donosnosti francoskih podjetniških obveznic in francoskih državnih obveznic znaša 200 bps.

Na nek način nominalni pribitki donosnosti ponazarjajo tudi tveganje posameznega tipa obveznic nad tveganjem merila uspešnosti (benchmarka) in kažejo, kakšen pribitek donosnosti zahtevajo na primer investitorji v podjetniške obveznice iz določene države nad državnimi obveznicami te iste države z enako ročnostjo (državne obveznice namreč običajno veljajo za najmanj tvegane in so zato znotraj države običajno uporabljene kot merilo uspešnosti za na primer podjetniške obveznice) (Mramor, 1993). Grafično to ponazarjamo v Sliki 4.

Slika 4: Grafični prikaz krivulje donosnosti različnih vrst obveznic



Žal ima tudi nominalni pribitek donosnosti nekatere svoje slabosti, saj ne upošteva časovne strukture obrestnih mer in pa v primeru obveznic, ki vključujejo opcije (slednje v Sloveniji sicer niso prisotne), lahko pričakovana stanovitnost obrestnih mer spremeni denarne tokove nereferečne obveznice (Zupančič, 2006). Zato so se v svetu pojavila nova merila, ki odpravljajo te napake, in sicer tako imenovan Z-pribitek (angl. *zero-volatility* ali *Z-spread*). Zupančič (2006) na primeru ugotavlja, da so pri običajnih kuponskih obveznicah razlike med izračunanim nominalnim pribitkom donosnosti ter Z-pribitkom majhne. Podobno ugotavlja tudi Chen (b.l.), pri čemer loči tri faktorje, ki vplivajo na razlike med nominalnimi pribitki donosnostmi in pa Z-pribitki, in sicer (1) glede na obliko krivulje donosnosti:

- v primeru pravilne krivulje donosnosti so nominalni pribitki donosnosti vedno manjši od Z-pribitkov,
- v primeru inverzne krivulje donosnosti so nominalni pribitki donosnosti vedno večji od Z-pribitkov,

- v primeru ravne krivulje donosnosti bodo nominalni pribitki donosnosti vedno enaki Z-pribitkom.

Krajša kot je ročnost obveznic (2), manjša je razlika med nominalnimi pribitki donosnosti in pa Z-pribitki, prav tako pa je ta razlika manjša pri obveznicah, katere izplačujejo celotno glavnico (3) na koncu (v primerjavi z obveznicami, ki izplačujejo glavnico že predhodno). Glede na to, da je v Sloveniji v obravnavanem obdobju 2009–2015 krivulja donosnosti pravilne oblike, ter glede na to, da bomo obravnavali domače podjetniške obveznice in KZ, kjer je njihova ročnost do največ 7 let in za veliko večino teh obveznic velja, da je izplačilo glavnice ob zapadlosti obveznic, bomo kot merilo primerjave med donosnostmi do dospelja različnih domačih obveznic ali KZ uporabljali nominalne pribitke donosnosti.

2.3 Tveganja, povezana s komercialnimi zapisi in obveznicami

Tveganj, povezanih z investiranjem v KZ ali obveznice, je več. Fabozzi in Mann (2005) v svojem delu navajata 12 vrst tveganj, povezanih z vlaganji v naložbe s fiksnim donosom (kamor spadajo tudi KZ in obveznice), in sicer:

- obrestno tveganje (angl. *market risk* ali *interest-rate risk*),
- tveganje reinvestiranja (angl. *reinvestment risk*),
- tveganje predčasnega odpoklica (angl. *timing risk* ali *call risk*),
- kreditno tveganje (angl. *credit risk*),
- tveganje premika krivulje donosnosti (angl. *yield curve risk*),
- tveganje spremembe kupne moči (angl. *inflation risk* ali *purchasing power risk*),
- likvidnostno tveganje (angl. *liquidity risk*),
- valutno tveganje (angl. *exchange rate risk* ali *currency risk*),
- nestanovitnostno tveganje (angl. *volatility risk*),
- politično ali pravno tveganje (angl. *political risk* ali *legal risk*),
- tveganje nastanka nepričakovanih neugodnih dogodkov (angl. *event risk*),
- tveganje, povezano z določenim sektorjem (angl. *sector risk*).

Razumevanje posameznih tveganj je pomembno za razumevanje vidika investitorja in vidika izdajatelja, ki ju bomo podrobneje obravnavali v naslednjih poglavjih. V nadaljevanju si bomo pogledali značilnosti posameznega tipa tveganj, pri čemer bomo za tista tveganja, ki bodo pomembna za slovenske podjetniške obveznice ali KZ, to še posebej izpostavili.

2.3.1 Obrestno tveganje (angl. *market risk* ali *interest-rate risk*)

Fabozzi in Mann (2005) navajata, da se cena obveznic ali KZ običajno spreminja v nasprotni smeri od spremembe tržnih obrestnih mer, kar poenostavljeno pomeni, da v kolikor pride do zvišanja tržnih obrestnih mer, se bo tržna cena obstoječih obveznic ali KZ zmanjšala, v kolikor pa pride do zmanjšanja tržnih obrestnih mer, pa se bo tržna cena obstoječih obveznic ali KZ povečala.

Omenjeno povezavo lahko ponazorimo z naslednjim primerom. Recimo, da je zahtevana tržna obrestna mera na trgu za slovensko petletno državno obveznico 2 %. Torej lahko danes za 1.000 evrov kupimo državno obveznico z nominalo 1.000 evrov in kuponom, ki bo prinašal 2 % letni donos naslednjih pet let. Premaknimo se sedaj dve leti v prihodnost: na trgu je v teh dveh letih prišlo do dviga obrestnih mer in sedaj investitorji zahtevajo 3 % donosnost na slovenske triletno obveznice, kar pomeni, da se sedaj na trgu lahko za 1.000 evrov kupi triletna državna obveznica z nominalo 1.000 evrov, ki bo investitorjem v naslednjih treh letih prinašala 3 % letne obresti. Kaj se dogaja z našo »staro« obveznico, ki ima le 2 % letne obresti in ima še tri leta do zapadlosti? Njena tržna cena se zmanjša pod 1.000 evrov, saj investitorji za 1000 evrov dobijo že »nove« obveznice, ki prinašajo 3 % letni donos in seveda niso pripravljene plačati 1.000 evrov za nekaj, kar jim prinaša samo 2 % donos, ampak ustrezno manj. Koliko manj? Toliko, da bo donosnost do dospelja »stare« obveznice enaka donosnosti do dospelja »novih« obveznic (kar je 3 %).

Glede na naveden primer je posamezen investitor izpostavljen tveganju, da v kolikor pride do spremembe tržnih obrestnih mer, bo zaradi tega prišlo do spremembe cene njegove obveznice ali KZ. Seveda investitor nosi obrestno tveganje samo v primeru, da pride do povečanja tržnih obrestnih mer, saj bi to pomenilo, da se bodo cene obstoječih obveznic takrat zmanjšale. Na vlagatelja, ki namerava obveznice držati vse do njihovih zapadlosti, pa spremembe tržnih obrestnih mer ne vplivajo (razen z vidika reinvestiranja prejetih kuponov), seveda pa, če vlagatelj namerava obveznice ali KZ prodati pred njihovimi zapadlostmi, pa lahko tveganje potencialnega dviga tržnih obrestnih mer povzroči padec cene obstoječih obveznic ali KZ in posledično kapitalsko izgubo iz tega naslova. Tveganju potencialnega dviga tržnih obrestnih mer pravimo obrestno tveganje in predstavlja daleč največje tveganje, kateremu je izpostavljen vlagatelj, ko investira v obveznice ali KZ (Fabozzi & Mann, 2005).

Fabozzi in Mann (2005) nadalje ugotavljata, da se navadno trg obveznic in KZ določene države prikazuje s pomočjo cen dolžniških VP, izdanih s strani te države. Skoraj vse ostale donosnosti dolžniških VP v tej državi so navadno definirane z določenim pribitki nad donosnostmi državnih dolžniških VP (zakladnih menic, obveznic). Pod to predpostavko, da so donosnosti dolžniških VP v neki državi medsebojno povezane z donosnostmi državnih dolžniških VP te iste države, izhaja dejstvo, da spremembe cen dolžniških državnih VP v državi povzročijo določene spremembe cen (in s tem donosnosti) vseh ostalih dolžniških VP v tej državi (na primer podjetniških obveznic ali KZ). Magnituda spremembe cene določenega dolžniškega VP pa je povezana z lastnostmi tega, kot so na primer kupon, ročnost, boniteta izdajatelja ipd.

Načeloma lahko rečemo, da krajša kot je ročnost obveznice (ali KZ), manjša je njena občutljivost na spremembe tržnih obrestnih mer in obratno (seveda ob predpostavki enakih kuponovskih obrestnih mer pri obveznicah ($\text{kupon} \div \text{nominalna vrednost obveznice}$) in enakih donosnosti do dospelja). Podobno lahko, ob predpostavki enake ročnosti in enake donosnosti do dospelja, rečemo za kupone: manjša kot je kuponska obrestna mera, večja je občutljivost obveznice ali KZ na spremembe tržnih obrestnih mer, in obratno. Ta vidik je še posebej

pomemben pri KZ, saj so ti diskontni VP in nimajo kuponov, kar pomeni, da je njihova cena močno občutljiva na spremembe obrestnih mer.

Zaradi potrebe po nadzoru obrestnega tveganja so se v finančni teoriji razvila nekatera merila, ki poskušajo obrestno tveganje kvantificirati. Med najbolj uporabljenimi merili je tako imenovani *duration*, ki predstavlja približno odstotno spremembo cene obveznice zaradi spremembe tržne obrestne mere za 100 osnovnih točk. Tega merila podrobneje ne bomo obravnavali, ga pa omenjamo, saj je pomembno merilo za merjenje obrestnega tveganja dolžniških VP.

2.3.2 Tveganje reinvestiranja (angl. *reinvestment risk*)

Tveganje reinvestiranja se nanaša na tveganje, ki ga ima investitor z reinvestiranjem vseh denarnih tokov, ki mu jih prinaša obveznica v njeni življenjski dobi, in sicer predvsem v primeru, če se tržne obrestne mere v življenjski dobi obveznice znižajo. Pri vrednotenju obveznice smo že pokazali, da je bila ena od predpostavk izračuna vrednosti obveznice tudi ta, da se vsi prejeti denarni tokovi iz obveznice reinvestirajo po njeni kuponski obrestni meri.

Na primer, v kolikor imamo 5-letno podjetniško obveznico, ki ima 5 % kuponsko obrestno mero in ji zapade celotna glavnica v petem letu, bo investitor dejansko dosegel takšno donosnost le, če bo lahko vse kupone reinvestiral po 5 % obrestni meri. V praksi pa pogosto obstaja tveganje, da se tržna obrestna mera v življenjski dobi obveznice zniža (na primer, da se v tretjem letu tržna obrestna mera zniža iz 5 % na 3 %) in tako investitor nima možnosti reinvestiranja prejetih kuponov po 5 % obrestni meri, temveč po takratni tržni (3 %), kar pomeni, da bo njegov dejanski donos naložbe v petih letih nekoliko manjši kot 5 %.

To tveganje je še toliko večje pri obveznicah, ki že skozi njihovo življenjsko dobo izplačujejo tudi glavnico, ter pri obveznicah z možnostjo predčasnega odpoklica. Navedena dejstva so pomembna tudi v luči KZ (in brezkuponskih obveznic – žal slednje v Sloveniji v podjetniškem sektorju v obravnavanem obdobju tega magistrskega dela niso bile prisotne), saj so ti diskontni VP in kot taki do njihove zapadlosti ne izplačujejo nikakršnih vmesnih denarnih izplačil, kar za investitorje pomeni, da z njimi ne nosijo tveganja reinvestiranja.

2.3.3 Tveganje predčasnega odpoklica (angl. *timing risk* ali *call risk*)

Nekatere obveznice lahko vsebujejo opcijo predčasnega odpoklica, ki omogoča izdajatelju obveznice predčasno poplačilo svojih obveznosti. Navadno se možnost predčasnega odpoklica izkoristi s strani izdajateljev, ko so tržne obrestne mere nižje od obrestnih mer, ko so bile obveznice izdane, kar pomeni, da lahko poplačajo dražje obveznice in najamejo cenejše posojilo (ali pa izdajo nove obveznice) po trenutni (nižji) obrestni meri. Imetniki obveznic, ki vsebujejo opcijo predčasnega odpoklica, torej tvegajo, da bo izdajatelj v času nizkih obrestnih mer obveznice predčasno poplačal, s tem pa bodo prejeli investitorji denar v času nižjih obrestnih mer in ga bodo zato lahko reinvestirali le po nizkih obrestnih merah, njihov donos na investicijo pa bo lahko precej drugačen od tistega, ki so ga morda predvidevali v primeru, če obveznica ne

bi bila odpoklicana. Tveganje predčasnega odpoklica tako po mnenju Fabozzi-a in Mann-a (2005) prinaša tri ključne slabosti za obveznico, in sicer:

- nepoznavanje natančnega denarnega toka obveznice (saj je takšna obveznica lahko kadarkoli predčasno poplačana),
- tveganje reinvestiranja (saj v kolikor je obveznica predčasno odpoklicana v času nizkih obrestnih mer, investitor lahko reinvestira prejeto kupnino le po nižjih obrestnih merah),
- majhen potencial za cenovno apreciacijo obveznice (saj cena obveznice ne bo dosti narasla nad ceno, po kateri lahko izdajatelj to predčasno poplača).

V Sloveniji podjetniške obveznice, izdane v obdobju 2009–2015, večinoma niso imele možnosti predčasnega odpoklica. Prav tako za KZ ni značilno, da bi lahko bili ti predčasno poplačani ter v dosedanjih izdajah v obdobju 2009–2015 nobena domača izdaja ni vsebovala možnosti predčasnega poplačila.

2.3.4 Kreditno tveganje (angl. *credit risk*)

Fabozzi in Mann (2005) pravita, da kreditno tveganje obveznice (ali KZ) predstavlja (1) tveganje, da izdajatelj ne bo sposoben izpolniti svojih obveznosti iz izdanih dolžniških VP (temu se reče tudi tveganje neplačila oziroma angl. *default risk*), ter (2) tveganje, da se bo vrednost obveznic znižala in/ali da se bo cena določenih obveznic slabše odrezala glede na primerljive druge obveznice, in sicer zaradi (a) zahteve trga po večji donosnosti (zaradi percepcije trga, da obstaja večja verjetnost tveganja neplačila) (angl. *credit spread risk*) ali (b) nevarnosti, znižanja bonitetne ocene obveznice (angl. *credit rating*) s strani bonitetnih agencij, ki določajo ratinge obveznicam (angl. *downgrade risk*).

V primeru, da torej izdajatelj ob zapadlosti izdanih obveznic ali KZ ni sposoben zagotoviti poplačila obveznic, to navadno pomeni, da bodo imetniki obveznic prejeli manj (ali nič) denarnih sredstev, ki so bila predvidena iz naslova obveznic.

Bonitetna ocena je sicer formalno mnenje specializirane ustanove, tako imenovane bonitetne agencije, o izpostavljenosti kreditnemu tveganju z investicijo v določeno izdajo dolžniških VP (Fabozzi & Mann, 2005). Namen bonitetnih agencij je zagotavljanje globalnim investitorjem analize o tveganjih, povezanih z dolžniškimi VP. Ti finančni instrumenti vključujejo državne obveznice, podjetniške obveznice, potrdila o vlogah ali CD, prednostne delnice itn. Tveganje investiranja v te finančne instrumente je določeno z verjetnostjo, da izdajatelj dolga (npr. država, podjetje, banka) ne bo pravočasno izpolnil dogovorjenih plačil iz naslova dolga (The Credit Rating Controversy, b.l.). Navadno so bonitetne ocene razvrščene v razrede od AAA (najvišji bonitetni razred) do D, ki predstavlja najnižji bonitetni razred (bonitetne ocene obveznic po razvrstitvenih razredih podjetja Moody's grede od AAA do C, medtem ko se razvrstitveni razredi podjetij Standard & Poor's in Fitch gibljejo od AAA do D). Najbolj znane svetovne bonitetne agencije so Moody's, Standard & Poor's in Fitch, skupaj pa so leta 2013 pokrivalo okrog 95 % svetovnega tržnega deleža ocenjevanja kreditnega tveganja (The Credit Rating Controversy,

b.1.). Bonitetni razredi vsake izmed navedenih bonitetnih agencij so podrobneje predstavljeni v Tabeli 1.

Tabela 1: Primerjava bonitetnih ocen za podjetniške obveznice treh največjih svetovnih bonitetnih agencij

	Fitch	Moody's	Standard & Poor's	Opis
OBVEZNICE Z INVESTICIJSKO OCENO (angl. <i>investment grade bonds</i>)	AAA	Aaa	AAA	Dolg s takšnimi ocenami velja za prvovrstnega in ima izredno močno zmožnost plačila obresti in glavnice.
	AA+	Aa1	AA+	Zelo močna zmožnost plačila obresti in glavnice.
	AA	Aa2	AA	
	AA-	Aa3	AA-	
	A+	A1	AA+	Močna zmožnost plačila obresti in glavnice, vendarle kljub temu obstaja večja občutljivost izdajateljev na neugodne spremembe v ekonomskem okolju.
	A	A2	A	
	A-	A3	A-	
	BBB+	Baa1	BBB+	Primerna zmožnost plačila obresti in glavnice. Neugodne spremembe v ekonomskem okolju lahko povzročijo zmanjšano zmožnost plačila obresti in glavnice.
	BBB	Baa2	BBB	
	BBB-	Baa3	BBB-	
ŠPEKULATIVNE OBVEZNICE (angl. <i>non-investment grade bonds</i> ali <i>high yield bonds</i> ali <i>junk bonds</i>)	BB+	Ba1	BB+	Izdajatelj sicer tekoče plačuje svoje obveznosti iz naslova obresti in glavnice, vendar je njegovo poslovanje nekoliko občutljivo na neugodne spremembe v ekonomskem okolju, ki lahko zanj pomenijo zmanjšano zmožnost plačila obresti in glavnice.
	BB	Ba2	BB	
	BB-	Ba3	BB-	
	B+	B1	B	Izdajatelj sicer tekoče plačuje svoje obveznosti iz naslova obresti in glavnice, vendar je njegovo poslovanje bolj občutljivo na neugodne spremembe v ekonomskem okolju, ki lahko zelo verjetno zanj pomenijo zmanjšano zmožnost plačila obresti in glavnice.
	B	B		
	B-	B3		
	CCC+	Caa	CCC+	Izdajateljevo poslovanje je trenutno občutljivo in je v večji meri odvisno od ugodnih poslovnih, finančnih in ekonomskih okoliščin, da lahko izdajatelj nemoteno plačuje obresti in glavnice.
	CCC		CCC	
	CC	Ca	CC	Izdajateljevo poslovanje je za razliko od predhodnega razreda trenutno izredno občutljivo.
	C		C	Izdajateljevo poslovanje je izredno občutljivo in verjetnost neplačila obresti in glavnice je velika.
			CI	Enako kot predhodni razred s tem, da obresti niso bile plačane.
	DDD			Dolg s takšnimi bonitetnimi ocenami velja za dolg v neplačilu (angl. <i>default</i>).
	DD			
D	C	D		

Vir: Z. Bodie et al., Investments, 2011, str. 464; Credit ratings explained..., 2015; F. J. Fabozzi, & S. V. Mann, The Handbook of Fixed Income Securities, 2005, str. 328; L. N. Zupančič, 2006, str. 17.

Bonitetna ocena je torej ocena bonitetnih agencij o verjetnosti nastopa tveganja neplačila obveznosti (angl. *default risk*) za posamezno izdajo obveznic (Fabozzi & Mann, 2005). Bonitetne ocene kot take imajo močan vpliv na percepcije svetovnih investorjev o kreditni sposobnosti posameznih držav. Višje kot je kreditno tveganje posameznih držav (torej slabša kot je bonitetna ocena države s strani bonitetnih agencij), višja je zahtevana donosnost s strani

investitorjev za naložbe v njene dolžniške VP in obratno. Nižje kot je kreditno tveganje posamezne države (torej boljša kot je bonitetna ocena države s strani bonitetnih agencij), nižja je zahtevana donosnost s strani investitorjev za dolžniške VP te države. Glede na to, da so državne obveznice za investitorje tako rekoč najmanj tvegan instrument v posamezni državi, imajo običajno vse podjetniške obveznice (in KZ) določeno premijo (pribitek) nad donosnostjo državnih obveznic (oziroma zakladnih menic v primeru KZ), kar bomo v nadaljevanju tega dela tudi pokazali (ob predpostavki enakih lastnosti obveznic, kot so na primer njena zapadlost, kuponska obrestna mera ipd.) (prej smo to v Sliki 4 prikazali v obliki nominalnega pribitka donosnosti, ki ga ima podjetniška obveznica nad državno obveznico).

Bonitetne ocene pa niso pomembne le za investitorje za ocenjevanje kreditnega tveganja, temveč so pomembne tudi za izdajatelje (podjetja), ki lahko prav tako kot države pridobijo bonitetno oceno. Izdajatelji z boljšimi bonitetnimi ocenami namreč dosegajo nižje (ugodnejše) obrestne mere pri zadolževanju (sem spadata tudi izdaja obveznic ali KZ) in posledično nižje stroške financiranja dolga kot pa izdajatelji, ki imajo slabšo bonitetno oceno.

Tudi spremljanje bonitetnih ocen je izredno pomembno, saj v kolikor pride na primer do znižanja bonitetne ocene obveznice (angl. *downgrade risk*), to pomeni povečanje tveganja in zaradi tega bodo vlagatelji zahtevali višje donosnosti na to obveznico (kar vpliva na zmanjšanje cene te obveznice). To pa ima pomemben vpliv tudi na podjetniške dolžniške VP. Namreč, v kolikor pride do poslabšanja bonitetne ocene za določeno državo, to posledično povzroči tudi povečanje zahtevanih donosnosti za njene dolžniške VP (npr. državne obveznice, zakladne menice) in posledično to povzroči povečanje zahtevanih donosnosti na podjetniške obveznice ter podjetniške KZ, katerih izdajatelji so podjetja iz te države.

2.3.4.1 Tveganje spremembe kreditnega razmika (angl. *credit-spread risk*)

Kreditni razmik (angl. *credit-spread*) predstavlja razliko med donosnostjo do dospelja podjetniške obveznice (ali KZ) in donosnostjo do dospelja državne obveznice s primerljivo ročnostjo (Fabozzi & Mann, 2005). Naziv kreditni razmik izhaja iz predpostavke, da je navedena razlika v donosnostih do dospelja primarno posledica izpostavljenosti podjetniške obveznice do kreditnega tveganja, kar pa v resnici ne drži, saj se podjetniške obveznice razlikujejo od državnih tudi po drugih lastnostih, kot je na primer njihova likvidnost na sekundarnem trgu (Fabozzi & Mann, 2005).

Fabozzi in Mann (2005) definirata tveganje spremembe kreditnega razmika kot tveganje finančne izgube, ki izhaja iz spremembe višin kreditnih pribitkov. Na kreditne pribitke donosnosti vplivajo tako makroekonomski dejavniki (npr. višina krivulje donosnosti državnih obveznic, faza gospodarskega cikla, zaupanje potrošnikov ipd.) kot tudi faktorji, povezani s posamezno izdajo VP (npr. izdajateljevo poslovanje in finančna moč, obeti glede prihodnjega poslovanja izdajatelja ali industrije ipd.).

Kreditni pribitek je torej nagrada za dodatno kreditno tveganje, ki ga nekdo prevzame s tem, ko kupi bolj tvegano (podjetniško) obveznico namesto manj tvegane (državne) in predstavlja razmik donosnosti do dospelja bolj tvegane (podjetniške) in manj tvegane (državne) obveznice (ob predpostavki enakih ročnosti (slednje smo kot primer že grafično prikazali v Sliki 4)). Enako seveda velja tudi v primeru primerjave kreditnih pribitkov državnih dolžniških VP različnih držav, kjer bodo dolžniški VP bolj tveganih držav imeli določen kreditni pribitek nad donosnostmi dolžniških VP manj tveganih držav (ob predpostavki enakih ročnosti (slednje smo grafično že prikazali v Sliki 2)).

Omenjen vidik bo izredno pomemben za razumevanje zahtevanih donosnosti slovenskih podjetniških obveznic in KZ, glede na zahtevane donosnosti na slovenske državne dolžniške VP. Kot bomo videli kasneje, bodo imele podjetniške obveznice domačih izdajateljev v obravnavanem obdobju 2009–2015 višje zahtevane donosnosti od slovenskih državnih dolžniških VP (obveznic, zakladnih menic), pri čemer pa se bodo z leti te zahtevane donosnosti povečevale ali zmanjševale skladno z gibanjem zahtevanih donosnosti državnih dolžniških VP (na te pa je na primer pomembno vplivala tudi sprememba bonitetne ocene Slovenije ter makroekonomske razmere v Evropi).

2.3.4.2 Zmanjševanje tveganja z zavarovanji

Pomembno dejstvo, ki vpliva na kreditno tveganje KZ in obveznic (in posledično na zanje zahtevane donosnosti s strani investitorjev), je tudi način, kako so ti zavarovani. Podobno kot pri bančnih posojilih obstaja tudi pri podjetniških obveznicah in KZ možnost za njihovo zavarovanje, na primer z vpisom hipotek na nepremičnine (v tem primeru govorimo o hipotekarnih obveznicah ali KZ) ali z zastavo določenih VP. Obveznice ali KZ, ki nosijo določena zavarovanja, predstavljajo za investitorje neko gotovost ali neka sredstva, iz katerih bodo lahko poplačani, in posledično manjše tveganje. Zato bodo investitorji zanje zahtevali nižje zahtevane donosnosti v primerjavi z obveznicami ali KZ, ki so brez zavarovanja.

2.3.4.3 Finančna analiza izdajateljev ter finančni kazalniki posameznih bonitetnih razredov

Pogosto podjetniške obveznice in KZ niso zavarovani, kar pomeni za vlagatelje večje tveganje in zato ti zahtevajo večji donos glede na manj tvegane naložbene možnosti (npr. državne obveznice, bančni depoziti ipd.). Prav zaradi dejstva, da podjetniške obveznice in KZ pogosto niso zavarovani, so za investitorje izredno pomembne bonitetne ocene posameznih izdajateljev (ali držav), ki jih pripravljajo bonitetne agencije in ki kažejo investitorjem nivo kreditnega tveganja posameznega izdajatelja ali države. V primeru podjetniških obveznic (vse navedeno velja tudi za KZ) se bonitetne agencije, ki ocenjujejo bonitetne ocene obveznic, pri njihovih ocenah (za določenega izdajatelja obveznic) v večji meri naslanjajo na natančno analizo in trend posameznih finančnih kazalnikov tega izdajatelja (Bodie et al., 2011).

Bonitetna agencija Standard & Poor's že vrsto let občasno objavlja povprečja vrednosti finančnih kazalnikov za podjetja iz določenih bonitetnih razredov. Kazalniki se seveda lahko razlikujejo

glede na posamezne industrijske panoge, vendar kljub temu lahko predstavljajo določena izhodišča za ocenjevanje podjetij, ki imajo izdane obveznice ali KZ, a ne razpolagajo z bonitetnimi ocenami (kot na primer v Sloveniji). Seveda pa je potrebno biti po mnenju Fabozzi-a in Mann-a (2005) pri uporabi povprečij izredno previden, ne samo zaradi specifičnosti in razlik, ki jih imajo določene industrijske panoge, temveč tudi zaradi dejstva, da pri dodeljevanju bonitetnih ocen finančna analiza predstavlja samo enega izmed delov celovite analize ter ker se navadno pri bonitetnem ocenjevanju uporabljajo določena prilagajanja finančnih izkazov izdajateljev. Ne glede na navedeno, v Tabeli 2 navajamo povprečja nekaterih finančnih kazalnikov za posamezni bonitetni razred, ki jih izračunava bonitetna agencija Standard & Poor's.

Tabela 2: Vrednosti finančnih kazalnikov za dolgoročni dolg po posameznem bonitetnem razredu (izdajatelji iz ZDA za obdobje 2002–2004) (prikazane so triletne mediane)

Finančni kazalniki	Standard & Poor's bonitetne ocene						
	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
Dobiček iz poslovanja ÷ stroški obresti (angl. <i>EBIT interest coverage multiple</i>)	23,8	19,5	8,0	4,7	2,5	1,2	0,4
EBITDA ÷ stroški obresti (angl. <i>EBITDA interest coverage multiple</i>)	25,5	24,6	10,2	6,5	3,5	1,9	0,9
(Prihodki iz poslovanja + amortizacija + odpisi + odloženi davki) ÷ skupni dolg (v %) (angl. <i>funds from operations ÷ total debt</i>)	203,3	79,9	48,0	35,9	22,4	11,5	5,0
Prosti denarni tok iz poslovanja ÷ skupni dolg (v %) (angl. <i>free operating cash flow ÷ total debt</i>)	127,6	44,5	25,5	17,3	8,3	2,8	-2,1
Skupni dolg ÷ EBITDA (angl. <i>total debt ÷ EBITDA</i>)	0,4	0,9	1,6	2,2	3,5	5,3	7,9
Donosnost kapitala (v %) (angl. <i>return on capital</i>)	27,6	27,0	17,5	13,4	11,0	8,7	3,2
Skupni dolg ÷ (skupni dolg + kapital) (v %) (angl. <i>total debt ÷ (total debt + equity)</i>)	12,4	28,3	37,5	42,5	53,7	75,9	113,5

Vir: Povzeto po Z. Bodie et al., Investments, 2011, str. 464.

Takšne analitične ocene kot so lahko pomagajo tudi slovenskim vlagateljem, pri ocenjevanju zahtevane donosnosti za podjetniške obveznice ali KZ, ki jih izdajo domača podjetja, saj zanje (z izjemo nekaj podjetij) žal ne obstajajo bonitetne ocene, izdane s strani mednarodnih bonitetnih agencij. Vlagatelji z nakupom slovenskih podjetniških obveznic ali KZ predvsem ocenjujejo verjetnost za njihovo popolno in pravočasno poplačilo s strani izdajateljev. Ker je velika večina v Sloveniji izdanih podjetniških KZ in obveznic v obdobju 2009–2015 nezavarovanih, je natančna finančna analiza izdajateljev in predvidevanja glede prihodnosti njihovih panog s strani domačih vlagateljev tako rekoč nujna.

2.3.5 Tveganje premika krivulje donosnosti (angl. *yield curve risk*)

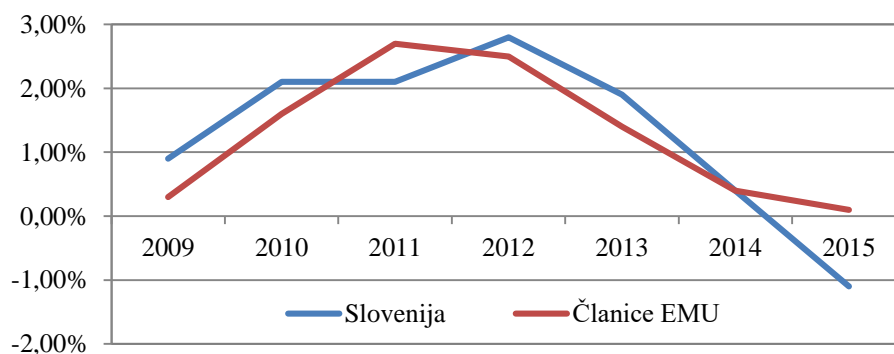
Tveganje premika krivulje donosnosti se nanaša na verjetnost, da se bo krivulja donosnosti obveznic premaknila na način, ki bo negativno vplival na vrednosti obveznic, ki jih ima

posamezen vlagatelj v portfelju. Teorija navadno predpostavlja vzporedne premike krivulj donosnosti, kar pa je daleč od realnosti (Yield Curve Risk, b.l.).

2.3.6 Tveganje spremembe kupne moči (angl. *inflation risk ali purchasing power risk*)

Fabozzi in Mann (2005) pojasnjujeta, da se tveganje spremembe kupne moči pojavlja zaradi vpliva inflacije na realno vrednost denarnih tokov iz naslova določenega VP. Vlagatelji so tako rekoč v vsaki obveznici s fiksnimi kuponi izpostavljeni vplivu inflacije in s tem tveganju spremembe kupne moči. Takšne obveznice namreč skozi njihovo celotno življenjsko dobo prinašajo fiksne oziroma enake kupone in zato nosijo tveganje inflacije. Razen obveznice s spremenljivimi kuponi (navadno indeksiranimi npr. na EURIBOR ali na kakšen drug indeks, ki ponazarja rast cen življenjskih potrebščin) niso izpostavljene tveganju spremembe kupne moči in zaradi tega imajo slednje manjše tveganje spremembe kupne moči v primerjavi z obveznicami s fiksnimi kupni. Kupno moč se meri na mednarodni ravni s pomočjo harmoniziranega indeksa cen življenjskih potrebščin, zato spodaj podajamo slikovno ponazoritev tega za Slovenijo in za članice evropske monetarne unije v obravnavanem obdobju.

Slika 5: Harmoniziran indeks cen življenjskih potrebščin za obdobje 2009–2015¹ za Slovenijo in članice Evropske monetarne unije (EMU).



Vir: Eurostat, *HICP – inflation rate, b.l.a*; Statistični urad Republike Slovenije, *Indeksi cen življenjskih potrebščin, Slovenija, november 2015, 2015c*.

2.3.7 Likvidnostno tveganje (angl. *liquidity risk*)

To tveganje je povezano z dejstvom, da bo vlagatelj obveznice ali KZ želel prodati pred njihovo zapadlostjo in da bo zanje iztržil precej nižjo ceno od njegove nameravane prodajne cene. Obveznice in KZ sicer običajno kotirajo na organiziranem trgovanju ali na tako imenovanem OTC trgovanju, kjer obstaja razkorak med ponudbo (ceno, po kateri si obstoječi imetniki želijo VP prodati) in pa povpraševanjem (ceno, po kateri so vlagatelji pripravljene VP kupiti). Seveda je cena, ki jo zahtevajo kupci (na strani povpraševanja), nižja od cene, ki jo zahtevajo prodajalci (na strani ponudbe). Namreč, tako kot pri trgovanju za katerokoli stvar, si kupci želijo nekaj (v našem primeru obveznice ali KZ) kupiti čim ceneje, prodajalci pa seveda čim dražje prodati.

¹ Za leto 2015 je prikazan podatek na letni ravni za mesec oktober 2015.

Razkorak med tema dvema cenama je znan kot cenovni razkorak med ponudbo in povpraševanjem (angl. *bid-ask spread*). Večji kot je cenovni razkorak, večje je likvidnostno tveganje, saj obstaja večja verjetnost, da bo cena, po kateri bo prodajalec želel prodati svoje VP pred njihovo zapadlostjo, precej drugačna od tiste, ki jo je želel dobiti. Namreč, v kolikor se mu bo s prodajo mudilo, bo moral za izvršitev prodaje sprejeti kupčevo ceno, ki pa je lahko precej nižja. Temu pravimo likvidnostno tveganje (angl. *liquidity risk*). Zanj je značilen velik cenovni razkorak med ponudbo in povpraševanjem.

Pri nekaterih VP pa se lahko zgodi, da sploh ni povpraševanja (ni kupca), kar pomeni, da obstoječi imetnik VP sploh ne more prodati in mora zato VP držati vse do dospelja. Lahko pa je povpraševanja malo in v takem primeru bo obstoječi imetnik svojo količino primoran prodajati več dni ali pa tudi več mesecev.

V kolikor vlagatelj potrebuje likvidnost (torej, da obstoječ VP proda in zanj dobi likvidna denarna sredstva), a na primer ne more prodati obveznice, katera ima še štiri leta do zapadlosti, potem ima lahko z likvidnostnim tveganjem veliko težavo. Likvidnostno tveganje se običajno pojavi predvsem pri majhnih izdajah VP, kjer je običajno manjši nabor potencialnih kupcev ali pa pri VP iz držav ali od izdajateljev z visokim kreditnim tveganjem. Prav tako je likvidnostno tveganje manjše pri VP s krajšo ročnostjo – na primer likvidnostno tveganje je mnogo manjše pri obveznici, ki zapade čez šest mesecev, kot pri obveznici, ki zapade čez deset let.

Dolgoročni vlagatelji, ki nameravajo kupljene obveznice ali KZ držati vse do njihovega dospelja, z likvidnostnim tveganjem seveda nimajo težav, vendar le v primeru, če tržne cene ne vplivajo na vrednotenje njihovega portfelja. Se pa portfelj VP navadno vrednoti na dnevni ravni pri različnih institucionalnih vlagateljih, kot so na primer vzajemni skladi. Namreč, pri manj likvidnih obveznicah ali KZ se lahko zgodi, da je tržna cena pod teoretično ceno obveznice ali KZ, in to pomeni, da bo moral upravljavec premoženja vzajemnega sklada kupljeno obveznico ali KZ vrednotiti po tržni ceni, ki pa je lahko zaradi slabe tržne likvidnosti (in posledično visokega likvidnostnega tveganja) precej drugačna (nižja) od teoretične cene VP in bo to negativno vplivalo na tržno vrednost njegovega portfelja. Likvidnostno tveganje je značilno tudi za domače podjetniške obveznice in KZ.

2.3.8 Valutno tveganje (angl. *exchange rate risk* ali *currency risk*)

Vsak vlagatelj je vezan na določeno valuto, ki je zanj merodajna. Navadno je za fizične osebe merodajna valuta, v kateri prejemajo svojo plačo in je običajno tudi enaka valuti države, kjer fizične osebe živijo. Pri pravnih osebah je navadno merodajna valuta, kjer ima pravna oseba sedež, saj bodo lastniki merili uspešnost poslovanja v tej valuti. V kolikor se valuta, v kateri fizične osebe prejemajo plačo, razlikuje od valute države, v kateri živijo, potem te osebe nosijo valutno tveganje (angl. *exchange rate risk* ali *currency risk*), da ko bodo prejeto tujo valuto zamenjali v domačo, bo zaradi neugodne relativne spremembe deviznega tečaja, ta manj vredna. Na primer, slovenski delavci v Srbiji, ki prejmejo izplačilo plače v srbskih dinarjih, jih potem v Sloveniji čez nekaj mesecev zamenjajo za evre. V tem primeru se lahko zgodi, da zaradi

(neugodnega) premika deviznega tečaja EUR/RSD prejmejo ob zamenjavi manj evrov kot ob izplačilu plače. Podoben primer velja tudi za fizične osebe, ki najamejo kredit v drugi valuti, kot je valuta, v kateri prejemajo redne mesečne plače (npr. zaposleni v Sloveniji, ki prejema plačo v evrih, najame kredit v švicarskih frankih).

V primeru obveznic ali KZ nosi vlagatelj valutno tveganje v primeru, ko je obveznica ali KZ, ki ga ima v portfelju, nominirana v drugačni valuti (npr. USD), kot je valuta države, ki je merodajna za upravljavca premoženja (npr. EUR). V kolikor bi torej slovenski vlagatelj (za katerega je merodajen samo realiziran donos v evrih) kupil obveznico ali KZ v valuti, ki ni evro (npr. USD, JPY, CHF ipd.), bi nosil tveganje, da bodo finančni tokovi, prejeti s strani tuje obveznice ali KZ, zaradi neugodne spremembe deviznega tečaja tuje in domače valute, v evrih manj vredni, kot pa so znašali v trenutku nakupa tega tujega finančnega instrumenta.

Ne glede na tržno gibanje cene obveznice ali KZ nominiranega v tuji valuti so lahko domači vlagatelji, za katere je merodajno dnevno tržno vrednotenje portfelja v domači valuti (na primer vzajemni skladi), dnevno izpostavljeni valutnemu tveganju. Na primer vzajemni sklad, ki ima v portfelju obveznice nominirane v USD, mora vsak dan vrednost teh obveznic preračunati v domačo valuto. Kljub temu da ne pride do spremembe tržne cene teh obveznic na ameriškem trgu, se njihova vrednost v portfelju vzajemnega sklada lahko zmanjša zaradi neugodnega premika deviznega tečaja EUR/USD, ki posledično vpliva na vrednotenje naložbe v evrih.

Domače podjetniške obveznice in KZ so bile v obravnavanem obdobju vse nominirane v evrih, kar pomeni tako za domače vlagatelje kot tudi za tuje vlagatelje, za katere je relevantna valuta evro, da ne nosijo valutnega tveganja. Valutno tveganje pa domači VP seveda imajo za vlagatelje, ki prihajajo iz držav, katerih domača valuta ni evro (npr. Hrvaška, Srbija, Madžarska, ZDA ipd.).

2.3.9 Nestanovitnostno tveganje (angl. *volatility risk*)

Fabozzi in Mann (2005) opisujeta nestanovitnostno tveganje (angl. *volatility risk*) kot tveganje, da se bo sprememba nestanovitnosti različnih dejavnikov, ki vplivajo na ceno obveznice (npr. pričakovana nestanovitnost obrestnih mer), odrazila v zmanjšanju cene obveznice (kar posledično pomeni zmanjšanje vrednosti portfelja).

2.3.10 Politično ali pravno tveganje (angl. *political risk* ali *legal risk*)

Politično tveganje (angl. *political risk*) ali pravno tveganje (angl. *legal risk*), povezano z vlaganjem v obveznice ali KZ, je vsako politično ali pravno dejanje, ki negativno vpliva na vrednost obveznic.

To tveganje bomo najlažje opisali s primerom, ki smo ga bili deležni tudi v Sloveniji: Zakon o dohodnini – ZDoh-1 (Ur.l. RS, št. 59/2006-UPB4), ki je bil v uporabi do konca leta 2006, je v svojem 112. členu navajal, da se lahko letna davčna osnova zavezanca rezidenta zmanjša za

»sredstva, vložena v VP, katerih izdajatelj je Republika Slovenija in katerih vračilni rok je daljši od 12 mesecev«, ki pa jo je nato nov Zakon o dohodnini – ZDoh-2 (Ur.l. RS, št. 117/2006) (v veljavi od 1. 1. 2007) ukinil. Glede na to, da je bilo število fizičnih oseb kot imetnikov obveznic Republike Slovenije² majhno, ta zakonodajna sprememba ni imela vpliva na tržne cene obveznic Republike Slovenije. Hipotetično, v kolikor bi na primer sprejeli zakon, ki bi določal omejitev vlaganja v določeno vrsto državnih obveznic s strani domačih institucionalnih strank, zaradi katere bi bili ti vlagatelji primorani predčasno prodajati svoje naložbe, da bi uskladili portfelje z novo zakonodajo, bi takšen ukrep povzročil povečano ponudbo VP in s tem pritisk na ceno obveznic, ki bi se lahko znatno zmanjšala in s tem negativno vplivala na vrednotenja naložb v portfeljih. V nekaterih državah imajo tako institucionalni vlagatelji določene omejitve (ali celo prepovedi) pri kupovanju dolžniških VP drugih držav. Ti vlagatelji so torej pomemben faktor povpraševanja za domače dolžniške VP. V kolikor bi se jim zakonodaja spremenila v smislu ukinitve določenih prepovedi vlaganja v tuje obveznice, bi to lahko pomenilo znaten padec povpraševanja po domačih obveznicah, s čimer bi se posledično tudi močno zmanjšala likvidnost teh. Navedene omejitve na primer veljajo v Republiki Srbiji za domače pokojninske sklade pri nakupu dolžniških VP, katerih izdajatelji so druge države.

2.3.11 Tveganje nastanka nepričakovanih neugodnih dogodkov (angl. *event risk*)

To tveganje je predvsem posledica dejstva, da lahko določen nepričakovan neugoden dogodek nepričakovano in bistveno vpliva na izdajateljevo sposobnost plačila obresti in glavnice. Tukaj so lahko prisotne kakšne naravne nesreče (npr. poplave) ali pa industrijske nesreče (npr. požari, izlivi nevarnih snovi ipd.), tuja literatura pa omenja tudi tveganje, povezano z določenimi prevzemnimi aktivnostmi ali korporacijskimi prestrukturiranjmi (Fabozzi & Mann, 2005).

Tveganja nastanka nepričakovanih neugodnih dogodkov so seveda prisotna tudi pri slovenskih izdajateljih podjetniških obveznic ali KZ.

2.3.12 Tveganje, povezano z določenim sektorjem (angl. *sector risk*)

Gospodarski sektorji imajo različna (predvsem poslovna) tveganja. Nekateri so na primer občutljivejši na gibanje gospodarske aktivnosti in zato predstavljajo za vlagatelje večje tveganje. Sektorji iz cikličnih panog (industrija, potrošniški sektor, tehnologija ipd.) veljajo navadno za bolj tvegane od sektorjev iz defenzivnih panog (zdravstvo, telekomunikacije ipd.). V primeru obveznic in KZ je to tveganje povezano z nevarnostjo negativnega gibanja poslovanja v določenem sektorju in posledično negativnega vpliva na vrednost obveznic ali KZ izdajateljev iz tega sektorja.

² V delu pogosto uporabljamo izraz Slovenija, pri čemer imamo v mislih Republiko Slovenijo. Prav tako pogosto uporabljamo izraz domači izdajatelji, kjer mislimo na izdajatelje, katerih sedež je v Republiki Slovenije ter izraz domače podjetniške obveznice, pri čemer imamo v mislih obveznice, ki so jih izdala podjetja iz Republike Slovenije.

To tveganje ni zanemarljivo, niti za slovenske vlagatelje. Mnogo slovenskih vlagateljev je namreč v obdobju 2009–2015 kupilo obveznice slovenskih bank, ki pa so bile kasneje izbrisane, vlagatelji pa so posledično izgubili (večinoma) celotno premoženje, ki so ga investirali v te bančne finančne instrumente.

3 RAZLOGI ZA POJAV PODJETNIŠKIH DOLŽNIŠKIH FINANČNIH INSTRUMENTOV V SLOVENIJI V OBDOBJU OD LETA 2009 DO LETA 2015

Slovensko gospodarstvo že od nekdaj velja za gospodarstvo, ki je tradicionalno izredno vezano na bančni sistem in posledično na bančna posojila, kot poglavitni vir financiranja za podjetja. V naslednjih nekaj letih se verjetno ta trend ne bo bistveno spremenil, kljub temu pa lahko rečemo, da se je domač (in tuj) kapitalski trg v zadnjih nekaj letih pokazal kot učinkovit vir pridobivanja finančnih sredstev za boljša domača podjetja. Pot do tega seveda ni bila samoumevna in je bila prepletena z več faktorji, med katerimi so bili ključni predvsem nedelovanje slovenskega bančnega sistema ter močan upad obrestnih mer na evropskih finančnih trgih. V naslednjih poglavjih bomo poskušali prikazati poglavitne dejavnike, ki so pripeljali do tega, da so domača podjetja pričela izdajati KZ in obveznice.

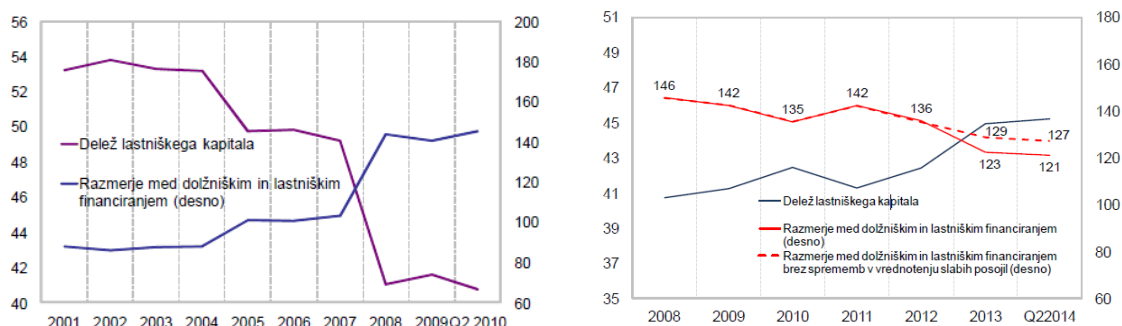
3.1 Razmere v domačem bančnem sistemu

3.1.1 Visoka zadolženost slovenskih podjetij in nizke stopnje rasti gospodarstva

Slovenska podjetja so dočakala svetovno gospodarsko krizo, ki je nastopila po letu 2008, kot izredno zadolžena in zato zaradi visokih stroškov servisiranja dolga izjemno občutljiva na spremembe v poslovnem okolju. Zadolženost podjetij, merjeno kot razmerje med dolžniškim in lastniškim kapitalom, prikazujemo na Sliki 6 ter kot je razvidno, je najvišja vrednost tega kazalnika znašala 146 prav leta 2008. Visoka stopnja zadolženosti podjetij v kombinaciji z zmanjšanjem gospodarske aktivnosti je marsikatero podjetje ujela nepripravljeno na razmere negativnih oziroma nizkih stopenj gospodarske rasti, ki so sledile v naslednjih letih (Slika 7). Finančna kriza v letu 2008 namreč še ni kazala svoje celotne razsežnosti oziroma se je z enoletnim zamikom prenesla v domači realni sektor.

Nizke oziroma negativne stopnje rasti domačega gospodarstva so se lahko odrazile v zmanjšanih poslovnih prihodkih marsikaterega visoko zadolženega slovenskega podjetja, kateremu je servisiranje visokega dolga postalo previsoko breme. Visoko zadolžena podjetja so se tako zatekla v dezinvestiranje ter mnogo nižjo investicijsko stopno v obdobju 2009–2015 glede na predhodna leta, kar je prikazano na Sliki 7. Nižja investicijska aktivnost podjetij je v obdobju 2009–2015 vplivala tudi na manjše povpraševanje po kreditih pri domačih bankah. Težka makroekonomska situacija pa ni bila samo značilnost Slovenije, temveč se je ostra finančna kriza kazala tudi v ostalih evropskih državah.

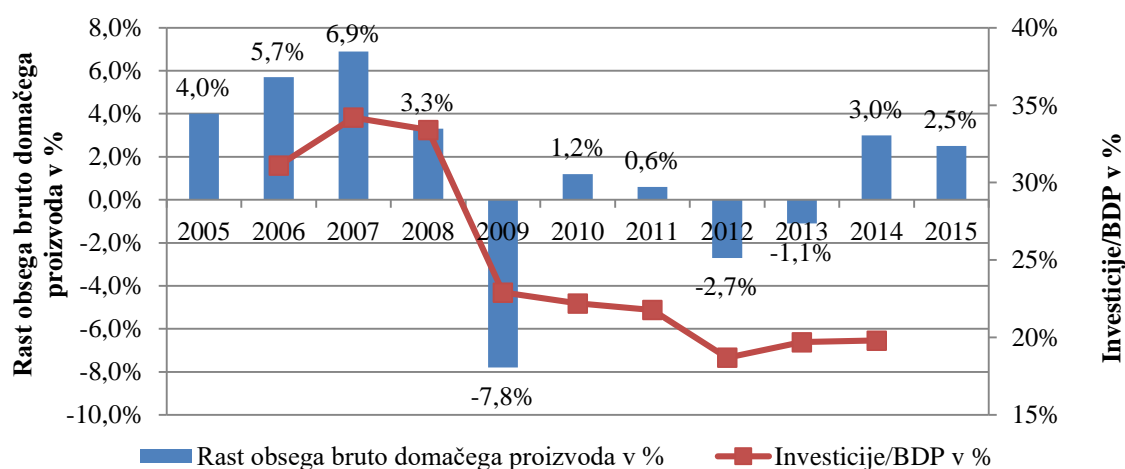
Slika 6 a in b: Razmerje med dolžniškim in lastniškim in financiranjem domačih podjetij



Opomba: Glede na to, da ni bilo mogoče pridobiti časovne vrste o razmerju med dolžniškim in lastniškim financiranjem domačih podjetij na podlagi katerih bi lahko sestavili enotno sliko, prikazujemo razmerje med dolžniškim in lastniškim financiranjem domačih podjetij v dveh vzporednih slikah in na tak način ponazorimo časovno vrsto obravnavanega kazalnika.

Vir: *Stabilnost slovenskega bančnega sistema, december 2010, str. 32; Stabilnost slovenskega bančnega sistema, december 2014, str. 53.*

Slika 7: Rast obsega slovenskega bruto domačega proizvoda v % ter delež investicij v odstotkih BDP



Vir: *Stabilnost slovenskega bančnega sistema, december 2014, str. 4; Statistični urad Republike Slovenije, Bruto domači proizvod, Slovenija, 3. četrtletje 2015, 2015b; Statøpis – Statistični pregled Slovenije 2015, 2015a, str. 55.*

3.1.2 Evropska dolžniška kriza in njen vpliv na kreditne pribitke slovenskih državnih obveznic

Finančne trge Evrope je od leta 2010 pretresla huda dolžniška kriza in mnogo evropskih držav, kot so npr. Grčija (2010), Irska (2010), Portugalska (2011), nato pa še Španija (2012) in Ciper (2012), je moralo zaprositi za finančno pomoč, pri čemer je bila na preizkušnji sama evropska monetarna unija z evrom na čelu. Evropska unija je z vrsto ukrepov (npr. uvedba evropskega

mehanizma za stabilnost območja evra (ESM)) do konca leta 2013 vendarle umirila dolžniško krizo, ki se je nato leta 2015 ponovila zaradi Grčije. Dolžniška kriza, ki se je kazala na nek način tudi kot kriza zaupanja, je močno vplivala na zahtevane donosnosti obveznic finančno manj trdnih evropskih držav. Kot prikazujemo v Tabeli 3, so se bonitetne ocene teh držav od leta 2008 močno znižale, samo Sloveniji v povprečju v prikazanem obdobju za 4 do 7 ocen. Zmanjšanje bonitetnih ocen je močno vplivalo na povečanje zahtevane donosnosti na obveznice omenjenih držav na evropskih trgih v obdobju 2009–2015, glede finančno najmočnejše evropske države (Nemčija), kar prikazujemo v Sliki 8.

Tabela 3: Gibanje bonitetnih ocen Slovenije ter nekaterih izbranih evropskih držav

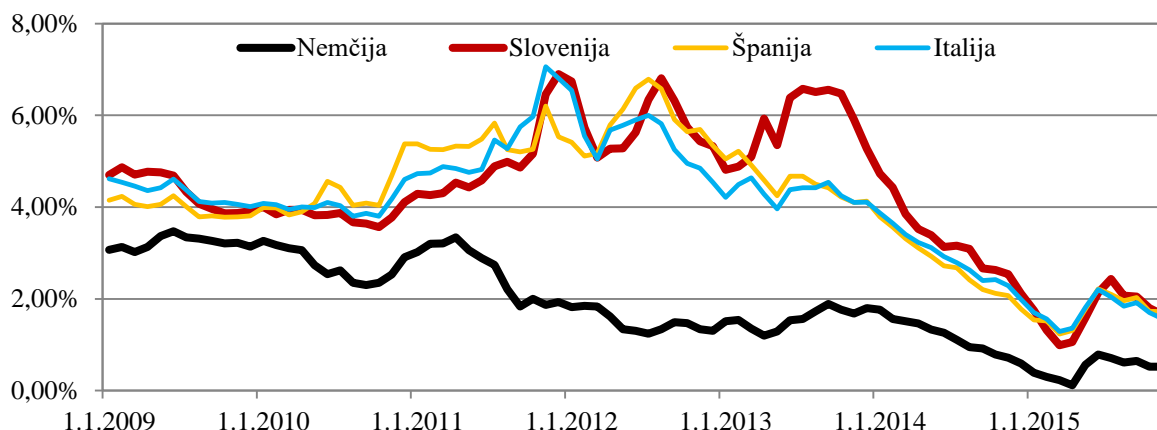
Država	Agencija	Stanje mar. 2013	Stanje apr. 2014	Stanje dec. 2015	Razlika 2013/2008	Razlika 2014/2008	Razlika 2015/2008
Grčija	Fitch	CCC	B-	CCC	↓12	↓10	↓12
	Moody's	C	Caa3	Caa3	↓16	↓14	↓14
	S&P	B-	B-	CCC+	↓10	↓10	↓11
Ciper	Fitch		CCC	B+ (poz)		↓13	↓9
	Moody's		Caa3 (poz)	B1		↓15	↓10
	S&P		B-	BB- (poz)		↓11	↓8
Irska	Fitch	BBB+	BBB+	A- (poz)	↓7	↓7	↓5
	Moody's	Ba1 (neg)	Baa3 (poz)	Baa1 (poz)	↓10	↓9	↓7
	S&P	BBB+	BBB+ (poz)	A+	↓7	↓7	↓4
Portugalska	Fitch	BB+ (neg)	BB+ (neg)	BB+ (poz)	↓8	↓8	↓8
	Moody's	Ba3 (neg)	Ba3	Ba1	↓10	↓10	↓8
	S&P	BB	BB (neg)	BB+	↓8	↓8	↓7
Italija	Fitch	BBB+ (neg)	BBB+ (neg)	BBB+	↓4	↓4	↓4
	Moody's	Baa2 (neg)	Baa2	Baa2	↓6	↓6	↓6
	S&P	BBB+ (neg)	BBB (neg)	BBB-	↓3	↓4	↓5
Slovenija	Fitch	A- (neg)	BBB+ (neg)	BBB+	↓4	↓5	↓5
	Moody's	Baa2 (neg)	Ba1	Baa3	↓5	↓7	↓6
	S&P	A-	A-	A-	↓4	↓4	↓4

Legenda: neg – negativni obeti; poz – pozitivni obeti; razlika – gre za velikost znižanja bonitetne ocene.

Vir: Greece | Credit Rating, (b.l.); Poročilo o razvoju 2013, str. 103; Poročilo o razvoju 2014, str. 107; Poročilo o razvoju 2015, str. 97; lastni izračuni.

Kot je razvidno iz Slike 8, tudi Slovenija ni bila nedotaknjena, saj je veljala za državo, ki bo zelo verjetno naslednja prosila za evropsko pomoč. Bonitetne ocene Slovenije in njenih bank so bile od septembra 2011 do maja 2013 pod močnim pritiskom in stalnim poslabševanjem, kar je močno vplivalo na zahtevane donosnosti na slovenske državne obveznice. To pa je žal imelo močan vpliv tudi na zmožnost domačih bank pri pridobivanju ugodnih virov financiranja v tujini, ki bi jih lahko preko ugodnih kreditov potem posredovale domačim podjetjem.

Slika 8: Gibanje krivulje zahtevanih donosnosti na 10-letne obveznice finančno manj stabilnih evropskih držav glede na zahtevane donosnosti na 10-letne nemške obveznice



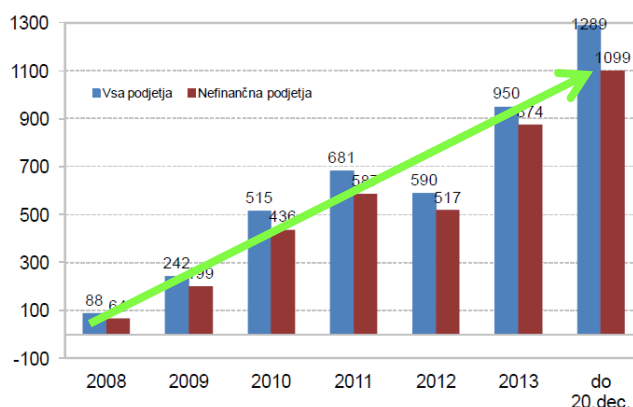
Vir: Evropska centralna banka, Interest rate statistics (2004 EU Member States & ACCBs), b.l.a.

3.1.3 Povečevanje stečajnih postopkov, slabih terjatev, slabitev bank

Stanje v domačem bančnem sistemu v obdobju 2009–2013 ni bilo nič kaj rožnato. Število stečajnih postopkov se je naglo povečevalo (Slika 9), prav tako tudi število nedonosnih terjatev (predvsem v kategoriji z zamudami nad 90 dni) (Slika 10), kar je nakazovalo, da se bo kreditni porfelj bank v prihodnosti potencialno samo še slabšal.

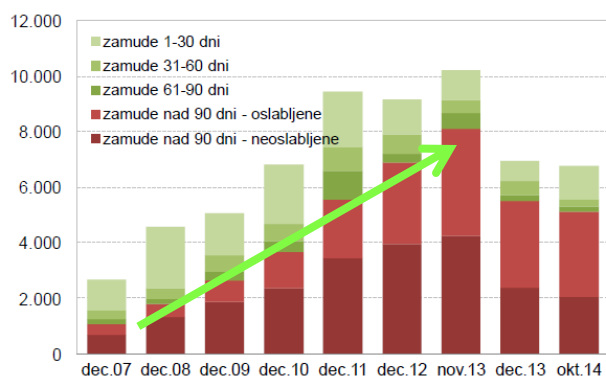
Kreditno tveganje domačega bančnega sistema se je torej v omenjenem obdobju izredno povečalo in jasno je bilo, da se bodo naraščajoče nedonosne terjatve poznale tudi v večjih stroških oslabitev in rezervacij bank, kar prikazujemo v Sliki 11.

Slika 9: Število začelih stečajnih postopkov v Sloveniji konec posameznega leta



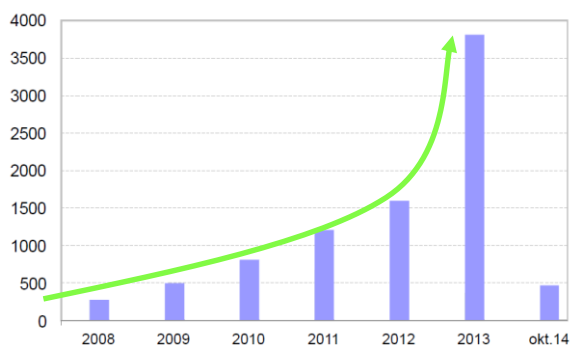
Vir: Stabilnost slovenskega bančnega sistema, december 2014, str. 21.

Slika 10: Zneski terjatev z zamudami po intervalih v milijonih EUR



Vir: Stabilnost slovenskega bančnega sistema, december 2014, str. 21.

Slika 11: Stroški oslabitve in rezervacij domačih bank v milijonih EUR



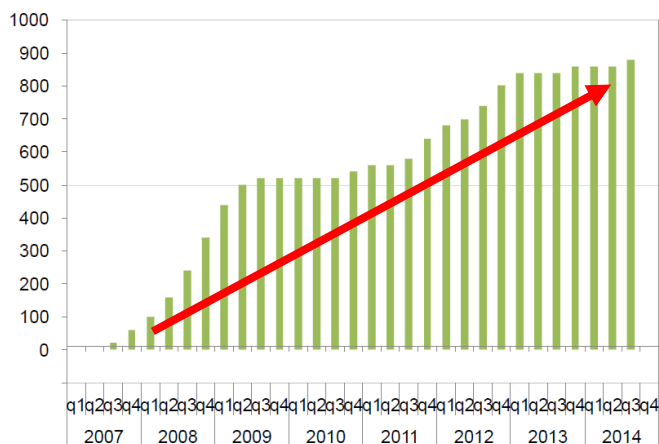
Vir: Grafično prilagojena slika iz Stabilnost slovenskega bančnega sistema, december 2014, str. 19.

3.1.4 Nenaklonjenost domačih bank h kreditiranju domačih podjetij

Slovenski bančni sistem dejansko v obdobju od 2008 do 2013 tako rekoč ni opravljal svoje funkcije in se je ukvarjal bolj ali manj z reševanjem samega sebe in svojih težav iz preteklosti. Ko rečemo, da domač bančni sistem ni opravljal svoje funkcije, imamo v mislih predvsem funkcijo kreditiranja podjetij, ki jo bomo nekoliko podrobneje predstavili v nadaljevanju. Zaradi težav bank te niso bile naklonjene prevzemanju dodatnega kreditnega tveganja, zato so že tako visoko zadolženim podjetjem še dodatno močno zaostrole pogoje za pridobivanje kreditov v primerjavi z obdobji pred finančno krizo, kar prikazujemo v Sliki 12.

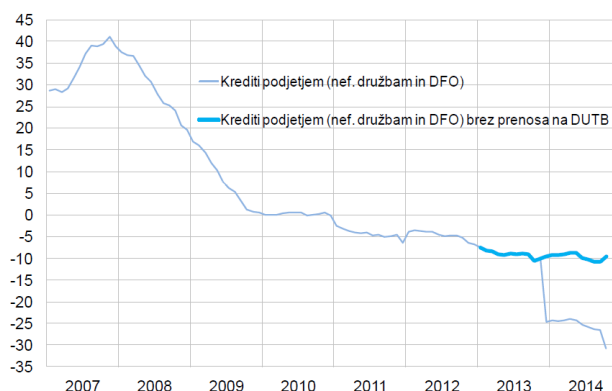
Posledica zaostrenih pogojev pridobivanja kreditov s strani bank se je pri že tako visoko zadolženih domačih podjetjih odrazila v zmanjševanju obsega kreditov nefinančnemu sektorju s strani domačih bank, kar prikazujemo v Sliki 13.

Slika 12: Raven kreditnih standardov slovenskih bank pri posojilih podjetjem



Vir: Grafično prilagojena slika iz *Stabilnost slovenskega bančnega sistema*, december 2014, str. 10.

Slika 13: Medletne stopnje rasti posojil podjetjem

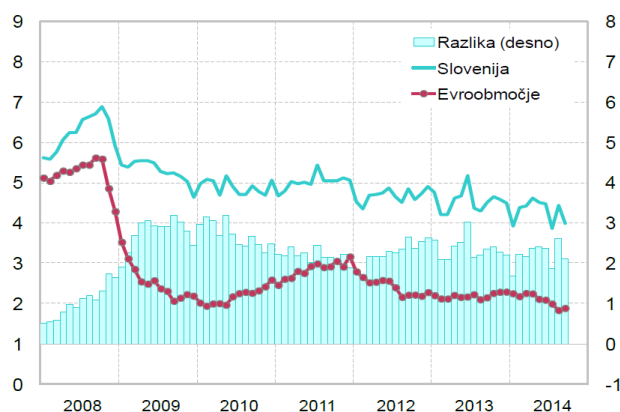


Vir: Grafično prilagojena slika iz *Stabilnost slovenskega bančnega sistema*, december 2014, str. 9.

3.1.4.1 Nekonkurenčnost domačih bank pri ponujanju ugodnih obrestnih mer na kredite

Celoten domač bančni sistem je bil še v letu 2013 v močnem likvidnostnem krču, posledice pa so čutila predvsem podjetja. Zaradi takrat slabih bonitetnih ocen Slovenije ter domačih bank so naraščali stroški financiranja bank; posledično pa so domače banke z (dražjimi) obrestnimi merami, ki so jih ponujala podjetjem za posojila, postajale čedalje manj konkurenčne tujim bankam. Obrestne mere za posojila so bile namreč znatno nižje pri bankah v tujini (to pa pomeni cenejše zadolževanje za domača podjetja). Primerjavo obrestnih mer za posojila podjetjem nad 1 milijon evrov v Sloveniji in na območju EMU prikazujemo na Sliki 14. Razlike so v povprečju znašale okrog dveh odstotnih točk, kar je v obdobju nizkih obrestnih mer ogromna razlika. Ponazorimo to s primerom: domače podjetje je na primer v letu 2012 za kredit za nad 1 milijon evrov pri domači banki plačalo letno obrestno mero med 4,5 % in 5,0 %, pri tuji banki pa med 2 % in 2,5 %, kar je skoraj še enkrat dražje. Domače banke so torej ponujale izredno nekonkurenčne obrestne mere v primerjavi z drugimi evropskimi bankami.

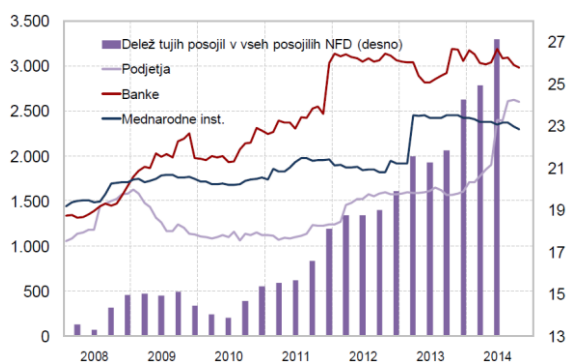
Slika 14: Primerjava obrestnih mer v Sloveniji z evroobmočjem za posojila podjetjem nad 1 milijon evrov



Vir: Stabilnost slovenskega bančnega sistema, december 2014, str. 11.

Domača podjetja so se pričela obnašati racionalno in seveda iskala cenejša (tuja) posojila. Žal vsa domača podjetja niso bila v dovolj dobri finančni kondiciji za dostop do kreditnih virov tujih bank in so zato ostala dejansko ujeta na (dragem) domačem bančnem sistemu. Zdrava domača podjetja (večinoma tista, ki so bila izvozno naravnana) pa so pričela najemati cenejša posojila pri tujih bankah, kar je razvidno iz Slike 15, kjer je na primer konec leta 2013 delež tujih posojil nefinančnim družbam presegal 23 % (za primerjavo, ta delež je bil še v letu 2009 okrog 15 %). Hitra dinamika prilagajanja domačih podjetjih situaciji v domačem bančnem sistemu predstavlja obenem tudi morebitno prihodnjo težavo domačih bank, saj s tem ko (večinoma boljša) domača podjetja v tujini najemajo posojila, domače banke izgubljajo potencialen dohodek pri teh in jim obenem ostajajo v kreditnem portfelju bolj tvegana podjetja.

Slika 15: Stanja posojil podjetjem iz tujine po sektorju tujega upnika

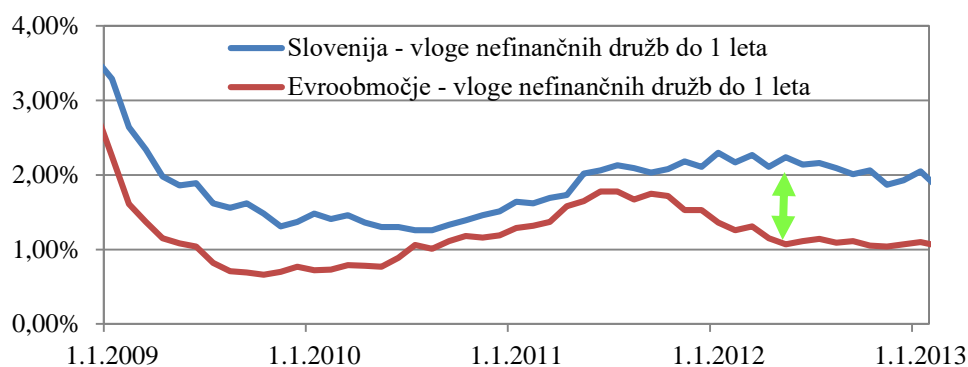


Vir: Stabilnost slovenskega bančnega sistema, december 2014, str. 11.

3.1.5 Moralni hazard manjših bank in zadovoljstvo depozitnih varčevalcev

Dodaten dejavnik, ki je predstavljal veliko tveganje v domačem bančnem sistemu, je bila tudi neloyalna konkurenca z depozitnimi obrestnimi merami med bankami za vloge nebančnega sektorja. Slednja se je pojavila v letih 2011 in 2012. Takrat so se majhne banke (Faktor banka d. d. in Probanka d. d.) borile za svoj obstanek in so želele privabljati nove vloge na način, da so zanje obljubljale bistveno višje depozitne obrestne mere, kot pa je to bilo značilno za ostalo evroobmočje in kot so jih ponujale ostale banke v Sloveniji. Da ne bi prišlo do odliva sredstev iz večjih (tudi boljših) bank v manjše (bolj tvegane), so se morale tudi večje domače banke odzvati, in sicer na način, da so ponudile izredno visoke depozitne obrestne mere svojim komitentom. Vse to je seveda za vlagatelje, ki so imeli presežna likvidna sredstva, pomenilo odlično stanje, saj so za svoje netvegane depozitne vloge prejeli nadpovprečne obrestne mere celo v primerjavi s povprečjem evroobmočja (glej Sliko 16).

Slika 16: Primerjava gibanja obrestnih na vezane vloge do 1 leta za nefinančne družbe v Sloveniji in na evroobmočju od 31. 12. 2008 do 31. 12. 2012



Vir: Banka Slovenije, Obrestne mere MFI v evroobmočju in v posameznih državah, b.l.; lastni izračuni.

Žal pa je imelo to dogajanje tudi temnejšo plat medalje. Visoke depozitne obrestne mere navadno vplivajo na povečanje obsega vlog v bančnem sistemu; a v omenjenem primeru ni bilo tako. Obseg depozitnih vlog je v celotnem bančnem sistemu ostajal na enaki ravni, efekt tega dogajanja pa je bilo prehajanje vlog med bankami (predvsem iz večjih (manj tveganih) bank k manjšim (bolj tveganim) bankam, ki so ponujale nadpovprečne depozitne obrestne mere) (Stabilnost slovenskega bančnega sistema, december 2014, 2014c). Takšno dogajanje pa je na nivoju bančnega sistema pomenilo na nek način moralni hazard s strani manjših bank ter istočasno še povečevanje stroškov financiranja vseh bank in posledično ponujanje dražjih posojil, kar smo že prikazali v Sliki 14. Banka Slovenije je zato marca 2012 uvedla instrument omejevanja depozitnih obrestnih mer, katerega cilj je bil omejiti čezmerno zviševanje pasivnih obrestnih mer za vloge zasebnega bančnega sektorja (Stabilnost slovenskega bančnega sistema, december 2014, 2014c).

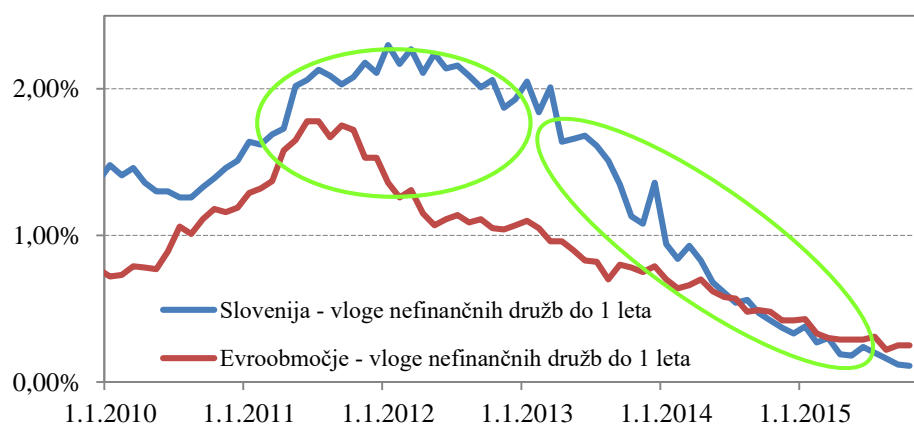
3.1.6 Nujna sanacija in stabilizacija domačega bančnega

V letu 2013 je postajalo vse jasneje, da bo čimprejšnja sanacija domačega bančnega sistema nujna, kar je država tudi izvedla. Banka Slovenije je septembra 2013 pričela postopek nadzorovane likvidacije dveh manjših bank, in sicer Probanke d. d. ter Faktor banke d. d. Nato so bile decembra 2013 (ter kasneje še v letu 2014) banke dokapitalizirane v skupni višini 3,6 milijarde evrov, poleg tega pa se je na Družbo za upravljanje terjatev bank, d. d. (v nadaljevanju DUTB) preneslo slabih terjatev v bruto vrednosti 4,9 milijarde evrov oziroma 2,4 milijarde evrov neto vrednosti, za kar so banke prejele obveznice DUTB v višini 1,6 milijarde evrov (Stabilnost slovenskega bančnega sistema, december 2014, 2014c). Slovenija je na tak način poskušala sanirati in stabilizirati svoj bančni sistem in mu tudi povrniti zaupanje.

3.1.7 Znižanje depozitnih obrestnih mer v Sloveniji

Učinki omenjenega instrumenta omejevanja depozitnih obrestnih mer Banke Slovenije skupaj z ukrepi za stabilizacijo in sanacijo bank so se odrazili v zmanjšanju depozitnih obrestnih mer v letu 2013 (in nato dalje v 2014 in 2015) in zmanjšanju tekmovalnosti bank v določanju višine pasivnih obrestnih mer (Stabilnost slovenskega bančnega sistema, december 2014, 2014c). Znižanje depozitnih obrestnih mer je izrednega pomena tudi za našo obravnavano temo izdaje domačih podjetniških KZ in obveznic, saj bodo z upadom depozitnih obrestnih mer vlagatelji s presežnimi likvidnimi sredstvi pričeli z iskanjem donosnejših alternativ, kot jih ponujajo bančni depoziti, kar bomo tudi prikazali v naslednjih poglavjih. Na tej točki bomo samo pokazali, kako so se po izvedenih ukrepih Banke Slovenije pričele zmanjševati depozitne obrestne mere slovenskih vezanih vlog nefinančnih družb do 1 leta (Slika 17). Slednje so namreč oktobra 2015 prinašale vlagateljem le še 0,11 % obresti letno na vezane vloge do 1 leta (Bilten Banke Slovenije, december 2015, 2015c).

Slika 17: Primerjava gibanja obrestnih na vezane vloge do 1 leta za nefinančne družbe v Sloveniji in na evroobmočju od 31. 12. 2009 do 31. 10. 2015



Vir: Banka Slovenije, Obrestne mere MFI v evroobmočju in v posameznih državah, b.l.; lastni izračuni.

3.2 Izdajatelji in investitorji

Dejavniki, ki so vplivali na pojav podjetniških KZ in obveznic v Sloveniji v obravnavanem obdobju 2009–2015 so bili povezani tako z dejavniki na strani izdajateljev kot tudi z dejavniki na strani investitorjev (v nadaljevanju tudi vpisniki oz. kupci oz. vlagatelji). Lahko bi rekli, da je bilo gospodarsko okolje ravno pravšnje tako za izdajatelje kot tudi za vpisnike, da je botrovalo prvim večjim izdajam podjetniških KZ in obveznic.

Pravno gledano bi se lahko podjetja (izdajatelji) in vlagatelji že predhodno neposredno povezali in si tako prenašali koristi drug drugemu. Na primer, vlagatelji bi lahko sami sklenili s podjetji kreditne pogodbe in jim posodili denar. Vlagatelji bi za vloženi denar prejeli nekoliko višje obresti kot tiste v bančnih depozitih, podjetje pa bi za izposojeni denar plačalo manj, kot bi znašale na primer bančne obresti za posojila. Oba subjekta bi lahko zaobšla bančni sistem in imela sama več koristi. Taki primeri se v gospodarstvu tudi dogajajo, vendar ne množično. Kaj so razlogi, da to ni množično? Podjetja na eni strani ne poznajo dovolj dobro subjektov s finančnimi presežki. Prav tako pa ti subjekti za podjetja niso dovolj zanesljivi pri zagotavljanju pravočasnih finančnih sredstev, ko bi se pojavile poslovne potrebe. Slovensko gospodarstvo je tradicionalno vezano na bančni sistem in podjetja so si enostavno navajena finančna sredstva izposoditi le pri bankah, vsi drugi viri pa se jim pogosto zdijo zgolj teorija, o kateri lahko berejo v knjigah ekonomije. Na drugi strani tudi vlagatelji niso dovolj sposobni ustrezno presoditi kreditnih tveganj posameznega podjetja in bi zato morda prevzeli preveč tveganja, saj bi to tveganje težko razpršili. Prav tako si vlagatelji želijo čim večjo likvidnost za svoje naložbe, neposredni krediti pa žal te likvidnosti nimajo. Lahko bi rekli, da imajo tako podjetja kot tudi vlagatelji vsak svoje specifične razloge, da zaupajo bankam. Ampak kaj se zgodi, ko bančni sistem ne deluje in od podjetij preveč zahteva, vlagateljem pa daje vedno manj za njihove depozite? To si bomo ogledali v nadaljevanju skozi oči podjetij (izdajateljev KZ in obveznic) in pa investitorjev (vlagateljev).

3.2.1 Vidik izdajateljev (podjetij)

Kot smo že omenili, so slovenska podjetja že tradicionalno vezana na domač bančni sistem kot pglavitni vir finančnih virov zanje. To je tako že vrsto desetletij in je tudi posledica dejstva, da kapitalski trg pri nas ni bil nikoli tako močno razvit, kot je bančni sektor. Podjetja so torej že vrsto let navajena, da v kolikor potrebujejo posojila, gredo v več bank po ponudbe in navadno sklenejo z najugodnejšo, ustrezno posojilno pogodbo. Pogosto se med bankami in podjetij z leti vzpostavi tesen poslovni odnos in tak način pridobivanja virov financiranja je tako rekoč v Sloveniji nekaj tradicionalnega, samoumevnega. Velika večina podjetij se namreč pri pridobivanju virov osredotoči na več domačih bank, tista boljša podjetja pa se morda po finančne vire odpravijo tudi čez mejo, kjer vedo, da jih bo čakal »podoben proces« kot pri domačih bankah. Kakšna druga alternativa podjetjem ne pride niti na pamet, saj jim predstavlja preveliko neznanko in posledično morda preveliko tveganje za neuspeh.

3.2.1.1 Razlogi za izdajo

Sedaj pa pogledajmo, kakšne razmere so bile v obdobju 2009–2015 za podjetja, ki so želela pridobiti bančna posojila. Spomnimo se, kaj smo predstavili v predhodnih poglavjih. Slovenska podjetja so v finančno krizo vstopila visoko zadolžena (Slika 6), gospodarska rast pa se je naglo manjšala (Slika 7). Ob zmanjšanih poslovnih prihodkih zaradi gospodarske krize so za visoko zadolžena podjetja obstoječa posojila pomenila velikansko finančno breme, za nekatere tudi nevdržno. Podjetja varčujejo, kjer je le mogoče, na žalost tudi pri investicijskih vlaganjih. Pojavijo se prvi stečaji in njihovo število močno narašča (Slika 9), delež slabih terjatev bank pa prav tako (Slika 10). Domače banke skrbijo posojila, ki so jih dala podjetjem v preteklosti in odpisi teh (Slika 11), saj to pri bankah vpliva na zmanjšanje njihovega kapitala in posledično zmanjšanje kapitalske ustreznosti. Domač bančni sektor je sam zaradi preteklih posojil v hudih težavah in ni naklonjen prevzemanju dodatnih kreditnih tveganj preko odobravanja novih posojil, zato so stopnje rasti posojil podjetjem negativne (Slika 13). Banke zato dvignejo kreditne standarde (Slika 12) za (že tako visoko zadolžena) podjetja, kar pomeni, da postavljajo vedno več zahtev podjetjem, ko ta želijo priti do bančnih posojil. Nekoč so podjetja v banko prinesla poslovne izkaze in morda še kakšen kratek finančni načrt. Sedaj banke postavljajo svojim potencialnim kreditojemalcem bistveno več zahtev, kot so na primer:

- predložitev bistveno več in podrobnejše poslovne dokumentacije za najem novih posojil;
- predložitev več zavarovanj za nova posojila ali refinanciranje obstoječih nezavarovanih posojil, in sicer v obliki hipotek na nepremičnine, zastave opredmetenih osnovnih sredstev, zastave prihodnjih denarnih tokov ipd.;
- zahteva po večjem deležu plačilnega prometa, ki naj ga podjetje opravi preko banke posojilodajalke ipd.

Ob strožjih pogojih za najeme novih posojil pa so domača podjetja pogosto postavljena pred dejstva, da:

- postopki odobritve posojil trajajo dlje časa ter da je dokumentacijo pogosto potrebno dopolnjevati in da so odgovori glede odobritev posojil s strani bank pogosto negativni;
- domače banke ponujajo slabše pogoje za posojila (višje obrestne mere) kot tuje banke in so zaradi tega nekonkurenčne (Slika 14);
- odobrena posojila imajo pogosto krajše ročnosti, kot so jih imela včasih.

Za marsikatero podjetje takšna situacija ni bila več vzdržna, zato so bila podjetja pripravljena narediti korak dlje (saj je tudi klasična pot pri domačih bankah od njih terjala bistveno večji angažma). Tako so uspešna (pogosto izvozna) domača podjetja našla pot do bančnih posojil v tujini pri tujih bankah in se je tako delež posojil, najetih pri tujih bankah, med podjetji močno povečeval (Slika 15). Vsekakor so bila tudi druga podjetja pripravljena storiti korak dlje pri iskanju novih virov financiranja.

Zaradi nekonkurenčnih posojilnih obrestnih mer domačih bank in hkratnih nizkih zahtevanih donosih na kapitalskih trgih na dolžniške VP (slednje bomo prikazali v naslednjih poglavjih) se je pojavila priložnost pridobivanja virov financiranja preko kapitalskega trga. Kar se je nekoč zdelo podjetjem kot zgolj finančna teorija iz tuje literature, je postajalo realnost. Slovenske finančne institucije, ki so delovale na kapitalskih trgih kot finančni posredniki, so podjetjem približale postopek izdaj VP, ki v primerjavi s sedaj tudi zahtevnejšim postopkom pridobivanja bančnih posojil, se ni zdel niti več tako zelo kompleksen, in posledično za podjetja sprejemljiv iz naslednjih razlogov.

- Pri pridobivanju bančnih posojil so morala podjetja celotno dokumentacijo izdelovati sama in jih je to izredno obremenjevalo. Pri izdajanju dolžniških VP pa se je zdelo, da so podjetja dobila na strani domačih borznoposredniških družb (ali oddelkov investicijskega bančništva znotraj bank) tako rekoč novega pomočnika, ki jim je v precejšnji meri pripravil celotno potrebno dokumentacijo (KDD, Agencijo za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ATVP), LJSE, stike s potencialnimi investitorji, trženje izdaje VP ipd.) ter podjetja na nek način razbremenil.
- KZ ali obveznice, ki so jih podjetja izdajala, so bili nezavarovani, kar je bilo za marsikatero podjetje velika razlika glede na (novo) prakso poslovnih bank. Seveda je to držalo le v primeru ustrezne finančne moči izdajatelja, vendar za tistega izdajatelja, ki je bil finančno dovolj močan, je to lahko pomenilo tudi sprostitev obstoječih zavarovanj za druge poslovne potrebe, predvsem pa je bil to močan argument za prihodnja pogajanja z bankami, ko so te zahtevale določena kreditna zavarovanja (vlagatelji s kapitalskega trga jih namreč niso).
- Obrestne mere izdanih KZ ali obveznic so bile pogosto enake ali pa le malenkost višje v primerjavi z bančnimi posojili, vendar pa so izdani VP podjetjem prinašali še druge prednosti:
 - pri izdajah KZ ali obveznic podjetja niso zastavljala svojega premoženja za pridobitev finančnih virov;
 - podjetjem niso bile postavljene razne zaveze in obremenjujoče klavzule glede doseganja specifičnih kazalcev poslovanja za pridobitev finančnih sredstev (deloma se je to proti letu 2015 spremenilo), kot so bili na primer prenos dela bančnega prometa, pogosta medletna poročanja, ustrezna vrednost določenih finančnih kazalnikov ipd.;
 - dobro pogajalsko izhodišče za nove pogovore z bankami za pridobivanje novih posojil (sposobnost pridobivanja finančnih virov na kapitalskem trgu kot alternativa bančnim virom).
- Diverzifikacija virov financiranja in s tem zmanjšanje odvisnosti od posameznih bank.

Kot smo videli, imajo izdaje KZ ali obveznic za podjetja številne prednosti, a seveda imajo tudi svoje slabosti. Tako je na primer velika večina izdaj uvrščena na LJSE, kar pomeni, da skladno z določili 99. člena ZTFI postane izdajatelj (pa naj bo statusno organiziran kot družba z omejeno odgovornostjo ali pa delniška družba), katerega VP so uvrščeni v trgovanje na organiziranem trgu v Republiki Sloveniji (torej v kotacijo na LJSE) (ali drugi državi članici), javna družba v smislu zavez za poročanje (objavljanja informacij). To sicer za izdajatelje, katerih delnice so že

uvrščene v kotacijo na LJSE, ne predstavlja dodatnega dela, saj že imajo status javne družbe, vendar je za nekatere izdajatelje, ki niso javne družbe, to del dodatnega dela.

3.2.1.2 Primerni izdajatelji podjetniških komercialnih zapisov ali obveznic

Prej smo omenili, da morajo imeti za izdajo KZ ali obveznic izdajatelji ustrezno finančno moč. Navadno so primerni izdajatelji domača podjetja, ki:

- ustvarijo več kot 30 milijonov evrov letnih prihodkov iz prodaje,
- ustvarijo več kot 3 milijone evrov EBITDA³ in
- imajo vrednost kazalnika Neto finančni dolg⁴/EBITDA manjšo od 3.

Navedeni kazalniki predstavljajo zgolj okvirne omejitve in so izhodišče za manjše izdaje, in sicer prej KZ kot pa obveznic. Za izdajo obveznic je potrebna ustrezna dodatna finančna moč izdajateljev.

Seveda obstaja tudi minimalna velikost izdaje, ki je ob upoštevanju stroškov izdaje (slednje bomo obravnavali kasneje) še ustrezna za podjetja, da se sploh spuščajo na kapitalski trg. To se navadno za KZ giblje okrog milijona evrov, vendar le v primeru izdaj, ki ne bodo kotirale na organiziranem trgu. To pomeni, da ne bodo nosile stroškov v povezavi s kotacijo na LJSE in s poročanjem, ki je s tem povezano. Za slovenske podjetniške obveznice, ki bodo uvrščene na LJSE je minimalna vrednost izdaje nekje 5 in več milijonov evrov.

3.2.1.3 Časovni okvir izvedbe postopka izdaje komercialnih zapisov ali obveznic

Za izdajatelje podjetniških KZ in obveznic je pomemben faktor tudi poznavanje, koliko časa sploh traja postopek izvedbe izdaje VP. Pri manjših izdajah KZ, kjer so vlagatelji že deloma vnaprej poznani in izdajatelj ne namerava uvrstiti KZ v organizirano trgovanje LJSE, je predstavitveni dokument precej krajši in je zato lahko proces izdaje KZ izvedljiv tudi v samo enem tednu.

V kolikor pa govorimo o večjih izdajah (nad 5 milijoni evrov) KZ ali obveznic, pa je potrebno vzeti v obzir, da je potrebnega več dela in načrtovanja za uspešno izvedbo prodaje. Pavšalno lahko rečemo, da je proces izdaje KZ ali obveznic, ki bodo kasneje uvrščene na organizirano trgovanje LJSE, mogoče izpeljati v dveh do štirih tednih, seveda odvisno od želja izdajatelja ter predhodnega poznavanja izdajatelja s strani potencialnih vlagateljev. V Sliki 18 podajamo primer časovnega okvirja izdaje KZ za relativno znanega domačega izdajatelja.

³ EBITDA predstavlja dobiček iz poslovanja povečan za amortizacijo.

⁴ Neto finančni dolg = Kratkoročne in dolgoročne finančne obveznosti – denar in denarju enakovredne naložbe.

Slika 18: Primer časovnega okvirja postopka izdaje podjetniških KZ

Mesec	1				2				3			
Teden	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Podpis pogodbe	■											
Začetek projekta in uvodni sestanek	■											
Opredelitev projekta in pogojev	■											
Predlaganje strategije in terminskega plana	■											
Priprava predstavitvenega dokumenta	■	■	■									
Priprava prodajne dokumentacije		■	■	■								
Priprava seznama potencialnih vlagateljev		■	■	■								
Distribucija marketinških materialov potencialnim vlagateljem					■	■						
Aktivno vabljenje potencialnih vlagateljev na predstavitvene konference						■						
Organizacija predstavitvenih konferenc v Sloveniji							■					
Izvajanje individualnih prodajnih razgovorov s potencialnimi vlagatelji						■	■					
Vpis KZ, vodenje knjige naročil								■				
Urejanje pravnih postopkov s Centralno klirinško depotno družbo								■				
Uvrstitev KZ v trgovanje na organiziranem trg LJSE									■			

Vir: Ilirika d. d., Časovni okvir postopka izdaje podjetniških KZ, 2015.

3.2.2 Vidik investitorjev (vlagateljev)

Za uspešno izdajo KZ ali obveznic pa ni dovolj samo razumeti vidika izdajateljev, temveč tudi vidik investitorjev (pravimo jim tudi vlagatelji, vpisniki ali kupci). Vlagatelji iščejo pri svojih naložbah ustrezno visok donos ob določeni stopnji tveganja, ki so jo pripravljene sprejeti, pri čemer pa so jim seveda pomembni tudi drugi dejavniki, ki jih bomo obravnavali v nadaljevanju.

V Sloveniji so bili investitorji navajeni, da so jim manj tvegane naložbe, kot so bančni depoziti ali državni dolžniški VP (zakladne menice, državne obveznice), prinašali relativno dobre in varne donose, zato niti niso imeli potrebe po izpostavljanju dodatnemu tveganju za doseganje dodatnih donosov, saj so dobesedno živeli v okolju relativno visokih domačih obrestnih mer. Do konca leta 2011 so domači investitorji prejeli nadpovprečne obrestne mere v domačem bančnem sistemu ali v državnih VP tako za kratkoročne do srednjeročne naložbe (Slika 19), kakor tudi za dolgoročne naložbe (Slika 20). Še več, ko so se leta 2011 zahtevani donosi na najbolj varne naložbene kategorije v evroobmočju (državne obveznice z bonitetno oceno AAA) pričeli zniževati, se donosnosti tako vezanih vlog v domačih bankah kot tudi donosnosti na slovenske državne VP niso zmanjševale. Kot smo že v prejšnjih poglavjih omenili, so bili razlogi predvsem slabo stanje domačega bančnega sistema ter slaba boniteta Slovenije, kakor tudi tekmovalnost bank na področju depozitnih obrestnih mer. Investitorji so sicer v večji meri sprejemali višje kreditno tveganje države in prejeli za to nadpovprečne donosnosti, ki so lahko celo presegle donose, ki so jih ponujale podjetniške obveznice izdajateljev z bonitetnimi ocenami BBB – BBB v tem primeru predstavlja oceno bonitetne ocene po sistemu podatkovne baze Bloomberg, in sicer BBB pomeni Baa2 po Moody's, ter BBB po S&P in Fitch (Bloomberg, 2013). Tako so na primer domači investitorji konec leta 2011 na vezane vloge do 2 let pri

domačih bankah prejeli v povprečju 2,63 % obrestno mero, medtem ko so donosnosti na 1-letne državne obveznice z bonitetno oceno AAA prinašale samo 0,1 % donosnost. Velike razlike v donosnostih, ki so jih prinašale domače vezane vloge ter domače državne obveznice glede na netvegane naložbe najboljših obveznic držav evroobmočja (AAA bonitetna ocena) ter podjetniških evrskih obveznic izdajateljev z BBB bonitetno oceno, prikazujemo v Sliki 19 in Sliki 20 ter v Tabeli 4.

Kot lahko vidimo v Tabeli 4, je pri kratkoročnih finančnih naložbah znašala razlika med obrestnimi merami na domače vezane vloge do 2 leti (za nefinančne družbe) in pa enoletnimi obveznicami izdajateljev iz evroobmočja z bonitetno oceno AAA kar med 0,84-odstotne točke, pa vse do 2,93-odstotne točke, kar je relativno gledano izjemno velika razlika. Do podobnih ugotovitev pridemo tudi, v kolikor primerjamo zahtevane donosnosti na 10-letne državne obveznice Slovenije ter zahtevane donosnosti na obveznice držav evroobmočja z bonitetno oceno AAA, kjer so razlike znašale med 0,15-odstotne točke pa vse do 4,25-odstotne točke.

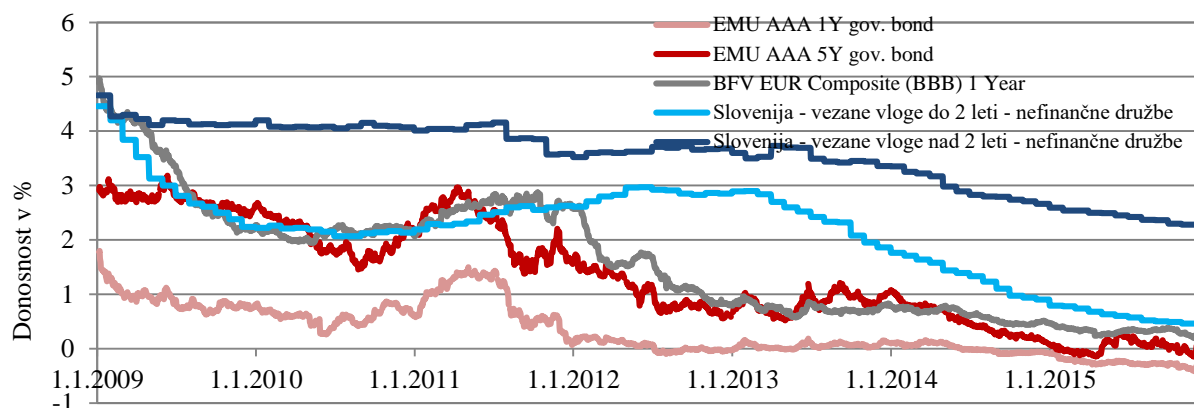
Tabela 4: Razlike v odstotnih točkah med naložbami v slovenske bančne vloge ali obveznice in obveznice izdajateljev evroobmočja z bonitetno oceno AAA podobne ročnosti

	1.1. ⁵ 2009	1.1. 2010	1.1. 2011	1.1. 2012	1.1. 2013	1.1. 2014	1.1. 2015	23.12. 2015
Slovenija – obrestne mere za vezane vloge do 2 leti za nefinančne družbe v %	4,46	2,22	2,19	2,61	2,89	1,76	0,79	0,46
Donosnosti za 1-letne obveznice izdajateljev iz evroobmočja, katerih bonitetna ocena je AAA v %	1,85	0,81	0,60	0,09	-0,04	0,09	-0,09	-0,38
Razlika v odstotnih točkah	2,61	1,41	1,59	2,52	2,93	1,67	0,88	0,84
Donosnost 10-letnih obveznic Republike Slovenije v %	4,56	3,91	4,11	6,90	5,33	5,27	2,11	1,66
Donosnosti za 10-letne obveznice izdajateljev iz evroobmočja, katerih bonitetna ocena je AAA v %	3,69	3,76	3,36	2,65	1,72	2,24	0,65	0,75
Razlika v odstotnih točkah	0,87	0,15	0,75	4,25	3,61	3,03	1,46	0,91

Vir: Banka Slovenije, Obrestne mere monetarnih finančnih institucij - obstoječi posli v domači valuti, b.l.; Evropska centralna banka, Long-term interest rate for convergence purposes - 10 years maturity, denominated in Euro – Slovenia, b.l.b; Evropska centralna banka, Yield curve spot rate, 1-year maturity - Government bond, nominal, all issuers whose rating is triple A - Euro area (changing composition), b.l.c; Evropska centralna banka, Yield curve spot rate, 5-year maturity - Government bond, nominal, all issuers whose rating is triple A - Euro area (changing composition), b.l.d; lastni izračuni.

⁵ Kjer vrednosti na dan 1. 1. niso bile na voljo, so vzete zadnje znane predhodne vrednosti.

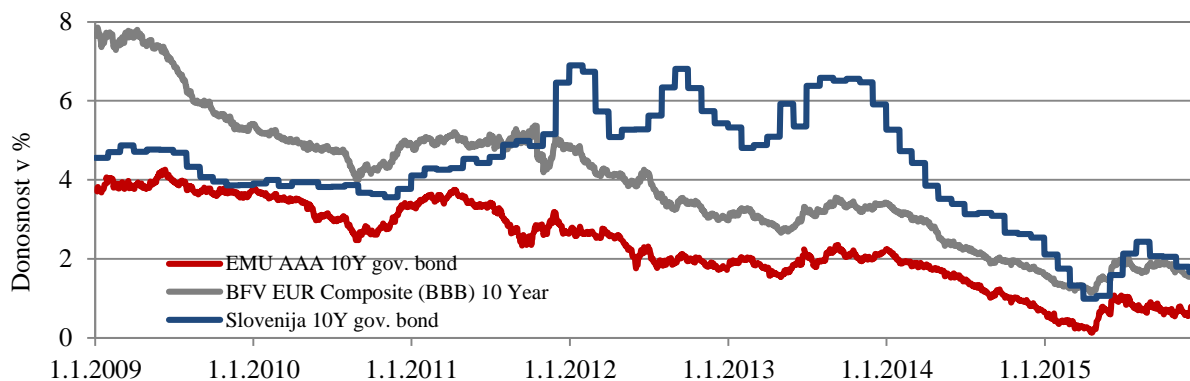
Slika 19: Primerjava donosnosti različnih finančnih instrumentov, katerih ročnost je do 5 let



Legenda: EMU AAA 1 Y gov. bond predstavlja krivuljo donosnosti za 1-letne obveznice izdajateljev iz evroobmočja, katerih bonitetna ocena je AAA; EMU AAA 5 Y gov. bond predstavlja krivuljo donosnosti za 5-letne obveznice izdajateljev iz evroobmočja, katerih bonitetna ocena je AAA; BFV EUR Composite (BBB) 1 Year predstavlja krivuljo donosnosti za 1-letne obveznice, katerih izdajatelji so evropska podjetja z bonitetno oceno BBB, krivuljo izračunava podjetje Bloomberg Finance L.P.

Vir: Banka Slovenije, Obrestne mere monetarnih finančnih institucij - obstoječi posli v domači valuti, b.l.; Bloomberg poslovna aplikacija, 2015a; Evropska centralna banka, Yield curve spot rate, 1-year maturity - Government bond, nominal, all issuers whose rating is triple A - Euro area (changing composition), b.l.c; Evropska centralna banka, Yield curve spot rate, 5-year maturity - Government bond, nominal, all issuers whose rating is triple A - Euro area (changing composition), b.l.d; lastni izračuni.

Slika 20: Primerjava donosnosti različnih finančnih instrumentov, katerih ročnost je 10 let



Legenda: EMU AAA 10 Y gov. bond predstavlja krivuljo donosnosti za 10-letne obveznice izdajateljev iz evroobmočja, katerih bonitetna ocena je AAA; BFV EUR Composite (BBB) 10 Year predstavlja krivuljo donosnosti za 10-letne obveznice, katerih izdajatelji so evropska podjetja z bonitetno oceno BBB, krivuljo izračunava podjetje Bloomberg Finance L.P.; Slovenija 10Y gov. bond predstavlja krivuljo donosnosti za 10-letne obveznice Republike Slovenije.

Vir: Bloomberg poslovna aplikacija, 2015b; Evropska centralna banka, Long-term interest rate for convergence purposes - 10 years maturity, denominated in Euro – Slovenia, b.l.b; Evropska centralna banka, Yield curve spot rate, 10-year maturity - Government bond, nominal, all issuers whose rating is triple A - Euro area (changing composition), b.l.e; lastni izračuni.

Domači vlagatelji so do 1. 1. 2012 z investiranjem v slovenske državne obveznice ali pa vezane vloge prejeli nadpovprečne donose in zato se niso potrebovali izpostavljati dodatnemu tveganju za dodatne donose z investiranjem v bolj tvegane naložbe (kot bi na primer bili podjetniški KZ ali obveznice). Vendar so se razmere v letu 2012 pričele drastično spreminjati. Konec julija 2012 (Ogrin, 2012) je namreč predsednik Evropske centralne banke (v nadaljevanju ECB) Mario Draghi izjavil, da bodo storili vse, kar bo treba storiti za ohranitev skupne evropske valute. To je povrnilo zaupanje mednarodnih trgov v evropsko skupno valuto (trgi so takrat tudi anticipirali s strani ECB kasneje izpeljane odkupe državnih in podjetniških obveznic in s tem pospeševanje likvidnosti) in bistveno vplivalo na zmanjševanje zahtevanih donosnosti na obveznice evropskih izdajateljev – najmočneje seveda tistih z najboljšimi bonitetnimi ocenami. Slovenija je žal takrat še veljala za potencialno tvegano državo, ki bo lahko kot naslednja prosila za pomoč Evropsko unijo, kar je zahtevane donosnosti na njene 10-letne državne obveznice tiščalo že od začetka leta 2012 pri skoraj 7 %. Visoke zahtevane donosnosti na domače državne obveznice so vztrajale med približno 5 % in 7 % vse do druge polovice leta 2013, ko je postalo jasno, da bo sanacija domačega bančnega sistema s strani države uspešna. Za primerjavo, konec leta 2013 je znašala zahtevana donosnost na slovenske 10-letne državne obveznice kar 5,27 %, medtem ko je znašala donosnost 10-letnih obveznic držav evroobmočja z bonitetno oceno AAA samo 2,24 %, ker je 3,03-odstotne točke razlike, relativno gledano pa je to 135 % razlika v zahtevanih donosnostih.

Tveganja v slovenskem bančnem sistemu in težave države so kljub dobrim donosom, ki so jih ponujali (domače državne obveznice, vloge v domačih bankah), vlagatelje silila k diverzifikaciji tveganj. Predvsem pa so vlagatelji ob padajočih obrestih merah na tiste najbolj kratkoročne naložbe (npr. vezane vloge domačih bank do dve leti za nefinančne družbe: 2,61 % (1. 1. 2012); 2,89 % (1. 1. 2013); 1,76 % (1. 1. 2014); 0,79 % (1. 1. 2015)), pričeli z iskanjem donosnejših alternativ (v evroobmočju so bile takrat zahtevane donosnosti najvarnejših kratkoročnih naložb že okrog ničelnih donosov (glej Tabela 4 donosnosti za 1-letne obveznice izdajateljev iz evroobmočja, katerih bonitetna ocena je AAA)). V letu 2012 in 2013 so sicer obrestne mere na dolgoročne državne obveznice še ponujale zelo dobre donose (npr. donosnost 10-letnih slovenskih državnih obveznic: 6,90 % (1. 1. 2012); 5,33 % (1. 1. 2013); 5,27 % (1. 1. 2013)), zato so vlagatelji predvsem iskali donosnejše kratkoročne naložbe, in to je bil glavni razlog, da je prvi manjši izdaji podjetniških KZ v letu 2011 (1 izdaja) v naslednjih letih sledilo še mnogo več izdaj KZ (6 v letu 2012, 6 v letu 2013, 10 v letu 2014 in 11 v letu 2015), oziroma kot bomo videli kasneje, so se nato izdaje nadgrajevale z izdajami podjetniških obveznic (to bomo podrobneje obravnavali v naslednjih poglavjih).

3.2.2.1 Vzpostavlanje zaupanja v finančne instrumente

Vlagatelji so torej prvenstveno iskali alternative najmanj tveganim naložbam, ki bi jim prinašale višje donose v primerjavi z najmanj tveganimi naložbami z ročnostjo do 1 leta, kot so bančni depoziti ali državni dolžniški VP. Za dodaten donos so seveda bili pripravljene prevzeti več tveganja. KZ, kot kratkoročni dolžniški VP, katerih zapadlost je do 1 leta, so se ponujali kot

ravno pravšnji finančni instrument. KZ so bili za vlagatelje relativno novi in seveda so ti želeli postopno sprejemati kreditna tveganja, zato so se najprej pojavile izredno kratkoročne izdaje KZ (6-mesečni KZ), ki so se nato podaljševale do 9 in nato do 12 mesecev ročnosti. Na nek način je šlo za testiranje finančnih instrumentov s strani vlagateljev in vzpostavljanje zaupanja med izdajatelji in vlagatelji. Za vlagatelje je bilo poglavitno tveganje, ali jim bodo izdajatelji ob zapadlosti KZ pravočasno vrnil izposojen denar, in sicer skladno s pogoji KZ. Izkazalo se je, da so bile vse izdaje KZ pravočasno poplačane, zato so vlagatelji sprejeli in vzpostavil zaupanje v podjetniške KZ ter jih nato nadgrajevali: najprej v obliki podaljševanja ročnosti KZ (iz 6-mesečnih do 12-mesečnih), ki se je nato do leta 2015 stopnjevala v izdajanje 5-letnih podjetniških obveznic.

Vzpostavljanje zaupanja pa se je odvijalo tudi preko segmentacije s strani vlagateljev, kdo so zanje sploh primerni izdajatelji podjetniških KZ ali obveznic. Kot že omenjeno je za vlagatelje poglavitno, da pravilno ocenijo verjetnost, da bo izdajatelj zmožen pravočasno plačati dogovorjene obveznosti iz KZ ali obveznic. Torej ocena kreditnega tveganja izdajatelja je za vlagatelje izredno pomembna. S tega stališča si vlagatelji želijo finančno čim bolj zdravega in močnega izdajatelja, za katerega obstaja zelo velika verjetnost, da bo posojena sredstva skupaj z ustreznimi donosi, pravočasno vrnil. Prav zaradi tega dejstva so bili prvi izdajatelji domačih KZ večja podjetja, katerih delnice so bile že uvrščene v kotacijo na LJSE (Mercator d. d. ter Petrol d. d. v letih 2011 ter 2012). Med prvimi izdajatelji podjetniških obveznic v obravnavanem obdobju so bili Petrol d. d. (29. 6. 2009) ter Zavarovalnica Triglav d. d. (21. 12. 2009) (domači izdaji, ki sta bili uvrščeni na LJSE) ter z mednarodno izdajo Telekom Slovenije (21. 9. 2009), torej podjetja, katerih delnice so uvrščene v kotacijo na LJSE.

3.2.2.2 Prenosljivost komercialnih zapisov in obveznic

Seveda bi se lahko vlagatelji in izdajatelji povezali tudi neposredno preko dvostranskih posojil. Razloge, zakaj to ni ustrezalo izdajateljem, smo že omenili. Tudi vlagateljem ni najbolj ustrezalo neposredno financiranje preko posojil. Preko posojil bi težje razpršili tveganje na več podjetij, oziroma bi za to imeli večje stroške, saj bi zahtevalo več časa. Pomemben dejavnik pa je tukaj dejstvo, da so KZ in obveznice vrednostni papirji in dobra lastnost teh je, da so prenosljivi. To pomeni, da jih lahko imetniki prodajo drugim imetnikom, in to pred njihovo zapadlostjo, kar je v primeru posojil bistveno težje, oziroma skoraj neizvedljivo. Prenosljivost VP je torej izredno pozitivna lastnost, ki daje vlagateljem določeno fleksibilnost pri likvidnosti. Namreč vlagatelji, ki so imetniki KZ ali obveznic, lahko v primeru, da potrebujejo likvidnost in unovčenje svoje naložbe pred zapadlostjo, to prodajo drugim vlagateljem. Prenosljivost torej omogoča vlagateljem, da na tak način zmanjšajo likvidnostno tveganje investicije.

VP pa imajo še nekaj izredno uporabnih lastnosti, ki koristijo njihovim imetnikom. Prvo, z njimi se lahko trguje na organiziranem trgu (LJSE), v kolikor so nanj uvrščeni, ter drugič, da VP sodijo v nabor naložb, ki so dovoljene za mnoge institucionalne stranke. Ta dva vidika si bomo nekoliko podrobneje ogledali v nadaljevanju.

3.2.2.3 Pomen kotacije na organiziranem trgu

Kotacija VP je za vlagatelje izjemno pomemben dejavnik. Na eni strani izdajatelji, katerih VP so uvrščeni v trgovanje na organiziranem trgu, postanejo javne družbe z vidika zavez za poročanje (objava letnih poročil, pomembnih informacij ipd.). Postati zavezanec za poročanje kot javna družba pomeni za vlagatelje večjo varnost, saj s tem izdajatelji sprejmejo zakonske zaveze za objavljanje poslovnih informacij. To pa zagotavlja vlagateljem večjo mero transparentnosti poslovanja izdajatelja in spremljanje trendov poslovanja izdajatelja.

Prej smo omenili, da je prednost KZ kot VP tudi njihova prenosljivost, da jih lahko obstoječi imetnik proda drugemu imetniku. Tam pa nismo omenili načina, kako lahko obstoječi imetnik najde drugega (novega) imetnika, ki bo od njega odkupil VP. Ravno to pa je funkcija kapitalskega trga – povezava kupcev in prodajalcev preko standardizirane infrastrukture (borza, sistemi poravnav), ki ima natančno določena pravila trgovanja, udeležence trga in ki je zakonsko izredno regulirana. V Sliki 21 predstavljamo delovanje slovenskega kapitalskega trga, za primer transakcije z obveznicami/delnicami, ki kotirajo na LJSE.

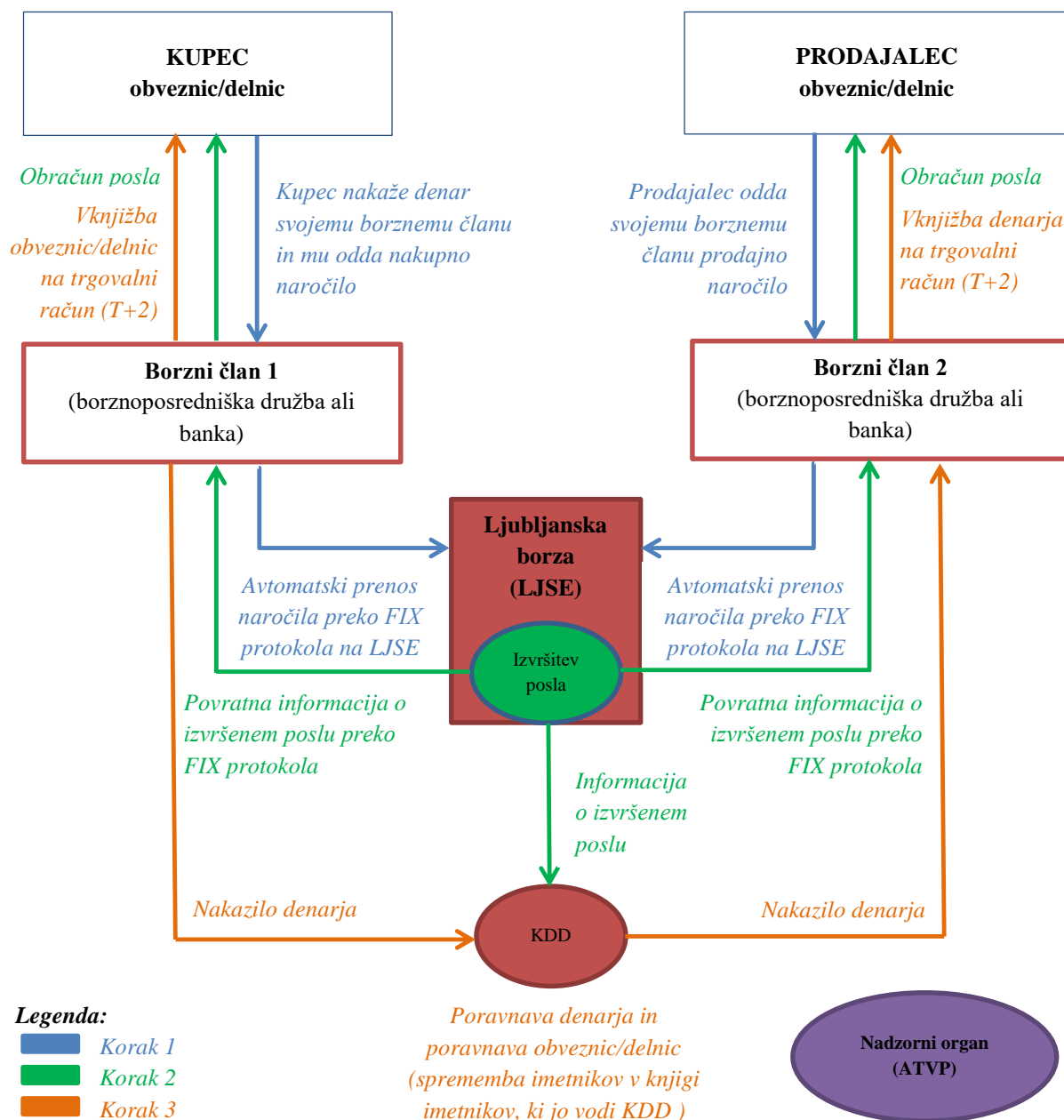
Imetnik obveznic (ali delnic, ampak v nadaljevanju bomo navajali samo obveznice), ki kotirajo na LJSE, te proda na način, da svojemu borznemu članu (borznoposredniški hiši ali banki) odda prodajno naročilo⁶, ki se nato prenese na trg in postane vidno ostalim borznim članom⁷. V kolikor je cena prodajnega naročila takšna, da ustreza ceni drugega nakupnega naročila, se izvede borzni posel (to pomeni, da je cena prodajalca, po kateri je ta pripravljen prodati obveznice, enaka ceni kupca, po kateri je ta pripravljen kupiti obveznice), prodajalec pa nato v Sloveniji v roku dveh delovnih dni po izvedbi posla (T+2) prejme kupnino na svoj trgovalni račun (od koder si jo lahko prenakaže na svoj bančni račun).

Dejstvo, da KZ kotirajo na organiziranem trgovanju, torej obstoječim imetnikom izredno olajša morebitno izvedbo prodaje teh. Poleg tega, ker so informacije glede trgovalnih cen na organiziranem trgovanju izredno transparentne in vsakomur na voljo, to tudi pomeni, da bodo lahko cenovni razponi med nakupnimi in prodajnimi cenami precej manjši, kot bi sicer bili, v kolikor VP ne bi kotirali. V Sloveniji poznamo tudi izdaje KZ in obveznic, ki niso uvrščene na organiziran trg LJSE. Prodaja teh obveznic je zato za imetnike težja, izvede pa se lahko z neposredno preknjižbo VP (obrazce za preknjižbe vnese borzni člani kupca in borzni član prodajalca v ustrezen elektronski sistem KDD) iz obstoječega imetnika na novega imetnika (navadno na podlagi njune medsebojne kupoprodajne pogodbe). Naj tukaj omenimo, da se lahko tudi z VP, ki so uvrščeni na organiziran trg, sklene neposreden posel med prodajalcem in kupcem (posel mimo borze), in sicer z neposredno preknjižbo VP iz prodajalca na kupca. Razlog za to so lahko nižji stroški posla, saj se sicer pri nas od vsakega borznega posla zaračuna tudi ustrezna provizija LJSE in KDD.

⁶ Ko rečemo, da stranka odda naročilo (nakupno ali prodajno) svojemu borznemu članu, to dejansko pomeni, da stranka odda naročilo borznemu posredniku tega borznega člana. Naročila se navadno oddajajo preko snemane telefonske linije, elektronske pošte, ustrezne elektronske trgovalne platforme, faksa ali osebno.

⁷ Oziroma postane vidno tudi vsem vlagateljem, ki uporabljajo elektronske trgovalne platforme in imajo možnost vpogleda v globino trga.

Slika 21: Predstavitev delovanja slovenskega kapitalnega trga



3.2.2.4 Kotacija na organiziranem trgu v luči naložbenih politik nekaterih vlagateljev

Kotacija KZ ali obveznic na organiziranem trgu pa ima še eno izredno pomembno funkcijo, in sicer omogoča nekaterim vlagateljem, da lahko sploh kupijo VP. Kot bomo videli kasneje, ko bomo predstavljali domače vlagatelje, so pomemben segment vlagateljev, ki lahko kupujejo KZ ali obveznice domače zavarovalnice, vzajemni skladi in pokojninske družbe. Za vse našete segmente vlagateljev velja, da morajo pri investiranju spoštovati izredno stroga (zakonsko določena) pravila, katerim pravimo naložbene politike. Naložbene politike se seveda za posamezen tip vlagatelja razlikujejo. Na primer, naložbene politike za upravljanje skladov pokojninskih družb so drugačne od naložbenih politik za upravljanje obvezniških vzajemnih

skladov in drugačne od naložbenih politik za upravljanje kritnih skladov zavarovalnic. Vsem naložbenim politikam pa je nekaj skupno: upravljavcem premoženja pogosto sploh ne dopuščajo kupovanja finančnih instrumentov⁸ (pa naj bodo to delnice, opcije, obveznice, KZ ipd.), ki niso uvrščeni na organiziran trg VP, torej ki ne kotirajo na borzi (npr. LJSE).

Seveda se lahko izdajatelj odloči, da bo izvedel izdajo podjetniških KZ ali obveznic, brez obveze za njihovo uvrstitev v borzno kotacijo (na organiziran trg VP), vendar na tak način si močno zoži nabor potencialnih vlagateljev, ki KZ ali obveznice sploh lahko kupijo. Tako je na primer število vlagateljev v domačih izdajah KZ ali obveznic v obravnavanem obdobju bistveno večje pri tistih izdajah, ki so uvrščene na LJSE (ali pa na drug organiziran trg VP), kot pa pri izdajah, ki niso uvrščene na LJSE (netržne izdaje).

Kotacija na organiziranem trgu torej pripomore k potencialnemu večjemu številu imetnikov obveznic in KZ. To pa lahko tudi vodi do večje likvidnosti teh papirjev na organiziranem trgovanju (in kot smo prej omenili tudi manjši cenovni razpon med prodajno in nakupno ceno), saj to kaže na dejstvo, da je bilo več različnih vlagateljev zainteresiranih za nakup teh VP in je na tak način baza potencialnih kupcev večja v primeru, če bi kakšen vlagatelj potreboval prodajo KZ ali obveznic pred njihovo zapadlostjo.

Izdajatelji si seveda želijo čim večjega povpraševanja s strani vlagateljev za KZ ali obveznice, ki jih nameravajo izdajati, saj jim to prinaša kar nekaj prednosti. Večje število potencialnih vpisnikov namreč pomeni manjše tveganje za neuspešno izdajo. Večji interesi za nakup VP pa izdajateljem tudi signalizirajo, da imajo dobro zapisano ime na kapitalskem trgu in da lahko računajo na pridobivanje virov za financiranje poslovanja tudi izven bančnega sistema, kar jim na eni strani tudi krepí pogajalsko pozicijo pri bankah, kjer lahko dosežejo bodisi ugodnejše posojilne pogoje (za prihodnja ali obstoječa posojila) bodisi manj neživljenjskih zahtev s strani bank. Večje kot je zanimanje za nakup KZ ali obveznic določenega izdajatelja, pomeni tudi, da bo lahko obrestna mera, po kateri bo izdaja izvedena, nekoliko nižja od sprva načrtovanje, ni pa to pravilo.

Zaveza izdajateljev, da bodo izdani KZ ali obveznice uvrščeni na organiziran trg, postaja tako rekoč nujen pogoj pomembnih investorjev in izdajateljem omogoča predvsem širitev baze potencialnih vpisnikov. Dejansko trgovanje s kotirajočimi KZ ali pa obveznicami pa je nato na trgu izredno majhno. Že podatek, da je bilo v obdobju štirih let (2012–2015) pri trgovanju s KZ na LJSE le 97 poslov (vir podatka glej Prilogo 2), pove veliko. Iz tega lahko zaključimo, da vlagatelji, ki kupujejo izdane podjetniške KZ, jih skoraj vedno tudi držijo do njihovega dospelja.

3.2.2.5 Transparentnost lastništva in zaveze

Za vlagatelje v podjetniške KZ in obveznice je pomembno, da presodijo najrazličnejša tveganja, povezana z izdajateljem. Ne samo izdajateljeva poslovna tveganja, temveč pogosto tudi tveganje

⁸ Ali pa v zelo minimalnem obsegu in pod strogimi pogoji.

lastnika izdajatelja. Izdajatelji z zapletenimi ali netransparentnimi lastniškimi povezavami nikakor niso priljubljeni pri vlagateljih. Prav tako so vlagatelji mnogo previdnejši, v kolikor obstaja eden ali pa večinski lastnik izdajatelja. Bojijo se namreč, da bi denar, ki ga sicer oni posodijo z nakupom KZ ali obveznic dobro stoječega podjetja, nato romal naprej obvladujočemu podjetju, s čimer bi se s tem za vlagatelje znatno povečalo tveganje. V kolikor obstaja ta bojazen, vlagatelji seveda zahtevajo (podobno kot banke) določene zaveze s strani izdajatelja, ki jih nato občasno preverja neodvisen revizor; v primeru njihovih kršitev pa imajo investitorji določene možnosti oziroma ugodnosti (npr. predčasno plačilo).

Takšne zaveze so bile na primer dane v obveznicah, ki jih je leta 2013 izdalo podjetje TUŠMOBIL d. o. o., saj je obstajala bojazen s strani vlagateljev, da se bodo posojena finančna sredstva pretakala iz sicer poslovno in finančno zdravega podjetja na (finančno manj trdno) matično podjetje. V tem konkretnem primeru je neodvisen zunanji revizor kasneje ugotovil določene nepravilnosti in kršitev zavez izdajatelja, zato so vsi obstoječi vlagatelji dobili možnost predčasnega poplačila glavnice in natečenih obresti (Ponovno obvestilo o pravici predčasnega poplačila nominalne vrednosti glavnice in natečenih obresti iz obveznic družbe TUŠMOBIL, d. o. o., 2014). Podobno se je zgodilo tudi vlagateljem v VP izdajatelja SIJ d. d., ki je julija 2015 z denarjem, ki ga je le nekaj dni prej pridobil z izdajo petletnih obveznic, nato izvršil prevzemne aktivnosti za prevzem podjetja Perutnina Ptuj d. d. (torej izven svoje osnovne jeklarske dejavnosti), s čimer je močno razburil mnoge svoje vlagatelje (Vukotić, 2015). Znotraj domače finančne srenje se je od takrat dalje poimenovalo zaveze, ki izdajateljem prepovedujejo podobna ravnanja kot »piščančja klavzula«.

4 IZDAJE PODJETNIŠKIH DOLŽNIŠKIH FINANČNIH INSTRUMENTOV V SLOVENIJI

4.1 Kratka zgodovina in zajeti podatki v analizo

Kot smo omenili, obstaja mnogo vrst izdajateljev dolžniških finančnih instrumentov. Obveznice na primer lahko izdajajo država, banke, občine, razni skladi in podjetja. V Sloveniji poznamo mnogo izdaj državnih obveznic, in sicer že od devetdesetih let dalje. Te so po vrednostnem obsegu še dandanes največje, prav tako pa je razmeroma visoka tudi njihova likvidnost na sekundarnih trgih. Podobno so bile in so še vedno pogoste tudi izdaje bančnih obveznic s strani bank. V devetdesetih so bile popularne občinske obveznice (ki so večinoma zapadle v devetdesetih ali pa v začetku novega tisočletja), ki se po letu 2000 niso več izdajale. Prav tako so v devetdesetih razni skladi izdajali tako KZ kot tudi obveznice (konec devetdesetih ter začetek novega tisočletja), kot na primer Stanovanjski sklad Republike Slovenije (Tečajnica Ljubljanske borze z dne 8. 6. 1993, 2015), vendar od leta 2005 dalje ne zasledimo več izdaj obveznic ali KZ s strani skladov.

V tem magistrskem delu se bomo osredotočali na KZ in obveznice, izdane s strani domačih podjetij, saj je naš namen pokazati, kako se nefinančni gospodarski subjekti prilagajajo tržnim

razmeram in izkoriščajo priložnosti, ki jih ponuja kapitalski trg. **V analizo zato ne bomo zajeli državnih, bančnih in občinskih obveznic ter obveznic, izdanih s strani skladov. Prav tako ne bomo zajeli drugih državnih in bančnih dolžniških VP, kot so zakladne menice ali blagajniški zapisi.**

Podjetniške obveznice sicer zasledimo v Sloveniji že v devetdesetih letih, ko so jih izdajala različna domača podjetja, pri čemer pa je bilo mnogo takratnih obveznic izdanih v materializirani obliki (papirnata oblika s kuponi), kar pomeni da je bil upravičenec do kuponov tisti, ki je izplačevalcu (izdajatelju) prinesel papirnati odrezek kupona, ki ga je našel na papirnati obvezniški poli. Šele s pojavom KDD (1995) in zakonodajno zahtevo po nematerializiranosti VP v letu 1995 (Uredba o nematerializiranih vrednostnih papirjih (Ur.l. RS, št. 45/1995)) se je vzpostavila infrastrukturna osnova za dobro evidenco (skupaj z evidenco imetnikov) ter varno in pregledno trgovanje, s tem pa tudi natančnejše statistično spremljanje gibanj na LJSE (Klemenčič, 2004).

Po letu 2000 je bila evidenca izdanih VP v Sloveniji (vključno z izdajami obveznic) že dosti boljše in sistematično urejena. Po javno dostopnih podatkih iz KDD je bilo od leta 2000 do vključno leta 2008 skupaj 13 izdaj podjetniških obveznic⁹, ki so bile uvrščene na organiziran trg LJSE ter 24 podjetniških izdaj obveznic, ki niso bile uvrščene na LJSE. Izdaj KZ ni bilo vse do leta 2011. Tudi vrednostno omenjenih 13 izdaj podjetniških obveznic ni bilo tako zanemarljivih, saj so skupaj imele kar 323 milijonov evrov nominalne vrednosti, medtem ko je 24 izdaj, ki niso kotirale na LJSE, imelo skupno nominalno vrednost 140 milijonov evrov. **Kljub temu bomo tudi vse navedene izdaje obveznic izpustili iz naše analize in se osredotočili na obdobje od vključno leta 2009 do vključno leta 2015.** En razlog za takšno odločitev je, da je v obdobju do leta 2009 potekalo kar nekaj postopkov lastniških konsolidacij, ki so (tudi) obveznice uporabljali kot instrument za financiranje raznih projektov (lastniške konsolidacije, doseganje kapitalskih ustreznosti, financiranje določenih projektov povezanih podjetij ipd.), ki so bili pomembni za določeno skupino povezanih oseb. Obveznice so se takrat uporabljale tudi za razna zmanjšanja osnovnega kapitala podjetij in na tak način davčno ugodno izplačevanje dividend ipd. Ker je finančno prepletenih transakcij v tistem obdobju preveč, bomo vse transakcije v omenjenem obdobju do leta 2009 izpustili. V množici podjetij, ki jih bomo analizirali v obravnavanem obdobju 2009–2015, bomo izluščili tista, kjer so podjetja dejansko na aktiven način iskala med udeleženci kapitalskega trga dolžniške vire financiranja. Izločili bomo torej tiste posle, ki so bili na primer podaljševanja predhodnih izdaj, ali pa so bile izdaje opravljene med seboj bolj ali manj povezanimi osebami in je bil torej faktor aktivnega iskanja virov po trgu odsoten. Naj na tem mestu utemeljimo, da ne trdimo, da pred letom 2009 ni bilo ustreznih uspešnih poskusov izdajanja podjetniških obveznic z aktivnim iskanjem finančnih investorjev (saj jih že same izdaje potrjujejo, da so bili), vendar so ti postopki izdajanja obveznic bili drugačni od tistih, ki so se kasneje pojavljali po letu 2009.

⁹ Celotno tabelo izdaj podjetniških obveznic do vključno 31. 12. 2008, ki je sestavljena na podlagi seznama VP iz KDD, a ni vključena v analizo v tem magistrskem delu, prikazujemo v Prilogi 3.

Prav tako pa bomo **iz obdobja 2009–2015 iz analize izvzeli nekatere domače izdaje podjetniških obveznic**. Seznam izločenih podjetniških obvezniških izdaj prikazujemo v Prilogi 4, kjer tudi poleg vsake izločene izdaje navajamo razlog za izločitev. Izločitev nekaterih izdaj je z vidika nadaljnje analize nujna, za kasnejšo relevantnost rezultatov.

4.2 Način in potek prvih prodaj komercialnih zapisov in podjetniških obveznic

V Sloveniji se izdaje VP izvajajo na podlagi določil veljavnega ZTFI, in to velja tudi za izdaje podjetniških KZ ali obveznic. Izdajatelj izda VP na podlagi tako imenovane prve prodaje VP (31. člen ZTFI), ki je dejansko izdajateljeva prva ponudba VP potencialnim investitorjem. Vsaka druga ali pa naslednja prodaja že izdanih VP se po zakonu šteje kot nadaljnja prodaja. ZTFI še določa, da se prva in nadaljnja javna prodaja štejeta med investicijske storitve, katere pa lahko v Sloveniji opravljajo le ustrezno licencirane borznoposredniške družbe, banke ter druge institucije, predvidene z zakonom (8. in 32. člen ZTFI).

Za potrebe razumevanja izdaj podjetniških KZ ali obveznic je dovolj, da razumemo, da lahko prve izdaje opravijo borznoposredniške družbe ali banke, ki imajo ustrezne licence. Prav tako smo in še bomo v magistrskem delu omenjali besedo ponudba ali izdaja, pri čemer bomo imeli vedno prvo v mislih prodajo.

Za izvedbo prvih prodaj VP ter s tem ponudbe VP javnosti se uporablja drugo poglavje ZTFI, ki podrobneje definira temeljna pravila o ponudbi VP javnosti in njihovi uvrstitvi v trgovanje na organiziranem trgu. ZTFI namreč prepoveduje izvedbe ponudb VP javnosti v Sloveniji, ne da bi bil prej v zvezi z njimi objavljen prospekt v skladu z zakonom (36. člen ZTFI), za katerega je potrebno dobiti predhodno potrditev s strani nadzornega organa (ATVP) (37. člen ZTFI). Vsebina prospekta za prve prodaje je seveda natančno definirana, poleg tega pa je definirana tudi v nekaterih direktivah Evropske unije (Uredbe Komisije (ES) št. 809/2004 z dne 29. Aprila 2004 o izvajanju Direktive 2003/71/ES Evropskega parlamenta in Sveta o informacijah, ki jih vsebujejo prospekti, in o obliki prospektov, vključitvi informacij s sklicevanjem in objavi teh prospektov in razširjanju oglaševanj (*Uradni list Evropske unije*, št. 149 z dne 30. 4. 2004, v nadaljevanju Uredba Komisije (ES) št. 809/2004) in bi se uporabljala, če bi izdajatelj nameraval ponuditi obveznice ali KZ (ali delnice) širši javnosti v obliki prve prodaje. Navedeno pa ni praksa izdajanja obveznic ali KZ v Sloveniji. ZTFI namreč določa nekaj izjem, ki se s strani domačih izdajateljev uporabljajo ob prvih prodajah KZ ali obveznic in jih bomo predstavili v nadaljevanju.

4.2.1 Prva prodaja podjetniških komercialnih zapisov

Pri izvedbi prve prodaje podjetniških KZ se ne uporabljajo prej omenjene določbe drugega poglavja ZTFI, ki govori o objavi prospekta za prodajo VP javnosti, prav tako pa se določbe tega poglavja ne uporabljajo niti za uvrstitev VP v trgovanje na organiziran trg (LJSE). Prvi odstavek 25. člena ZTFI namreč izloča instrumente denarnega trga iz četrtega odstavka 7. člena ZTFI,

katerih zapadlost je krajša od 12 mesecev (torej KZ) iz definicije VP¹⁰, kar pomeni, da se pri izdaji KZ celotno drugo poglavje ZTFI ne uporablja.

Kljub temu se pri prvi prodaji KZ vseeno pripravi ustrezen predstavitveni dokument, katerega namen je predvsem na celovit način podati ključne informacije potencialnim investitorjem o lastnostih KZ in izdajatelju. Priprava predstavitvenega dokumenta je prepuščena borznemu članu (kot borzni član je v nadaljevanju mišljena ustrezno licencirana borznoposredniška družba ali banka, ki ima z izdajateljem sklenjeno ustrezno pogodbo za ureditev prve prodaje KZ ali obveznic), s katerim je izdajatelj sklenil ustrezno pogodbo. Pri večjih domačih izdajah KZ, ki vsebujejo tudi zavezo za kasnejšo njihovo uvrstitev na organizirano trgovanje na LJSE, so namreč lahko ti predstavitveni dokumenti precej obsežni in po vsebini že izredno podobni zakonsko določenim o vsebini prospektov obveznic. Seveda pa v kolikor izdaja KZ ne vsebuje zaveze o njeni uvrstitvi na kotacijo na organiziran trg LJSE, pa je lahko oblika takšnega predstavitvenega dokumenta bistveno manj obširna in obsega vsega skupaj nekaj strani.

Priloga predstavitvenega dokumenta je navadno tudi obrazec za oddajo zavezujoče ponudbe za nakup KZ, ki ga izpolnijo vlagatelji in ga pošljejo borznemu članu (borznoposredniški družbi ali banki), ki ga je izdajatelj izbral za izvedbo prve prodaje KZ. Na podlagi prejetih zavezujočih ponudb se opravi s strani borznega člana in izdajatelja alokacija dejanskih količin KZ, ki jih bodo prejeli posamezni vlagatelji (način izvedbe alokacije je navadno definiran v predstavitvenem dokumentu in se izvede le v primeru presežnega vpisa s strani vlagateljev). O izvedeni alokaciji nato borzni član obvesti vsakega vlagatelja, in sicer koliko KZ mu je bilo dodeljenih. Vlagatelji skladno s prejetim obvestilom izvedejo vplačilo KZ (nakazilo denarja), na podlagi katerega nato prejmejo s strani borznega člana še posebno potrdilo o nakupu KZ. Borzni član nato poskrbi za vse postopke v povezavi z izdajo KZ v KDD in v kolikor je bilo tako dogovorjeno, tudi za postopke v povezavi z uvrstitvijo KZ na organizirano trgovanje na LJSE.

Naj na tem mestu le še omenimo zanimivost, da so se v letu 2016 pojavile izdaje KZ, ki niso bile izvedene preko borznoposredniških družb ali bank temveč kar neposredno s strani izdajatelja. To je odmik od dosedanjega tolmačenja določb ZTFI (v kontekstu izvzetja določb drugega poglavja ZTFI pri izdajah KZ) in morda pomeni dodatno pocenitev izdaj KZ za izdajatelje, saj takšen način izdajanja KZ ne potrebuje vključevanja borznoposredniških hiš ali bank. Zelo verjetno bo takšna oblika izdaje KZ primernejša predvsem za manjše izdaje KZ, kjer se izdajatelj in vpisnik predhodno poznata (takšne izdaje KZ navadno potem niso uvrščene v borzno kotacijo), pri čemer bo potem izdajatelj sam izpeljal postopke v povezavi z izdajo KZ v KDD. Pričakujemo lahko, da bo ATVP izdal uradno mnenje v povezavi s takšno prakso in tolmačenjem določb ZTFI ter s tem potrdil ali ovrigel pravilnosti takšnega načina izdajanja KZ.

¹⁰ ZTFI izloča instrumente denarnega trga iz četrtega odstavka 7. člena ZTFI, katerih zapadlost je krajša od 12 mesecev, iz definicije VP, vendar naj na tem mestu podamo pojasnilo, da je to mišljeno le v kontekstu definiranja pojmov, v zvezi s ponudbo VP javnosti in trgovanjem na organiziranem trgu. Sicer so KZ prav tako VP.

4.2.2 Izdaja podjetniških obveznic

Obveznice imajo žal za razliko od KZ daljšo ročnost od 12 mesecev in zato zanje veljajo določila drugega poglavja ZTFI. Kljub temu pa ZTFI v 49. členu definira tudi nekatere izjeme od obveznosti objave prospekta, in sicer:

- za ponudbo VP, naslovljeno izključno na dobro poučene vlagatelje, oziroma
- za ponudbo VP, naslovljeno na manj kot 150 fizičnih ali pravnih oseb v posamezni državi članici, ki nimajo položaja dobro poučenega vlagatelja, oziroma
- za ponudbo, naslovljeno na vlagatelje, od katerih vsak na podlagi sprejema posamične ponudbe pridobi VP za kupnino, ki je najmanj enaka 100.000 evrov, oziroma
- za ponudbo, katere predmet so VP, od katerih se vsak glasi na znesek najmanj 100.000 evrov, oziroma
- za ponudbo, pri kateri je skupna prodajna cena v EU za VP, vključene v to ponudbo, v 12-mesečnem obdobju manjša od 100.000 evrov.

Domači izdajatelji obveznic se zato pri njihovi prvi prodaji sklicujejo na več izjem ZTFI hkrati, in sicer največkrat na ponudbo VP, naslovljeno izključno na dobro poučene vlagatelje, ter na ponudbo VP, naslovljeno na manj kot 150 fizičnih ali pravnih oseb v posamezni državi članici, ki nimajo položaja dobro poučenega vlagatelja. O uporabi izjem mora izdajatelj poslati na ATVP posebno obvestilo, in sicer tri delovne dni pred začetkom ponudbe javnosti (52. členom ZTFI).

Za prvo prodajo podjetniških obveznic z uporabo ene od prej omenjenih zakonskih izjem borzni član (borznoposredniška družba ali banka), s katerim je izdajatelj podpisal ustrezno pogodbo, pripravi predstavitveni dokument za prodajo, vendar ta predstavitveni dokument ni prospekt v smislu ZTFI ali Uredbe Komisije (ES) št. 809/2004. Pri izdajah podjetniških obveznic, ki vsebujejo zavezo za kasnejšo njihovo uvrstitev na organizirano trgovanje na LJSE, so predstavitveni dokumenti za prodajo precej obsežni in po vsebini že izredno podobni zakonsko določeni vsebini prospektov.

Preostali postopek prve prodaje obveznic je tehnično zelo podoben predhodno opisanemu postopku pri izdaji KZ. Priloga predstavitvenega dokumenta za prvo prodajo obveznic je navadno obrazec za oddajo zavezujoče ponudbe za nakup obveznic, ki ga izpolnijo vlagatelji in ga pošljejo borznemu članu, ki ga je izdajatelj izbral za izvedbo prve prodaje obveznic. Na podlagi prejetih zavezujočih ponudb se opravi s strani borznega člana in izdajatelja alokacija dejanskih količin obveznic, ki jih bodo prejeli posamezni vlagatelji (način izvedbe alokacije je navadno definiran v predstavitvenem dokumentu in se izvede le v primeru presežnega vpisa obveznic s strani vlagateljev). O izvedeni alokaciji nato borzni član obvesti vsakega vlagatelja, in sicer koliko obveznic mu je bilo dodeljenih. Vlagatelji skladno s prejetim obvestilom izvedejo vplačilo obveznic (nakazilo denarja), na podlagi katerega nato prejmejo s strani borznega člana še posebno potrdilo o nakupu obveznic. Borzni član nato poskrbi za vse postopke v povezavi z izdajo obveznic v KDD in v kolikor je bilo tako dogovorjeno, tudi za postopke v povezavi z uvrstitvijo obveznic na organizirano trgovanje na LJSE, pri čemer pa obstaja tukaj pomembna

razlika v primerjavi s postopkom pri uvrstitvi KZ na organiziran trg LJSE. Borzni član mora namreč za uvrstitev izdanih obveznic na organizirano trgovanje na LJSE skladno z določbami ZTFI izdelati poseben prospekt, katerega mora odobriti ATVP (to je povezano s stroški potrditve prospekta s strani ATVP). Šele po potrditvi prospekta lahko borzni član prične ustrezne postopke z LJSE za uvrstitev izdanih obveznic na organiziran trg LJSE. V praksi pa gre zgolj za neke vrste minimalno dopolnitev ali predelavo predhodno izdelanega predstavitvenega dokumenta za prvo prodajo v prospekt za uvrstitev obveznic v trgovanje na organiziran trg LJSE.

4.3 Izdajatelji podjetniških obveznic in komercialnih zapisov v obdobju 2009–2015

V nadaljevanju predstavljamo podjetniške izdaje obveznic in KZ, ki bodo relevantne za našo analizo. V obdobju 2009–2015 je bilo tako skupaj 14 izdajateljev podjetniških obveznic, ki so izvedli 18 različnih izdaj v skupni nominalni vrednosti 1,1 milijarde evrov. Od tega je bilo 73,6 % vseh omenjenih izdaj (oziroma 0,82 milijarde evrov), opravljenih s strani izdajateljev, ki so že bili javne družbe v smislu, da so njihove delnice že kotirale na LJSE in so jih zato investitorji predhodno poznali. 26,4 % podjetniških izdaj obveznic (oziroma 0,29 milijarde evrov) pa je bilo izdanih s strani družb, katerih delnice¹¹ niso bile uvrščene na organiziran trg LJSE. Podrobnejši pregled predstavljamo v Tabeli 5.

Na področju izdajanja KZ s strani domačih podjetij se je prva izdaja teh zgodila šele v letu 2011, in sicer je podjetje Mercator d. d. izdalo KZ v skupni nominalni vrednosti 9 milijonov evrov. Zatem je bilo v letih od 2012 do konca leta 2015 kar 34 izdaj KZ s strani 12 različnih izdajateljev v skupni nominalni vrednosti 0,67 milijarde evrov. 75,8 % vrednosti vseh izdaj KZ je bilo izvedenih s strani javnih delniških družb (družb, katerih delnice so bile uvrščene v trgovanje na LJSE) (izredno podoben delež kot pri obveznicah), podrobnejšo statistiko pa prikazujemo v Tabeli 6.

Tabela 5: Izdaje podjetniških obveznic v Sloveniji v obdobju od 31. 12. 2008 do 31. 12. 2015 po izdajateljih

Izdajatelji podjetniških obveznic od 31. 12. 2008 do 31. 12. 2015	Nominalna vrednost vseh izdaj [v EUR]	Delnice ¹¹ izdajatelja kotirajo na LJSE?	Delna vsota [v EUR]	Delna vsota [v %]
PETROL d. d., Ljubljana	378.158.000	Da		
TELEKOM SLOVENIJE, d. d.	300.000.000	Da		
GORENJE, d. d.	73.000.000	Da	821.098.396	73,6 %
ZAVAROVALNICA TRIGLAV, d. d.	30.000.000	Da		
SAVA, d. d.	26.050.000	Da		

se nadaljuje

¹¹ Vsi izdajatelji niso imeli statusno pravne oblike delniške družbe, ampak so imeli tudi status družbe z omejeno odgovornostjo. V nadaljevanju naloge bomo za vlagatelje, ki so bili organizirani bodisi kot družbe z omejeno odgovornostjo bodisi kot delniške družbe, uporabljali skupen izraz izdajatelji, »katerih delnice niso bile uvrščene na organiziran trg LJSE«, pri čemer bo beseda »delnice« zajemala tudi izdajatelje, ki so bili organizirani kot družbe z omejeno odgovornostjo in se bo nanašala na čas posamezne izdaje obveznic.

nadaljevanje

Izdajatelji podjetniških obveznic od 31. 12. 2008 do 31. 12. 2015	Nominalna vrednost vseh izdaj [v EUR]	Delnice¹¹ izdajatelja kotirajo na LJSE?	Delna vsota [v EUR]	Delna vsota [v %]
KD d. d.	13.790.000	Da		
KS NALOŽBE d. d.	100.396	Da		
SDH, d. d.	100.000.000	Ne		
SIJ d. d.	94.115.000	Ne		
IMPOL 2000 d. d.	50.000.000	Ne		
ADRIA MOBIL, d. o. o. Novo mesto	24.000.000	Ne	294.854.640	26,4 %
DZS, d. d.	20.000.000	Ne		
TUŠMOBIL d. o. o.	5.020.000	Ne		
G Skupina d. d. – v stečajju	1.719.640	Ne		
Skupna vsota	1.115.953.036		1.115.953.036	100,0 %

Vir: Priloga 5; lastni izračuni.

Tabela 6: Izdaje podjetniških KZ v Sloveniji v obdobju od 31. 12. 2008 do 31. 12. 2015 po izdajateljih

Izdajatelji KZ od 31. 12. 2008 do 31. 12. 2015	Nominalna vrednost vseh izdaj [v EUR]	Delnice¹¹ izdajatelja kotirajo na LJSE?	Delna vsota [v EUR]	Delna vsota [v %]
PETROL d. d., Ljubljana	261.846.000	Da		
MERCATOR, d. d.	109.371.000	Da		
GORENJE, d. d.	83.000.000	Da	506.317.000	75,8 %
TELEKOM SLOVENIJE, d. d.	50.000.000	Da		
MLINOTEST d. d.	2.100.000	Da		
GEN-I, d. o. o.	94.780.000	Ne		
SIJ d. d.	37.662.000	Ne		
IMPOL 2000 d. d.	20.000.000	Ne		
SGP POMGRAD d. d.	4.597.000	Ne	161.881.000	24,2 %
INCOM d. o. o.	2.000.000	Ne		
PRVA FINANČNA AGENCIJA d. o. o.	2.000.000	Ne		
VALIANT d. o. o.	842.000	Ne		
Skupna vsota	668.198.000		668.198.000	100,0 %

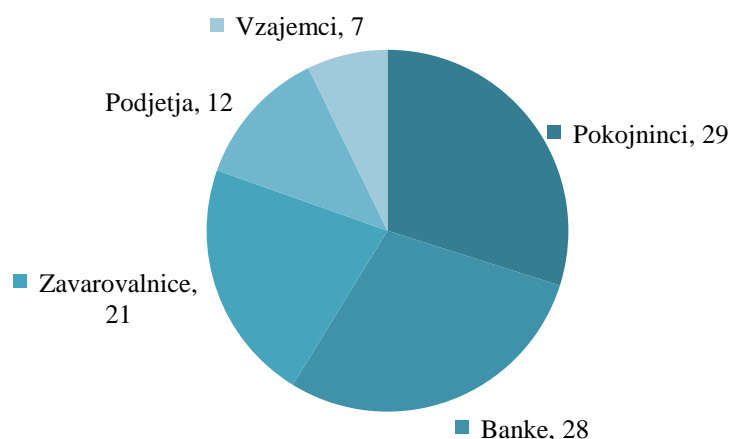
Vir: Priloga 5; lastni izračuni.

4.4 Vlagatelji v podjetniške obveznice in komercialne zapise

V predhodnih poglavjih smo pisali o vidikih, ki so pri izdajah podjetniških KZ in obveznic pomembni bodisi za izdajatelje bodisi za vlagatelje. Kdo pa dejansko so tisti vlagatelji, ki so bili v obravnavanem obdobju 2009–2015 pripravljeni sprejeti z vlaganji v podjetniške KZ ali obveznice nekoliko več tveganja v zameno za višje donose? V Sloveniji pogosto govorimo o institucionalnih strankah kot o strankah, ki imajo skladno z ZTFI status dobro poučenega vlagatelja (44. člen ZTFI), torej, ki jih skladno z določbami ZTFI obravnavamo kot profesionalne stranke ali primerne nasprotne stranke. Skladno z 207. členom ZTFI se štejejo kot profesionalne stranke (povzeto iz zakona):

- osebe, ki morajo pridobiti ustrezno dovoljenje pristojnega nadzornega organa države članice ali tretje države oziroma drugače pridobiti pravico delovati na finančnih trgih, in sicer:
 - kreditne institucije,
 - investicijska podjetja,
 - druge nadzorovane finančne družbe,
 - zavarovalnice, pozavarovalnice in pokojninske družbe,
 - kolektivni naložbeni podjemi in družbe za upravljanje teh podjetij,
 - pokojninski skladi in družbe, ki upravljajo te sklade,
 - osebe, ki trgujejo z blagom in izvedenimi finančnimi instrumenti na blago,
 - lokalna podjetja v pomenu, opredeljenem v drugem odstavku 14. člena Zakona o bančništvu (Ur.l. RS, št. 99/2010-UPB5, 52/2011, 9/2011-ZplaSS-B, 35/2011, 59/2011, 85/2011, 48/2012, 105/2012, 56/2013, 63/2013-ZS-K, 96/2013),
 - drugi institucionalni vlagatelji;
- velika podjetja, ki na ravni podjetja ustrezajo najmanj dvema od teh meril:
 - bilančna vrednost njihove aktive dosega 20.000.000 evrov,
 - njihovi čisti letni prihodki od prodaje dosegajo 40.000.000 evrov,
 - vrednost njihovega lastnega kapitala dosega 2.000.000 evrov;
- Republika Slovenija in druge države ali organi nacionalnih ali regionalnih oblasti, osebe javnega prava, ki upravljajo javni dolg, Banka Slovenije in druge centralne banke, mednarodne in nadsionalne institucije, kot so Svetovna banka, Mednarodni denarni sklad, Evropska centralna banka, Evropska investicijska banka in druge podobne mednarodne organizacije;
- drugi institucionalni vlagatelji, katerih redna dejavnost je vlaganje v finančne instrumente, vključno s subjekti, ki se ukvarjajo s sekuritizacijo premoženja ali drugimi posli financiranja.

Slika 22: Struktura vlagateljev v slovenske podjetniške izdaje KZ ter obveznic v obdobju 2012–2015 v %



Vir: Povzeto po S. Mastnak, Alternativni viri financiranja podjetij, 2015.

Za podjetje, ki namerava izvesti izdajo KZ ali obveznic, večjo od 3 milijonov evrov, je tako rekoč že nujno, da v bazo potencialnih strank vključi domače institucionalne stranke. Kot smo že omenjali, pa ima dosti izmed teh potencialnih strank naložbene omejitve, da lahko kupujejo le VP, ki bodo uvrščeni v kotacijo na organiziran trg VP (npr. LJSE). V Sloveniji morajo torej podjetja, ki želijo izvesti večje izdaje KZ ali obveznic, nujno sprejeti zavezo, da bodo izdani VP potem uvrščeni na organizirano trgovanje na LJSE. Brez te zaveze se verjetnost za uspeh izdaje bistveno zmanjša. Na Sliki 22 podajamo strukturo vlagateljev domačih podjetniških izdaj v obdobju 2012–2015, iz katere je razviden prevladujoč položaj institucionalnih vlagateljev kot kupcev domačih podjetniških KZ ali obveznic.

Slika 22 ima sicer seštevek predstavljenih podatkov o deležih vlagateljev v skupnem seštevku 97 % (in ne 100 %), kar je sicer verjetno posledica zaokrožitvenih napak, morda pa je to posledica izpuščenega segmenta fizičnih oseb. Naj na tem mestu vendarle dodamo, da so se v letih 2013–2015 pojavljali kot vlagatelji v podjetniške KZ ter obveznice tudi fizične osebe in manjša podjetja, ki na omenjeni sliki niso nikjer prikazani. Njihov primarni razlog za investiranje v ta tip VP je iskanje donosnejših alternativ bančnim depozitom, saj kot smo že predstavili, so bili tudi slednji pod pritiskom upadanja bančnih depozitnih obrestnih mer, ki so bile konec leta 2015 že skoraj blizu nič. Žal pa bi za natančnejšo analizo vseh vlagateljev potrebovali celotne delniške knjige, ki pa so žal po obstoječih tarifah KDD plačljive in bi njihova vrednost daleč presegala predviden stroškovnik tega magistrskega dela.

4.5 Analiza števila in velikosti izdaj

V letu 2009 so bile izvedene 4 izdaje obveznic večjih slovenskih podjetij (Petrol d. d., Sava d. d., Zavarovalnica Triglav d. d. in Telekom Slovenije d. d.) v skupni vrednosti 406,5 milijona evrov. V naslednjih štirih letih (2010, 2011, 2012 in 2013) se je aktivnost izdajanja podjetniških obveznic izredno zmanjšala. Skupno je bilo izvedenih le 7 izdaj podjetniških obveznic s strani šestih izdajateljev v skupni nominalni vrednosti le 104 milijona evrov. Razlog za manj izdanih obveznic so bile finančne težave nekaterih izdajateljev iz leta 2009 in začetka leta 2011, kjer mislimo predvsem na podjetji Sava d. d. ter DZS d. d. Njune finančne težave so pomenile tveganje izplačil iz naslova izdanih obveznic, in to je povzročilo visoko nezaupanje med domačimi vlagatelji do tovrstnih finančnih instrumentov. Kljub temu pa se je v omenjenih letih pojavil zanimiv trend, ki je imel izreden vpliv na kasnejše podjetniške izdaje obveznic v letih 2014 in 2015. Pojavile so se namreč izdaje KZ, in sicer prva v letu 2011 s strani podjetja Mercator d. d., naslednje leto (2012) pa jih je bilo že 6, v letu 2013 prav tako 6, v letu 2014 že 10 in v letu 2015 celo 11. Natančnejše ponazoritve izdaj podjetniških KZ in obveznic predstavljamo tudi v Sliki 23 ter v Tabeli 7 in Tabeli 8.

Tabela 7: Izdaje podjetniških obveznic domačih izdajateljev v obdobju 2009–2015 po letih z navedbo ročnosti izdaje

Datum izdaje	Izdajatelj	Ročnost izdaje v mesecih	Nominalna vrednost izdaje v EUR
29. 6. 2009	PETROL d. d., Ljubljana	60	50.000.000
9. 12. 2009	SAVA, d. d.	60	26.050.000
21. 12. 2009	ZAVAROVALNICA TRIGLAV, d. d.	125	30.000.000
21. 12. 2009	TELEKOM SLOVENIJE, d. d.*	84	300.000.000
7. 10. 2010	KD d. d.	84	13.790.000
5. 1. 2011	DZS, d. d.	120	20.000.000
1. 6. 2011	KS NALOŽBE d. d.	120	100.396
20. 11. 2011	PETROL d. d., Ljubljana	60	33.000.000
5. 1. 2012	G Skupina d. d. – v stečaju	33	1.719.640
7. 12. 2012	PETROL d. d., Ljubljana	60	30.158.000
5. 7. 2013	TUŠMOBIL d. o. o.	24	5.020.000
23. 6. 2014	PETROL d. d., Ljubljana*	60	265.000.000
10. 10. 2014	GORENJE, d. d.	60	73.000.000
24. 11. 2014	SIJ d. d.	60	42.897.000
24. 4. 2015	ADRIA MOBIL, d. o. o. Novo mesto	60	24.000.000
24. 6. 2015	SDH, d. d.	60	100.000.000
21. 7. 2015	SIJ d. d.	60	51.218.000
19. 10. 2015	IMPOL 2000 d. d.	60	50.000.000
Skupaj			1.115.953.036

Legenda: * mednarodna izdaja.

Vir: Priloga 5; lastni izračuni.

Tabela 8: Izdaje podjetniških KZ domačih izdajateljev v obdobju 2009–2015 po letih z navedbo ročnosti izdaje

Datum izdaje	Izdajatelj	Ročnost izdaje v mesecih	Nominalna vrednost izdaje v EUR
18. 10. 2011	MERCATOR, d. d.	6	9.000.000
7. 2. 2012	MERCATOR, d. d.	6	5.400.000
27. 3. 2012	PETROL d. d., Ljubljana	6	50.000.000
4. 4. 2012	MERCATOR, d. d.	6	10.300.000
30. 7. 2012	MERCATOR, d. d.	6	6.315.000
27. 9. 2012	PETROL d. d., Ljubljana	6	45.846.000
1. 10. 2012	MERCATOR, d. d.	6	11.804.000
29. 1. 2013	MERCATOR, d. d.	6	20.000.000
15. 2. 2013	GEN-I, d. o. o.	12	30.000.000
27. 3. 2013	PETROL d. d., Ljubljana	6	60.000.000
25. 4. 2013	GORENJE, d. d.	8	21.000.000
31. 7. 2013	MERCATOR, d. d.	5	6.552.000
23. 9. 2013	PETROL d. d., Ljubljana	6	56.000.000
14. 1. 2014	GEN-I, d. o. o.	12	8.000.000

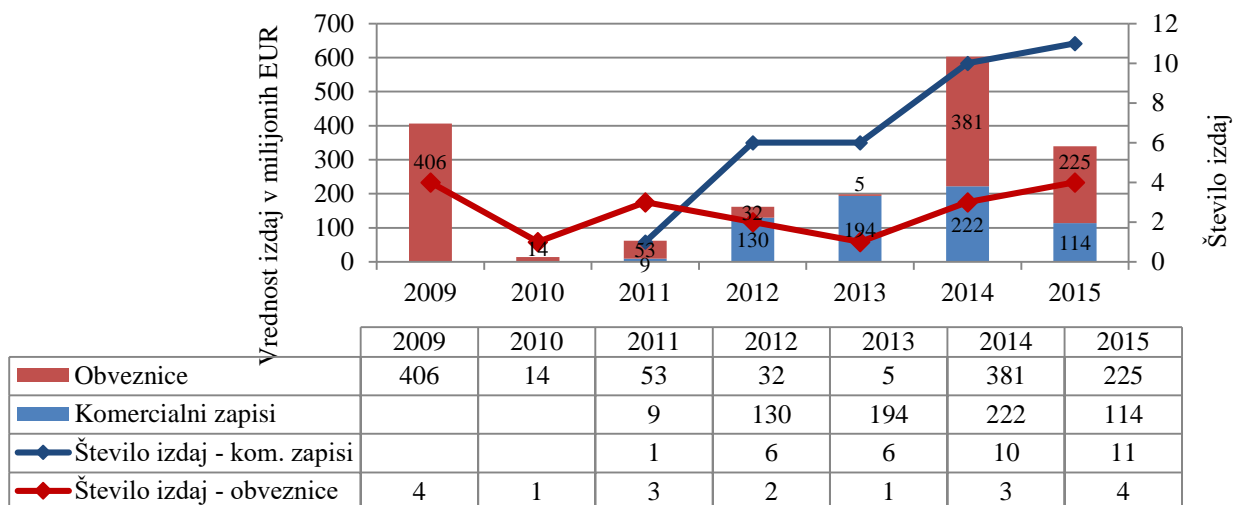
se nadaljuje

Datum izdaje	Izdajatelj	Ročnost izdaje v mesecih	Nominalna vrednost izdaje v EUR
10. 2. 2014	GEN-I, d. o. o.	12	35.000.000
10. 3. 2014	TELEKOM SLOVENIJE, d. d.	9	50.000.000
24. 3. 2014	PETROL d. d., Ljubljana	6	50.000.000
25. 3. 2014	GORENJE, d. d.	9	35.000.000
1. 7. 2014	INCOM d. o. o.	12	1.000.000
29. 9. 2014	VALIANT d. o. o.	12	264.000
24. 10. 2014	MLINOTEST d. d.	12	900.000
21. 11. 2014	IMPOL 2000 d. d.	12	20.000.000
22. 12. 2014	GEN-I, d. o. o.	12	21.780.000
20. 2. 2015	GORENJE, d. d.	10	27.000.000
20. 2. 2015	VALIANT d. o. o.	12	314.000
19. 3. 2015	SIJ d. d.	9	20.000.000
22. 5. 2015	SGP POMGRAD d. d.	9	4.597.000
12. 6. 2015	MERCATOR, d. d.	12	20.000.000
22. 6. 2015	INCOM d. o. o.	12	1.000.000
1. 10. 2015	VALIANT d. o. o.	12	264.000
20. 10. 2015	MLINOTEST d. d.	12	1.200.000
27. 11. 2015	MERCATOR, d. d.	12	20.000.000
4. 12. 2015	PRVA FINANČNA AGENCIJA d. o. o.	12	2.000.000
18. 12. 2015	SIJ d. d.	12	17.662.000
Skupaj			668.198.000

Vir: Priloga 5; lastni izračuni.

Razloge za pojav podjetniških KZ smo že omenjali v predhodnih poglavjih, pri čemer pa sta bila najmočnejša faktorja ravno nedelovanje domačega bančnega sistema (slednji je izjemno vplival na izdajatelje) ter upadanje obrestnih mer za najmanj tvegane naložbe (slednji je najbolj vplival na pripravljenost vlagateljev prevzemati večje naložbeno tveganje v zameno za višje donose). KZ so bili idealen instrument za povezovanje in graditev zaupanja izdajateljev in investitorjev. KZ so celo prevzeli prevladujoče mesto v letih 2012 in 2013 v primerjavi z izdajami podjetniških obveznic. Leta 2012 je bilo namreč v šestih različnih izdajah podjetniških KZ pridobljenih 130 milijonov sredstev s strani izdajateljev, medtem ko sta bili v istem letu samo dve izdaji podjetniških obveznic v skupnem nominalnem znesku 32 milijonov evrov. Leta 2013 je bilo v šestih različnih izdajah izdanih že 194 milijonov evrov podjetniških KZ, obveznic pa le ena izdaja v skupni nominalni vrednosti samo 5 milijonov evrov.

Slika 23: Grafična in tabelarična predstavitev števila in vrednosti izdaj podjetniških KZ in obveznic domačih izdajateljev v obdobju 2009–2015 po letih



Vir: Priloga 5; lastni izračuni.

KZ so torej odigrali ključno vlogo pri povezovanju izdajateljev in vpisnikov ter gradnji njihovega medsebojnega zaupanja. Sprva so imeli kratek rok dospelja (večinoma 6 mesecev), ki se je nato z spoznavanjem izdajateljev in investorjev s finančnim instrumentom podaljševal, tako da so imele kasnejše izdaje ročnosti med 9 in 12 mesecev. Tako izdajatelji kot tudi vpisniki so videli v teh instrumentih koristi. Z nadaljevanjem upadanja obrestnih mer za investitorje in zgodovinsko nizkimi obrestnimi merami za posojila je bila nadgradnja KZ le logična posledica dogajanja na trgu. Zgodovinsko nizke obrestne mere za posojila so podjetja izkoristila in pričela izdajati instrumente z daljšimi ročnostmi – obveznice. Zaupanje s strani investorjev je bilo že vzpostavljeno s preko trinajst uspešnih izdaj KZ v letih 2011–2013. Tako je bilo leto 2014 prelomno iz dveh stališč. Prvič, v desetih različnih izdajah je bilo izdanih kar za 222 milijonov evrov različnih KZ (največ v obdobju 2009–2015), vendar se je to nadgradilo še s tremi izdajami podjetniških obveznic v skupni nominalni vrednosti 381 milijonov evrov, k čemur je največ pripomogla mednarodna izdaja obveznic podjetja Petrol d. d. (skupni nominalni znesek 265 milijonov evrov). Skupaj je bilo tako leta 2014 izdanih kar za 603 milijonov evrov podjetniških KZ in obveznic. Leta 2015 se je trend popularnosti izdaj podjetniških KZ in obveznic še nadaljeval. Skupaj je bilo kar 11 izdaj KZ (največ do sedaj) in 4 pomembne izdaje podjetniških obveznic. Skupaj torej kar 15 izdaj domačih podjetniških dolžniških VP v skupni nominalni vrednosti 339 milijonov evrov.

Na prvi pogled bi lahko dejali, da se je nominalni znesek izdaj v letu 2015 zmanjšal, vendar pogledjmo zadeve malo поблиže v naslednjem podglavju.

4.5.1 Mednarodna izdaja ali izdaja preko Ljubljanske borze vrednostnih papirjev?

V Sloveniji smo imeli do konca leta 2015 samo dvojce podjetij, ki sta opravili mednarodni izdaji podjetniških dolžniških VP, oziroma natančneje obveznic, in sicer leta 2009 Telekom Slovenije d. d. v skupnem nominalnem znesku 300 milijonov evrov ter leta 2014 Petrol d. d. v skupnem nominalnem znesku 265 milijonov evrov. Skupaj sta torej ti dve podjetji v dveh mednarodnih izdajah izdali kar za 565 milijonov evrov obveznic, kar predstavlja kar 51 % vseh izdaj podjetniških obveznic v obdobju 2009–2015.

Domači institucionalni investitorji imajo namreč težavo, da imajo zaradi različnih naložbenih omejitev ali lastniških povezav (prek države) določen zgornji prag, kolikšen znesek ali odstotek celotne izdaje KZ ali obveznic lahko sploh kupijo. Ta znesek se sicer razlikuje od tega, kdo je izdajatelj in kdo so ostali investitorji v posamezni izdaji (zaradi maksimalnih skupnih izpostavljenosti povezanih oseb). Zaradi tega obstaja ocena znotraj domače finančne srenje, da je nekje maksimalna velikost posamezne izdaje podjetniških KZ ali obveznic, ki jo lahko pokupijo domači investitorji, med 70 in 110 milijoni evrov. Tri največje izdaje podjetniških dolžniških VP na domačem trgu v obdobju 2009–2015 so bile tako leta 2015 izdaja obveznic državnega SDH d. d. v skupnem nominalnem znesku 100 milijonov evrov, leta 2014 izdaja obveznic podjetja Gorenje d. d. v skupnem nominalnem znesku 73 milijonov evrov ter leta 2013 izdaja KZ podjetja Petrol d. d. v skupnem nominalnem znesku 60 milijonov evrov.

Domači izdajatelji so torej postavljeni pred omejitve, koliko jim domači kapitalski trg prek LJSE sploh lahko zagotovi dolžniških virov. V kolikor ocenjujejo, da njihove potrebe po virih financiranja presegajo zmožnosti domačega kapitalskega trga (70 do 110 milijonov evrov), potem morajo razmišljati o izvedbi mednarodne izdaje dolžniških VP. To pa navadno pomeni, da bodo izvedbo mednarodne izdaje prepustili večjim mednarodnim finančnim institucijam, ki imajo širši potencialen nabor oziroma dostop do mednarodnih finančnih vlagateljev. Mednarodna izdaja sedemletnih obveznic Telekoma Slovenije d. d. je bila tako leta 2009 zaupana BNP Paribas ter Credit Suisse (Financial Cbonds Information, (b.l.a)), izdaja petletnih obveznic Petrola d. d. iz leta 2014 pa je bila zaupana JP Morgan ter ekipi mednarodnih pravnih strokovnjakov (Linklaters, Wolf Theiss, White & Case) (Financial Cbonds Information, (b.l.b)). Mednarodni finančni investitorji imajo, podobno kot domači, zaradi naložbenih omejitev potrebo po tem, da je posamezna izdaja dolžniških VP uvrščena na eno od mednarodnih borz (sicer se nabor investitorjev močno zoži, o čemer smo že pisali). Prav zaradi tega sta tako izdaja sedemletnih obveznic Telekoma Slovenije d. d. iz leta 2009, kakor tudi izdaja petletnih obveznic Petrola d. d. iz leta 2014, uvrščeni na organizirano trgovanje, in sicer obveznice Telekoma Slovenije d. d. na luksemburško borzo (Financial Cbonds Information, (b.l.a)), obveznice družbe Petrol d. d. pa na irsko borzo (Financial Cbonds Information, (b.l.b)).

Poleg tega pa je za uspešno izvedbo mednarodne izdaje potrebno še ustrezno predstaviti izdajatelja tujim (institucionalnim) investitorjem na način, kot je značilen za večja mednarodna podjetja, in sicer z uporabo bonitetnih ocen. Torej, v kolikor domači izdajatelji razmišljajo o izvedbi mednarodne izdaje VP, morajo pred njeno izvedbo angažirati tujo mednarodno bonitetno

agencijo, da jim podeli ustrezno bonitetno oceno in seveda, da ta bonitetna agencija tudi redno spremlja poslovanje podjetja in posodablja njegovo bonitetno oceno najmanj za čas trajanja izdaje VP (primer takšnega dodeljevanja bonitetnih ocen za Telekom Slovenije d. d. predstavljamo v Tabeli 9). Stroški bonitetnih agencij so navadno kar visoki, zato je pridobivanje bonitetnih ocen smiselno samo v primeru, ko izdajatelj razmišlja o izredno veliki izdaji VP (npr. nad 200 milijonov evrov).

Tabela 9: Zgodovina bonitetnih ocen Telekoma Slovenije d. d. podanih s strani bonitetne agencije Moody's

Datum	Bonitetna ocena	Ocena prihodnjih izgledov
24. april 2007	A3	Stabilna
23. julij 2008	A3	Stabilna
7. april 2009	A3	Negativna
16. november 2009	Baa1	Negativna
21. december 2010	Baa1	Negativna
28. december 2011	Baa2	Stabilna
6. avgust 2012	Baa3	Na presoji
7. november 2012	Baa3	Negativna
5. april 2013	Ba1	Negativna
3. december 2013	Ba2	Negativna
28. januar 2015	Ba2	Negativna

Vir: Zgodovina bonitetnih ocen, 2016.

Glede na to, da je za mednarodno izdajo potrebno angažirati bonitetne agencije, mednarodne finančne institucije in pravne ekipe, je seveda želja vlagateljev, da te večje fiksne stroške izdaj porazdelijo na daljše obdobje, zato je na primer Telekom Slovenije d. d. izdal 7-letne obveznice, Petrol d. d. pa 5-letne.

Bonitetna ocena Telekoma Slovenije d. d. je ob izdaji obveznic leta 2009 znašala s strani bonitetne agencije Moody's Baa1 (konec leta 2015 je znašala samo še Ba2), medtem ko je bonitetna ocena podjetja Petrol d. d. leta 2014 s strani bonitetne agencije Standard & Poor's znašala BBB – in je bila takšna bila tudi še konec leta 2015 (Petrol prejel mednarodno bonitetno oceno, 2016).

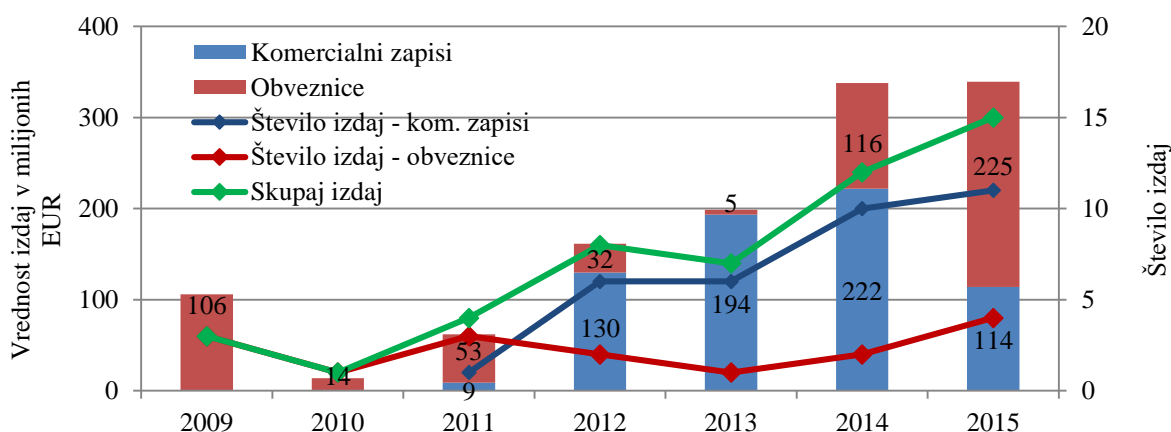
Bonitetne ocene za Telekom Slovenije d. d. in Petrol d. d. pa so imele tudi pomemben vpliv na obrestni meri, po katerih sta bili izdani njuni obveznici, kar bomo obravnavali v naslednjih poglavjih. Načeloma pa velja, da boljša kot je pridobljena bonitetna ocena, nižja je obrestna mera izdanih obveznic oziroma nižje so zahtevane donosnosti mednarodnih vlagateljev za nakup teh obveznic.

Obe mednarodni izdaji sta torej imeli pomembno vlogo, v kolikor gledamo njun delež v skupnem nominalnem znesku vseh domačih podjetniških izdaj obveznic (51 %), vendar pa imata manjši pomen, v kolikor gledamo razvoj domačih izdaj podjetniških KZ in obveznic preko LJSE,

kjer so se povezovali domači vlagatelji in podjetja. Razlika, ki je povezana z izvedbo mednarodnih izdaj in izvedbo izdaj preko domačega kapitalskega trga (LJSE), je seveda v fiksnih stroških, ki so v primeru mednarodnih izdaj seveda bistveno večji, za izvedbo izdaj v Sloveniji preko LJSE pa bistveno manjši in jih bomo podrobneje predstavljali v naslednjih poglavjih. Za podjetja je namreč pri izdajah KZ ali obveznic izredno pomemben tudi stroškovni vidik. Nižji stroški izdaj preko LJSE so torej zelo pomemben faktor, ki je vplival na razvoj domačih izdaj KZ in obveznic preko LJSE.

V Sliki 24 prikazujemo domače izdaje podjetniških KZ in obveznic brez obeh omenjenih mednarodnih izdaj obveznic Petrola d. d. in Telekom Slovenije d. d. To pa nam pokaže popolnoma novo dimenzijo, in sicer da je dejansko v obdobju 2009–2015 šlo za izjemno povezovanje domačih izdajateljev in investorjev preko domačega kapitalskega trga. To je razvidno bodisi iz rasti števila podjetniških izdaj kot tudi iz vrednostnega obsega rasti izdaj. V Sliki 24 lahko tudi opazimo prej omenjen izrazit trend vzpostavljanja zaupanja med izdajatelji in investitorji najprej preko KZ (2011–2014) in nato s poglobljanjem zaupanja v obliki podaljševanja ročnosti z izdajami obveznic (2014, 2015).

Slika 24: Grafična predstavitev števila in vrednosti izdaj podjetniških KZ in obveznic domačih izdajateljev v obdobju 2009–2015 po letih – brez mednarodnih izdaj



Vir: Priloga 5; lastni izračuni.

Na primeru podjetja Petrol d. d. pa lahko tudi ugotovimo, da je ta z vrsto izdaj dolžniških VP v preteklih obdobjih (5 izdaj KZ in 4 izdaje obveznic, od tega 1 mednarodna) dosegel z leti nekje zgornji nivo zmožnosti domačih investorjev. Nominalne vrednosti izdaj Petrola d. d., ki so jih kupovali domači investitorji, so imele skupne nominalne vrednosti med 30 in 60 milijoni evrov. Za večje izdaje je tako domači kapitalski trg in nabor domačih investorjev za Petrol d. d. ponujal premajhen potencial in je zato v sredini leta 2014 preko mednarodne izdaje obveznic v skupni nominalni vrednosti 265 milijonov evrov vstopil na mednarodni kapitalski trg. Takšnega obsega izdaje mu žal domači kapitalski trg in domači investitorji v obravnavanem obdobju 2009–2015 ne bi mogli zagotoviti. Izdaje KZ in obveznic družbe Petrol d. d. podrobneje prikazujemo v Tabeli 10.

Tabela 10: Prikaz izdaj KZ in obveznic podjetja Petrol d. d. v obdobju 2009–2015

Datum izdaje	Skupni nominalni znesek izdaje [v EUR]	Vrsta VP in mesto kotacije
29. 06. 2009	50.000.000	5-letne obveznice/LJSE
20. 11. 2011	33.000.000	5-letne obveznice/LJSE
27. 03. 2012	50.000.000	6-mesečni KZ/LJSE
07. 12. 2012	30.158.000	5-letne obveznice/LJSE
27. 09. 2012	45.846.000	6-mesečni KZ/LJSE
27. 03. 2013	60.000.000	6-mesečni KZ/LJSE
23. 09. 2013	56.000.000	6-mesečni KZ/LJSE
24. 03. 2014	50.000.000	6-mesečni KZ/LJSE
23. 06. 2014	265.000.000	5-letne obveznice / mednarodna izdaja
Skupaj	640.004.000	

Vir: Priloga 5.

4.5.2 Zakaj več slovenskih podjetij ne izdaja komercialnih zapisov ali obveznic?

Ob predstavitvi situacije v domačem bančnem sistemu ter prednosti, ki jih prinašajo KZ oziroma obveznice izdajateljem, se postavlja logično vprašanje, zakaj več slovenskih podjetij ne izdaja KZ ali obveznic?

Žal je eden najpogostejših razlogov predvsem nizka stopnja poznavanja kapitalskih trgov in znanja v povezavi z možnostjo izdaj podjetniških VP v finančnih službah domačih podjetij. Kot smo omenili, je domače gospodarstvo tradicionalno izredno vezano na domač bančni sistem in zato velika večina podjetij, ko pomisli na pridobivanje finančnih virov, pomisli samo na banke znotraj domačega bančnega sistema. S tem povezano je tudi razvito znanje ustreznih služb glede procesov pridobivanja dolžniških virov, ki temelji v večini primerov samo na bančnih virih.

Naslednji razlog je strah pred novostmi in nepoznanimi ter relativno novimi praksami v finančni industriji. Izdaja podjetniških KZ ali obveznic sodi med alternativne oblike pridobivanja dolžniških virov za podjetja. Žal zaposleni v podjetjih vidijo domač kapitalski trg kot nekaj, kar je bilo izkoriščeno v preteklosti za razna bolj ali manj uspešna prevzemanja, lastniške konsolidacije in prostor za tržne špekulacije. Navedena dejstva so žal marsikatero domače uspešno podjetje pripeljala na rob bankrota in zato je domač kapitalski trg povezan z neke vrste negativno konotacijo, ki pa počasi izginja. Žal so manj poznana pozitivna dejstva, da je na domačem kapitalskem trgu prisotnih kar nekaj aktivnih domačih institucionalnih strank, ki so aktivni udeleženci trga VP na segmentu dolžniških VP. Nepoznavanje teh institucionalnih strank in dejstva, da bi lahko preko izdaje dolžniških VP domača podjetja pridobila vire financiranja, se podjetjem zdi tako oddaljena možnost, da pogosto niti ne pomislijo nanjo.

Izdaje KZ ali obveznic so za podjetja povezana z določenimi stroški (obrestna mera, stroški izdaj, poročanj ipd.), ki jih podjetja primerjajo z bančnimi obrestmi za posojila (efektivno obrestno mero). Podjetja lahko z najboljšimi bonitetnimi ocenami že pri bankah pridobijo izredno ugodne pogoje za finančne vire, ki so lahko tudi dosti cenejši od pogojev, ki bi jih dobili na kapitalskem

trgu. Podjetja z najboljšimi bonitetnimi ocenami so lahko ugodne vire financiranja dobila skozi celotno obravnavano obdobje 2009–2015 tako pri domačih bankah kot tudi pri tujih bankah. Če podjetjem ni v poslovnem interesu zmanjšanje odvisnosti od bank in je njihovo poslovanje izjemno zdravo, predstavljajo bančna posojila za ta podjetja verjetno najcenejši vir financiranja. Investitorji bi si sicer želeli izdaj KZ ali obveznic s strani takšnih podjetij, vendar se zdi, da so za takšna podjetja banke najoptimalnejša izbira.

Kaj pa prezadolžena podjetja, za katera smo predhodno pokazali, da jih je nadpovprečno veliko v našem gospodarstvu? Žal ta za investitorje predstavljajo previsoko tveganje. Investitorji so namreč institucionalne stranke, ki sicer odgovorno upravljajo z določenimi finančni presežki, vendar pa se ne želijo na primer ob zapadlosti 9-mesečnega KZ ukvarjati z izterjavami ali celo odpisi svojih terjatev. Za institucionalne vlagatelje so torej primerni zgolj VP, izdani s strani izdajateljev, ki imajo določeno finančno trdnost in ki bodo bili z izredno veliko verjetnostjo sposobni vrniti denar ob zapadlosti izdanih VP. V kolikor obstaja le majhen sum, da bo lahko imel izdajatelj finančne težave ob zapadlosti izdanih VP, domači vlagatelji raje ne izvedejo vpisa oziroma nakupa takih VP, in to kljub dejstvu, da bi lahko bili na primer takšni VP dodatno zavarovani z različnimi hipotekami, delnicami ipd. Domači institucionalni vlagatelji so se namreč iz bančnega sistema in slabih posojil, ki so jih banke podeljevale (kljub njihovi zavarovanosti), naučili marsikaj in zato je njihova stopnja previdnosti izjemno visoka. Tudi izkušnje na domačem kapitalskem trgu kažejo, da je tako prav, saj je na primer obveznica podjetja Sava d. d. (skupni nominalni znesek 26 milijonov evrov, KDD oznaka obveznic SA03 – naslednice obveznic z oznakami SA02 in SA01), ki je nekoč veljalo za eno največjih domačih podjetij, ostala do konca leta 2015 še nepoplačana.

Kot primerni izdajatelji KZ ali obveznic so torej podjetja, ki imajo ravno pravšnje stopnje zadolženosti in finančne kazalnike ter so seveda dovolj velika v smislu generiranja poslovnih prihodkov, denarnega toka in ostalih finančnih kazalnikov za obseg izdaje, ki bo še smiselna za izdajo dolžniških VP. Takšnih podjetij pa je v Sloveniji manj kot 200 in s popuščanjem bančnega likvidnostnega krča v 2014 in predvsem v 2015 so tudi banke postajale bolj pripravljene ponuditi takšnim podjetjem ugodnejše pogoje financiranja, saj je predvsem njim v interesu, da obdržijo podjetja na bančnih virih financiranja.

4.6 Analiza stroškov izdaj

Stroški izdaje KZ ali obveznic so za podjetja izjemno pomembni, saj ti skupaj s stroški obresti, ki jih morajo podjetja ponuditi investitorjem, ne smejo bistveno presežati efektivne bančne obrestne mere za posojila. Lahko se tudi zgodi, da so za podjetja sicer stroški izdajanja KZ ali obveznic večji v primerjavi s efektivnimi stroški za bančno posojilo, v kolikor izdani VP prinašajo podjetju dodatne ugodnosti oziroma prednosti, kot so na primer naslednji primeri.

- *Nezavarovano premoženje* – kot smo omenili, so izdani podjetniški KZ ter obveznice v Sloveniji večinoma nezavarovani, kar pomeni, da investitorji ne zahtevajo njihovega dodatnega zavarovanja, in to pušča podjetjem več svobode v smislu manj obremenjenega

premoženja, ki ga v primeru potreb podjetja še vedno lahko zastavijo za najem bančnih posojil.

- *Manj zavez in obremenjujočih klavzul* – predhodno smo že pisali, da so domače banke v obravnavanem obdobju 2009–2015 zaostrovale standarde kreditiranja za podjetja, pri tem pa jim postavljale razne zaveze in obremenjujoče klavzule glede doseganja specifičnih kazalcev poslovanja kot pogoj za pridobitev posojil (na primer prenos dela bančnega prometa, pogosta medletna poročanja, ustrezna vrednost določenih finančnih kazalnikov ipd.). V zameno za manj zavez in več poslovne svobode so torej podjetja pri izdajah KZ ali obveznic pripravljena sprejeti tudi končne višje stroške, v kolikor jim ti odtehtajo druge mehkejšje faktorje in jim pri tem dajo več svobode pri sprejemanju poslovnih odločitev ter s tem zmanjšanje odvisnosti od bank in bančnih posojilnih virov.
- *Dobro pogajalsko izhodišče za nove pogovore z bankami* – podjetja, ki so izdajala KZ ali obveznice, so to naredila tudi s pogajalskega izhodišča do bank. S tem ko so izdala nezavarovane KZ ali obveznice, so bankam pokazala, da so zmožna tudi na trgu pridobiti vire financiranja ter da ti investitorji za razliko od bank od njih ne zahtevajo zavarovanj ali drugih zavez. To so potem podjetja izkoristila in po uspešno izvedeni izdaji KZ ali obveznic bankam postavila nova pogajalska izhodišča in pogosto potem dosegla bodisi zmanjšanje zavarovanj pri obstoječih ali novih bančnih posojilih bodisi ugodnejše pogoje financiranja. KZ ali obveznice so torej podjetjem dali pogajalsko moč za pogovore z bankami glede pogojev obstoječih ali novih bančnih posojil, pri čemer so bili lahko potem obsegi bančnih posojil bistveno večji od obsegov izdaj KZ ali obveznic (posledično so bili tam potem ustvarjeni obrestni prihranki).

Pri domačih izdajah podjetniških KZ ali obveznic izdajatelj bremenijo:

- stroški, povezani s KDD (izdaja, letno vodenje, izbris);
- stroški, povezani z LJSE, v kolikor se je izdajatelj zavezal uvrstiti KZ ali obveznice na organizirano trgovanje LJSE ter stroški, povezani z objavljanjem informacij preko informacijskega sistema LJSE (SEOnet in INFOhramba);
- stroški borznega člana (borznoposredniške družbe ali banke), kateremu je zaupana izvedba izdaje in prodaje VP;
- stroški, povezani s trženjem izdaje oziroma stroški morebitnih predstavitev izdaje vlagateljem;
- v primeru obveznic, ki bodo uvrščene na organiziran trg LJSE, stroški ATVP v povezavi z odobritvijo prospekta;
- morebitni stroški drugih zunanjih svetovalcev (bolj prisotno pri večjih mednarodnih izdajah) ipd.

V nadaljevanju si bomo podrobneje ogledali vsakega izmed navedenih stroškov za primer domačih izdaj, ki so kasneje uvrščene v organizirano trgovanje na LJSE. O mednarodnih izdajah smo predhodno že govorili, vendar na splošno velja, da so za izvedbo mednarodnih izdaj stroški precej višji in se gibljejo za izdaje velikosti 250 milijonov evrov okrog enega milijona evrov.

4.6.1 Stroški povezani s KDD

Domači podjetniški KZ ali obveznice so izdani v nematerializirani obliki in so vpisani v dobro njihovih imetnikov v KDD. KDD zaračunava skladno z veljavno Tarifo KDD (KDD Centralna klirinško depotna družba d. d., 2016) višino nadomestil za svoje storitve, pri čemer jih zaračunava tako izdajateljem (podjetjem, ki izdajajo KZ ali obveznice) kot tudi imetnikom (vlagateljem). Naj na tem mestu samo pojasnimo, da KDD ne zaračunava stroškov storitev neposredno imetnikom VP, temveč te storitve zaračuna borznim članom, ki nato preko cenikov svojih storitev te zaračunajo končnim imetnikom (vlagateljem), ki imajo pri njih odprt trgovalni račun.

4.6.1.1 Stroški na strani vlagateljev

Naj najprej pojasnimo, da razponi cen, predstavljeni v tem podpoglavju, temeljijo na cenikih podjetij ALTA Invest d. d., Ilirika d. d., BKS BANK AG, Bančna podružnica, NLB d. d., Hypo Alpe-Adria-Bank d. d. ter GBD gorenjska borznoposredniška družba d. d. iz decembra meseca leta 2014 iz lastne datoteke, katere vir so bili dejanski ceniki za investicijske storitve vsake od omenjenih podjetij, ki žal niso več javno na razpolago. Konec leta 2015 je namreč nov ZNVP-1 v svojem 48. členu zakonsko omejil letni strošek vodenja računa in nadomestila za vzdrževanje stanja na računu, za fizično osebo, in sicer na način, da ti stroški niso smeli več presegati 0,5 % povprečne vrednosti nematerializiranih VP na tem računu. Borzni člani so posledično konec leta 2015 spremenili svoje cenike (tako da stari ceniki niso več dosegljivi), vendar za obravnavano obdobje to za našo analizo ni tako bistveno.

Vsak vlagatelj v Sloveniji, ki želi imeti VP, mora pri izbranem borznem članu (borznoposredniška hiša ali banka) najprej odpreti tako imenovani trgovalni račun (račun nematerializiranih VP), pri čemer nosi za to enkratni strošek odpiranja, ki znaša za vlagatelje (fizične ali pravne osebe) med 13,00 in 15,00 evri. To bomo uporabili za oceno relevantnih stroškov za obdobje 2009–2015. Zanj bo banki oziroma borznoposredniški družbi plačeval še določena nadomestila, ki jih borzni člani definirajo v svojih cenikih. V obravnavanem obdobju 2009–2015 so navadno vlagatelji plačevali borznim članom različna nadomestila, pri katerih so bila najpomembnejša:

- letno vodenje računa nematerializiranih VP:
 - za fizične osebe približno med 6,36 evra in 12,00 evrov letno, za pravne osebe pa približno med 48,00 do 60,00 evrov letno;
- nadomestilo za vzdrževanje stanj nematerializiranih VP za domače VP (tudi tako imenovane »ležarine«):
 - določeno v obliki % od povprečne vrednosti VP, ki jih ima posamezen vlagatelj na svojem trgovalnem računu, vendar običajno ne manj od določenega fiksnega zneska; za obveznice in KZ so znašala navedena letna nadomestila za vzdrževanje stanj med 0,009 % in 0,027 % vendar minimalno med 7,20 evra in 18,00 evrov;

- posredniška provizija, ki je navadno definirana v % od vrednosti posla in je pogosto pri manjših poslih definirana s cenikom posameznega borznega člana ter se giblje okrog 1 %, pri večjih strankah pa je običajno predmet individualnega dogovora in je lahko tudi občutno manjša; naj na tem mestu omenimo, da je bila praksa borznih članov, da v kolikor je bil določen borzni član nosilec izvedbe izdaje KZ ali obveznic za posameznega izdajatelja, v tem primeru strankam, ki so vpisovale (kupovale) KZ ali obveznice, ni zaračunaval posredniških provizij, saj je bil tudi njemu interes, da je izdaja čim boljše vpisana s strani vlagateljev; nekateri borzni člani pa niso zaračunavali svojim strankam nakupov KZ ali obveznic, tudi če niso bili nosilci izvedbe projekta izdaje, saj so potem vseeno zaračunavali stroške vzdrževanja stanj na VP, ki so jih preko njih vpisale njihove stranke.

Navedeno kaže, da imajo investitorji v Sloveniji določene fiksne stroške povezane z imetništvom VP (torej tudi KZ ali obveznic izdanih s strani domačih izdajateljev). Ta vidik je sicer pomembnejši za fizične osebe, saj to pomeni določene fiksne letne stroške trgovalnega računa pri borznem članu v razponu med 13,68 in 24,48 evra letno, medtem ko pa je za pravne osebe pomembnejši letni odstotek stroškov nadomestil za vzdrževanja stanj VP.

4.6.1.2 Stroški izdajateljev v povezavi s KDD pri izdajah komercialnih zapisov

Tabela 11: Letno nadomestilo KDD, ki se odmeri v odstotku od skupne nominalne vrednosti KZ po naslednji lestvici (cene brez DDV)

Skupna nominalna vrednost izdaje	% od skupne nominalne vrednosti
Od vključno 4.170.000,00 EUR	0,0275 %, minimalno 618,00 EUR
Od vključno 4.170.001,00 EUR do vključno 20.860.000,00 EUR	0,0180 %, minimalno 1.148,83 EUR
Od vključno 20.860.001,00 EUR do vključno 41.725.000,00 EUR	0,0114 %, minimalno 3.763,43 EUR
Od vključno 41.725.001,00 EUR do vključno 208.645.000,00 EUR	0,0048 %, minimalno 4.776,22 EUR
Nad 208.645.001,00 EUR	0,0024 %, minimalno 10.014,96 EUR in maksimalno 15.845,98 EUR

Vir: KDD Centralna klirinško depotna družba d. d., Tarifa KDD, 2016, str. 15.

Stroški, ki jih izdajatelj plačajo KDD ob izdajah KZ, so navadno stroški, povezani z izdajo, stroški, povezani z letnim nadomestilom ter stroški, povezani z izbrisom. Skladno z 11. in 15. členom veljavne tarife KDD (KDD Centralna klirinško depotna družba d. d., 2016), izdajatelj plačajo naslednje stroške KDD, povezane z izdajo KZ:

- fiksno nadomestilo v zvezi z izdajo: 381,29 evra + DDV¹²,

¹² Okrajšava DDV predstavlja davek na dodano vrednost.

- fiksno nadomestilo v zvezi z izbrisom (plača se ob zapadlosti): 303,34 evra + DDV,
- variabilno letno nadomestilo, ki je odvisno od skupne nominalne vrednosti izdaje in se zaračuna skladno s Tabelo 11.

Strošek za letno nadomestilo KDD je torej odvisen od skupne nominalne vrednosti izdaje KZ.

4.6.1.3 Stroški izdajateljv v povezavi s KDD pri izdajah obveznic

Stroški, ki jih izdajatelj plačajo KDD ob izdajah obveznic, so podobno kot ob izdajah KZ stroški, povezani z izdajo, stroški, povezani z letnim nadomestilom ter stroški, povezani z izbrisom, pri čemer ker je zapadlost obveznic daljša od 1 leta, izdajatelj plačujejo letno nadomestilo glede na dejansko ročnost izdaje obveznic. Skladno z 11. in 15 členom veljavne tarife KDD (KDD Centralna klirinško depotna družba d. d., 2016) izdajatelj plačajo naslednje stroške KDD, povezane z izdajo obveznic:

- fiksno nadomestilo v zvezi z izdajo: 510,04 evra + DDV,
- fiksno nadomestilo v zvezi z izbrisom (plača se ob zapadlosti): 303,34 evra + DDV,
- variabilno letno nadomestilo, ki se odmeri kot količnik med odstotkom od skupne nominalne vrednosti izdaje obveznic (po lestvici iz Tabele 12) ter predvidenim številom let omogočanja vpisov glede teh VP (predvidenim številom let do zapadlosti obveznic).

Tabela 12: Letno nadomestilo KDD za obveznice (cene brez DDV)

Skupna nominalna vrednost izdaje	% od skupne nominalne vrednosti
Od vključno 4.170.000,00 EUR	0,2753 %, minimalno 618,00 EUR
Od vključno 4.170.001,00 EUR do vključno 20.860.000,00 EUR	0,1804 %, minimalno 11.488,33 EUR
Od vključno 20.860.001,00 EUR do vključno 41.725.000,00 EUR	0,1139 %, minimalno 37.635,54 EUR
Od vključno 41.725.001,00 EUR do vključno 208.645.000,00 EUR	0,0475 %, minimalno 47.537,94 EUR
Nad 208.645.001,00 EUR	0,0237 %, minimalno 99.126,62 EUR in maksimalno 158.459,83 EUR

Vir: KDD Centralna klirinško depotna družba d. d., Tarifa KDD, 2016, str. 14 in 15.

V nadaljevanju bomo za lažjo predstavo ponazorili primer izračuna variabilnega stroška letnega nadomestila KDD. Izdajatelj »A« namerava izdati 5-letne obveznice v skupni nominalni vrednosti 100 milijonov evrov. Nadomestilo bi znašalo $0,0475 \% \times 100.000.000$ evrov = 47.500,00 evrov, vendar ker je ta znesek manjši od minimalnega, bo nadomestilo enako predvidenemu minimalnemu znesku po tarifi KDD, in sicer 47.537,94 evra. To nadomestilo se nato deli s predvidenim številom let do zapadlosti obveznic (5), da se dobi letni znesek nadomestila ($47.537,94$ evra $\div 5 = 9.507,59$ evra). Izračunan letni znesek nadomestila se nato

deli še z 12 meseci in se na tak način izračuna znesek mesečnega nadomestila, za katerega prejme izdajatelj mesečne račune.

Strošek za letno nadomestilo KDD je torej odvisen od skupne nominalne vrednosti izdaje obveznic in njihove ročnosti.

4.6.1.4 Stroški izdajateljev v povezavi s KDD pri izdajah obveznic ali komercialnih zapisov preko plavajočega računa pri KDD

Izdaje KZ iz leta 2013 (Predstavitveni dokument za prodajo komercialnih zapisov MEL06 – Poslovni sistem Mercator d. d. – januar 2013, 2013; Predstavitveni dokument za prodajo komercialnih zapisov GRV01 – Gorenje gospodinjski aparati d. d. – april 2013, 2013) so pri njihovi prodaji vlagateljem pokazale, da je dobrodošla določena mera fleksibilnosti s strani izdajateljev, v kolikor morda določenemu investitorju bolj odgovarja nakup KZ v nekem daljšem časovnem roku od roka, ki je uradno predviden za vplačilo KZ.

Ponazorimo to s primerom: institucionalnemu investitorju se 14 dni po roku, ki je predviden za vplačilo KZ, sprosti večja naložba, iz katere bo prejel kupnino. To bi lahko takrat reinvestiral v nakup KZ, pred tem pa žal ne more, saj ne razpolaga z zadostnimi finančnimi viri. V kolikor izdajatelju še vedno odgovarja, da investitor vplača KZ v določenem roku po datumu izdaje KZ, to predvidi v izdaji z uporabo mehanizma plavajočega računa pri KDD.

Omenjene lastnosti je omogočal plavajoči račun KDD, ki je v Pravilih poslovanja KDD (KDD Centralna klirinško depotna družba d. d., 2015) definiran kot račun, ki se uporablja za evidentiranje števila VP, ki so predmet zaporedne izdaje, izbrisa ali zamenjave.

Recimo, da je izdajatelj na primer nameraval izdati 25 milijonov evrov 9-mesečnih KZ. Do dneva izdaje jih je uspel prodati 21 milijonov evrov. Preostanek neprodanih KZ pa je ostal na plavajočem računu in jih je izdajatelj lahko na primer prodajal vlagateljem še v roku 150 dni od dneva začetka obrestovanja KZ (torej od dneva izdaje), pri čemer je ob dejanski prodaji ustrezno prilagajal prodajno ceno KZ glede na potek obrestovanega obdobja in tržne razmere.

Izdaja KZ z vključenim instrumentom plavajočega računa je bila v letu 2013 za izdajatelje zelo dobrodošla in uporabna funkcionalnost ter je bila deležna tudi določenega cenovnega stimuliranja v smislu komercialnih popustov s strani KDD. Žal izvedbe izdaj KZ ali obveznic po letu 2013 niso več vsebovale klavzul, povezanih z uporabo plavajočih računov, kar je verjetno povezano s stroški, ki so s tem povezani z vidika KDD (slednji niso ravno zanemarljivi) in so definirani natančneje v 12a. členu veljavne Tarife KDD (KDD Centralna klirinško depotna družba d. d., 2016).

4.6.2 Stroški povezani z uvrstitvijo vrednostnih papirjev na organizirano trgovanje na LJSE

4.6.2.1 Uvrščanje vrednostnih papirjev na LJSE

Kot smo že podrobneje obravnavali, imajo domači institucionalni vlagatelji precej naložbenih omejitev, ki jim prepovedujejo kupovanje VP, ki niso uvrščeni na organiziran trg VP. Zato da domači izdajatelji ne izgubijo nabora izjemno pomembnega dela potencialnih vlagateljev, se ob prodaji KZ ali obveznic zavežejo, da jih bodo uvrstili na organizirano trgovanje na LJSE.

Kotacija na LJSE je povezana z določenimi enkratnimi in letnimi nadomestili, ki jih izdajatelj plačuje LJSE, zato da so njegovi VP uvrščeni v organizirano trgovanje na LJSE. Ti stroški se razlikujejo za KZ in obveznice ter jih predstavljamo v Tabeli 13.

Stroški nadomestil LJSE v povezavi s kotacijo KZ ali obveznic se razlikujejo predvsem v strošku pristojbine za uvrstitev v trgovanje, kjer ta znaša za KZ 1.000,00 evrov, za obveznice pa 1.600,00 evrov. Pomembna razlika pa je tudi v strošku letne pristojbine za vzdrževanje kotacije, saj slednja ne obstaja pri KZ (0,00 evrov), medtem ko znaša ta pri obveznicah 2.000,00 evrov letno.

Tabela 13: Nadomestila LJSE v povezavi s kotacijo KZ ali obveznic na organiziran trg LJSE

Naziv nadomestila LJSE	Nadomestila za KZ v EUR (brez DDV)	Nadomestila za obveznice v EUR (brez DDV)
Pristojbina za uvrstitev VP v trgovanje na borznem trgu	1.000,00	1.600,00
Letna pristojbina za vzdrževanje kotacije	0,00	2.000,00
Nadomestilo za odločanje o uvrstitvi VP v trgovanje na borznem trgu	400,00	400,00
Ob zapadlosti obveznic (umik obveznic iz kotacije) znaša nadomestilo za odločanje	0,00	0,00

Vir: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana, Cenik za storitve Ljubljanske borze, d. d., Ljubljana, 2015a.

Podjetje, ki torej na primer izda 9-mesečne KZ, bo v povezavi z njihovo uvrstitvijo v trgovanje na LJSE (in kasnejši umik ob njihovi zapadlosti) nosilo stroške 1.400,00 evrov. Podjetje, ki pa bi na primer izdalo 3-letne obveznice, bi nosilo v treh letih skupni strošek LJSE 8.000,00 evrov (glej enačbo (3)).

$$8.000 \text{ EUR} = 1.600 \text{ EUR} + 400 \text{ EUR} + 3 \times 2.000 \text{ EUR} \quad (3)$$

4.6.2.2 Stroški razkrivanja podatkov preko javnih objav

To niso edini stroški, ki so povezani z uvrstitvijo KZ ali obveznic v organizirano trgovanje na LJSE. Kot smo že omenili v tem delu, ZTFI v 99. členu definira javno družbo kot vsakega

izdajatelja, čigar VP so uvrščeni v trgovanje na organiziranem trgu. Torej v kolikor so VP določenega izdajatelja uvrščeni v trgovanje na LJSE, ta pridobi zaradi tega status javne družbe (tudi če je njegova pravnoformalna oblika družba z omejeno odgovornostjo) v smislu obveznosti za razkrivanje nadzorovanih informacij, saj to zagotavlja imetnikom transparentnost pri dostopu do informacij, ki zadevajo poslovanje izdajatelja in ki bi lahko pomembno vplivale na cene njegovih finančnih instrumentov, ki so uvrščeni na organiziran trg LJSE.

Za javne delniške družbe, katerih delnice so že uvrščene v organizirano trgovanje na LJSE, dodatna uvrstitev KZ ali obveznic na LJSE zanje ne predstavlja dodatnih stroškov v povezavi s poročanjem in javnih objav, saj morajo že sedaj uporabljati in pripravljati javne objave skladno z veljavno zakonodajo zaradi kotacije njihovih delnic na LJSE. Za izdajatelje, ki niso javne družbe, pa zaveza predstavlja po razkrivanju informacij dodatno zakonsko obvezo, ki je neposredno povezana s stroški javnih objav informacij ter posredno s stroški priprave javnih objav s strani zaposlenih pri izdajatelju ter tudi dolžnost in skrb za izvajanje javnih objav skladno z zakonom.

ZTFI namreč predpisuje, katere javne objave je izdajatelj kot javna družba dolžan nujno opraviti. Slednje sicer lahko naredi z uporabo objav v tiskanih medijih ali z uporabo posebnih elektronskih sistemov poročanja, kot jih ponuja LJSE. To sta tako imenovana SEOnet ter INFO HRAMBA, kjer LJSE za njuno uporabo ponuja uporabnikom dvoje možnosti (Ljubljanska borz d. d., 2015):

- mesečni najem paketa SEOnet in INFO HRAMBA za 260,00 evrov/mesec + DDV (dostop za 2 uporabnika) ali
- enkratne objave, kjer vsaka enkratna javna objava na SEOnet in INFO HRAMBI stane 260,00 evrov/objavo + DDV.

Domača podjetja, ki izdajajo KZ ali obveznice in jih uvrstijo v organizirano trgovanje na LJSE, navadno izberejo sistem enkratnih objav, saj v praksi opravijo manj kot 12 objav letno in je zato to cenejša rešitev za izdajatelje. Tudi dejstvo, da podjetje postane javna družba v smislu zavez za poročanje, v praksi ne predstavlja takšnega bremena, saj to v idealnem primeru pomeni zgolj objavo letnega poročila (sicer z določenimi nujnimi vsebovanimi podatki) in obvestil o posamezni izdaji KZ ali obveznic ter obvestil o njihovi uvrstitvi v borzno kotacijo. Primera takih podjetij, ki sta postali javni družbi v smislu razkrivanja nadzorovanih informacij, potem ko sta izdala KZ, sta Gen-i d. o. o. ter SGP Pomgrad d. d. Seveda pa je zaveza izdajatelja razkrivanje vseh nadzorovanih informacij skladno z veljavno zakonodajo, in to lahko tudi presega objave, ki smo jih navedli.

4.6.3 Stroški borznega člana (borzoposredniške družbe ali banke)

Izdaje podjetniških KZ ali obveznic izdajatelji opravijo preko izbranega borznega člana (izvedba izdaje KZ ali obveznic je lahko s strani izdajateljev zaupana tudi istočasno več borznim članom, ki si porazdelijo nato vloge in izvedbo izdaje VP. Tak primer je bila izdaja 5-letnih obveznic

podjetja Gorenje d. d., ki je bila zaupana kar trem borznim članom), ki je lahko borznoposredniška hiša ali banka in ki jim ponudi vpisno mesto za sprejem zavezujočih ponudb s strani vlagateljev. Z njimi podpišejo ustrezno pogodbo, ki običajno zajema opravljanje naslednjih storitev s strani borznega člana:

- testiranje trga za pridobitev indikativne obrestne mere za VP ter svetovanje izdajatelju v povezavi z izdajo obveznic ali KZ;
- svetovanje v povezavi z oblikovanjem obrestne mere in načina izdajanje oziroma prodaje VP;
- priprava predstavitvenega dokumenta, na podlagi katerega bo potekala prva podaja;
- priprava prodajne dokumentacije (teaserja);
- priprava seznama potencialnih domačih in tujih vlagateljev;
- organizacija razpošiljanja vseh marketinških materialov potencialnim vlagateljem ter aktivno komuniciranje z vlagatelji;
- svetovanje pri organizaciji predstavitvenih konferenc za potencialne vlagatelje v Sloveniji in eventualno v tujini;
- sodelovanje na predstavitvenih konferencah;
- izvajanje individualnih prodajnih razgovorov s potencialnimi vlagatelji;
- trženje izdaje obveznic ali KZ med domačimi in tujimi potencialnimi vlagatelji;
- nudenje vpisnega mesta ter vodenje knjige naročil;
- urejanje pravnih postopkov s KDD ter izdajo VP v KDD;
- priprava ustreznega prospekta za uvrstitev VP v trgovanje na organiziran trg VP LJSE;
- sodelovanje pri uvrstitvi VP na organizirani trg LJSE.

Borzni člani za svoje delo prejmejo določeno provizijo, ki je navadno določena v odstotku od prodane (in vplačane) nominalne vrednosti izdanih KZ ali obveznic. Ti odstotki so strogo varovana poslovna skrivnost borznih članov. Načeloma pa velja, da težja kot je izvedba prodaje in pridobitve vlagateljev, torej več truda kot mora borzni član vložiti, da pridobi čim več vlagateljev in s tem izvede uspešno izdajo VP, tem večji je naveden odstotek.

Na primer, za izdaje KZ, ki ne bodo uvrščene v organizirano trgovanje na LJSE, in bodo ponujene le ozkemu krogu vlagateljev, je dela s strani borznih članov občutno manj, res pa je tudi, da so nominalne vrednosti takšnih izdaj običajno manjše (do 1,5 milijona evrov). V teh primerih se provizije borznih članov gibljejo okrog 5.000 evrov. V kolikor izdajatelj načrtuje uvrstitev izdaje na organiziran trg LJSE, to pomeni bistveno več dela na strani borznega člana že s pripravljanjem predstavitvenega dokumenta, nagovarjanjem vlagateljev ipd. Prav tako je težje najti vlagatelja za na primer nakup 5-letnih obveznic kot za nakup 6-mesečnih KZ. Izdaje, ki vsebujejo zaveze za kasnejšo uvrstitev v kotacijo na organiziran trg LJSE, so navadno velikosti najmanj 4 milijone evrov pa vse tja do 60 milijonov ali celo 110 milijonov evrov. Provizije borznih članov so seveda odvisne od tega, kdo je izdajatelj (npr. finančna trdnost in velikost ipd.), iz kakšne panoge prihaja, njegovo lastništvo ipd., saj vsi ti dejavniki vplivajo na zahtevnost izvedbe uspešne prodaje KZ ali obveznic. Na splošno lahko rečemo, da se provizije za finančno najboljše izdajatelje gibljejo okrog 0,1 % od nominalne vrednosti izdaje, medtem ko se za

izdajatelj z manj trdnimi finančnimi poslovnimi rezultati provizije lahko gibljejo tudi od 0,5 do 1 % nominalne vrednosti izdaje.

4.6.4 Stroški predstavitev oz. trženja izdaje

Stroški predstavitve oz. trženja izdaje KZ ali obveznic se lahko zelo razlikujejo med seboj. Lahko so zelo zanemarljivo majhni pri izdajah, ki ne predvidevajo uvrstitev VP v organizirano trgovanje na LJSE ali pa lahko dosežejo tudi okrog 10.000 evrov pri izdajah, ki predvidevajo uvrstitev izdanih VP na organizirano trgovanje na LJSE. V tem primeru je namreč baza potencialnih vlagateljev bistveno širša in zato izdajatelj skupaj z borznim članom, ki skrbi za izvedbo izdaje, opravi posebno predstavitveno konferenco izdaje za vlagatelje (morda celo več konferenc, v kolikor se cilja na širše regionalne vlagatelje) ter potem še po potrebi individualne predstavitve. Ti stroški so navadno povezani z najemom prostorov za predstavitev, s stroški, povezanimi s pogostitvijo povabljenih na predstavitvi, stroški vabil, nastanitev, potni stroški ipd.).

4.6.5 Stroški ATVP v povezavi z odobritvijo prospekta

Kot smo že omenili, se pri izvedbi prve prodaje KZ ne uporabljajo določbe drugega poglavja ZTFI, ki govori o objavi prospekta za prodajo VP javnosti, prav tako pa se določbe tega poglavja ne uporabljajo niti za uvrstitev VP v trgovanje na organiziran trg (LJSE). To pomeni, da izdajatelji ne potrebujejo potrditve predstavitvenega dokumenta za prvo prodajo KZ s strani ATVP, in sicer tako za izvedbo prve prodaje kot tudi za izvedbo uvrščanja izdanih KZ na organiziran trg LJSE, kar pomeni, da v povezavi s tem ne nosijo nikakršnih stroškov.

Obveznice pa imajo žal zapadlost daljšo od 12 mesecev in zato zapadejo pod obveze iz drugega poglavja ZTFI, vendar kot smo že omenili, se izdajatelji pri prvi prodaji obveznic sklicujejo na več izjem ZTFI hkrati in se tako izognejo izdelavi prospekta za prvo prodajo obveznic (ta poteka na podlagi posebej pripravljenega predstavitvenega dokumenta za prvo prodajo). Z vidika ATVP pa obstaja pomembna razlika med stroški KZ in stroški obveznic, ki jih plača izdajatelj ATVP za uvrstitev VP v trgovanje na organiziran trg LJSE. V primeru obveznic je namreč izdajatelj dolžan izdelati poseben prospekt za uvrstitev izdanih obveznic v trgovanje na organiziranem trgu LJSE ter pred pričetkom postopkov pri LJSE pridobiti predhodno potrditev izdelanega prospekta s strani ATVP (drugi odstavek 36. člena ter prvi odstavek 37. člena ZTFI). Fiksni strošek potrditve prospekta za uvrstitev izdanih obveznic v trgovanje na organiziranem trgu LJSE pa znaša 5.000 evrov (3. člen ter prvi odstavek tarifne številke 3 Tarife o taksah in nadomestilih (ATVP, b.l.)).

Naj samo še dodamo, da v kolikor bi izdajatelji podjetniških obveznic te želeli nasloviti na izredno širok krog vlagateljev (torej ne bi uporabili izjem iz 49. člena ZTFI), bi morali že za prvo prodajo obveznic pripraviti prospekt za prodajo VP javnosti in v tem primeru bi nosili še stroške potrditve prospekta s strani ATVP za prodajo VP javnosti v višini 5.000 evrov (3. člen ter prvi odstavek tarifne številke 3 Tarife o taksah in nadomestilih (ATVP, b.l.)).

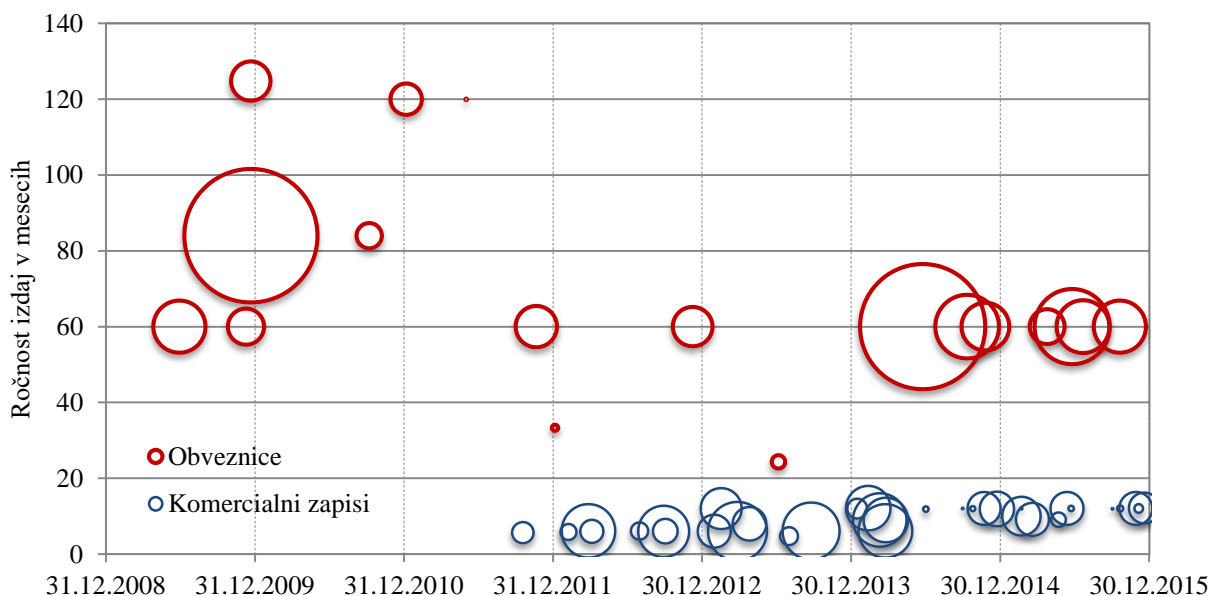
4.6.6 Morebitni stroški drugih zunanjih svetovalcev

Ker je navadno za izdajatelje izdaja KZ ali obveznic neko novo področje, ki je zelo zakonsko regulirano, in na katerem izdajatelji nimajo mnogo izkušenj, se lahko odločijo, da bodo poleg enega ali več borznih članov vseeno najeli tudi zunanjo pravno pisarno. Tako je na primer SIJ d. d. pri izdaji 5-letnih obveznic iz leta 2015 (oznaka SIJ3) angažiral kar dva borzna člana (NLB d. d. ter ALTA Invest d. d.) ter še dodatno zunanjo pravno pisarno (Odvetniki Dolžan, Vidmar in Zemljarič) (Prospekt za uvrstitev obveznic družbe SIJ – slovenska industrija jekla, d. d., Ljubljana z oznako SIJ3 v trgovanje na organiziranem trgu, 2015).

4.7 Analiza ročnosti dosedanjih izdaj

V nadaljevanju bomo analizirali ročnosti, ki so jih imele v obdobju 2009–2015 izdaje podjetniških KZ ali obveznic. V Sliki 25 prikazujemo vse izdaje podjetniških KZ ali obveznic, ki jih bomo proučevali v obdobju 2009–2015 glede na njihovo ročnost, pri čemer v omenjeni sliki prikazujemo tudi relativne velikosti posameznih izdaj. Iz navedene slike se opazi predvsem, da so se izdaje podjetniških obveznic z ročnostjo daljšo od 5 let pojavljale le do polletja 2011, medtem ko so bile po tem datumu značilne predvsem izdaje z ročnostjo 5 let ali manj. Prav tako se opazi prevladujoč položaj izdaj KZ v letih 2012 in 2013. V nadaljevanju bomo ročnosti izdaj analizirali ločeno za segment KZ in ločeno za segment obveznic.

Slika 25: Ponazoritev obsega izdaj podjetniških KZ in obveznic domačih izdajateljev v obdobju 2009–2015 po letih in ročnosti



Vir: Priloga 5; lastni izračuni.

4.7.1 Komerčni zapisi

V Sloveniji je bilo v obravnavanem obdobju skupaj 34 izdaj KZ, pri čemer je izrazit trend podaljševanja njihove ročnosti v obravnavanem obdobju (glej Sliko 26), kar je posledica predvsem vzpostavljenega zaupanja med izdajatelji in vlagatelji v nov finančni instrument, ki ga je ponujal domač kapitalni trg ter umiritev razmer v domačem bančnem sistemu in evropskih trgih.

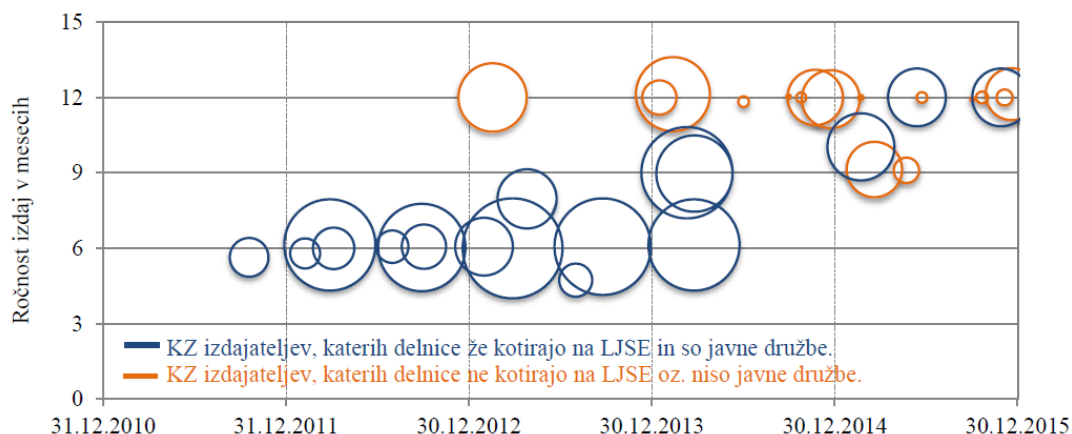
Od leta 2011 do vključno leta 2013 je bilo 13 izdaj KZ, od katerih jih je 11 (oziroma 85 % vseh izdaj) imelo ročnost do vključno 6 mesecev, medtem ko je od vključno leta 2014 do vključno leta 2015 bilo 21 izdaj, od katerih jih je imelo kar 20 (oziroma 95 % vseh izdaj) ročnost nad 6 mesecev. To dokazuje, da se je ročnost KZ z leti in z vzpostavljanjem zaupanja med izdajatelji in vlagatelji podaljševala. Skupno je tako v obravnavanem obdobju 2009–2015 kar 16 izdaj KZ (oziroma 47 % vseh izdaj) imelo ročnost 12 mesecev, pri čemer ne gre prezreti niti dejstva, da so izdaje KZ z ročnostjo 6 mesecev ali manj predstavljale vrednostno kar 50 % (oziroma 331,3 milijona evrov) vseh izdaj KZ v obravnavanem obdobju. Podrobnejše podatke prikazujemo v Tabeli 14.

Tabela 14: Število in vrednost izdaj KZ po letih glede na njihovo ročnost

Ročnost	Število izdaj KZ po letih					Skupaj	Skupaj v %
	2011	2012	2013	2014	2015		
5 mesecev			1			1	3 %
6 mesecev	1	6	3	1		11	32 %
8 mesecev			1			1	3 %
9 mesecev				2	2	4	12 %
10 mesecev					1	1	3 %
12mesecev			1	7	8	16	47 %
Skupaj	1	6	6	10	11	34	100 %
Skupaj v %	3 %	18 %	18 %	29 %	32 %	100 %	
Ročnost	Vrednost izdaj KZ po letih v mio EUR					Skupaj v mio EUR	Skupaj v %
	2011	2012	2013	2014	2015		
5 mesecev			6,6			6,6	1 %
6 mesecev	9,0	129,7	136,0	50,0		324,7	49 %
8 mesecev			21,0			21,0	3 %
9 mesecev				85,0	24,6	109,6	16 %
10 mesecev					27,0	27,0	4 %
12mesecev			30,0	86,9	62,4	179,3	27 %
Skupaj v mio EUR	9,0	127,7	193,6	221,9	114,0	668	100 %
Skupaj v %	1 %	20 %	29 %	33 %	17 %	100 %	

Vir: Priloga 5; lastni izračuni.

Slika 26: Ponazoritev obsega izdaj podjetniških KZ domačih izdajateljev v obdobju 2009–2015 po letih in ročnosti



Vir: Priloga 5; lastni izračuni.

Pomembno dejstvo, ki smo ga prikazali na Sliki 26, je tudi, da se je vedno več domačih podjetij, katerih delnice ob izvedbi izdaje niso bile uvrščene na organiziran trg LJSE, pričelo zavedati potenciala pridobivanja virov financiranja preko domačega kapitalskega trga. Preboj na tem področju so pomenile izdaje KZ podjetja GEN-I d. o. o., ki je v obravnavanem obdobju skupaj izvedel kar 4 izdaje KZ v skupni vrednosti skoraj 95 milijonov evrov, k čemur je s pobudami izjemno prispeval njihov vodja zakladništva, gospod Gregor Lojk, ki je izredno dober poznavalec razmer na domačem kapitalskem trgu. Kot bomo videli kasneje, se je trend izdajanja VP s strani podjetij, katerih delnice niso uvrščene v organizirano trgovanje na LJSE, nadaljeval tudi v obliki izdaj obveznic s strani omenjenih podjetij.

4.7.2 Obveznice

V obravnavanem obdobju 2009–2015 je bilo skupaj 18 izdaj podjetniških obveznic v skupnem nominalnem znesku 1.116 milijonov evrov, od katerih predstavljata dve večji mednarodni izdaji kar 565 milijonov evrov (Telekom Slovenije d. d. (2009) in Petrol d. d. (2014)). Z vidika ročnosti prevladujejo izdaje 5-letnih obveznic (11 izdaj oziroma 61,1 % izdaj od skupno 18 izdaj), pri čemer te izdaje predstavljajo vrednostno kar 66,8 % nominalne vrednosti vseh izdanih podjetniških obveznic. Podrobnejše podatke prikazujemo v Tabeli 15.

Tabela 15: Število in vrednost izdaj podjetniških obveznic po letih glede na njihovo ročnost

Ročnost	Število izdaj obveznic po letih							Skupaj	
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Skupaj	v %
2 leti					1			1	5,6 %
3 leta				1				1	5,6 %
5 let	2		1	1		3	4	11	61,1 %

se nadaljuje

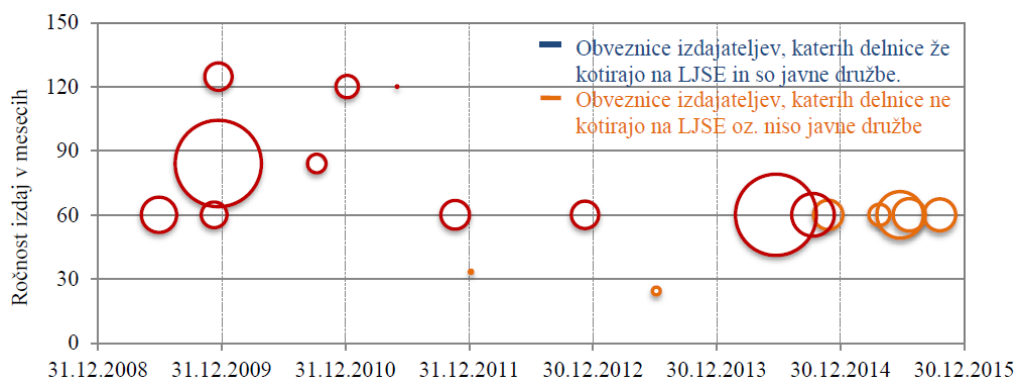
nadaljevanje

Ročnost	Število izdaj obveznic po letih							Skupaj	
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Skupaj	v %
7 let	1	1						2	11,1 %
10 let	1		2					3	16,6 %
Skupaj	4	1	3	2	1	3	4	18	100 %
Skupaj v %	22,2 %	5,5 %	16,7 %	11,1 %	5,6 %	16,7 %	22,2 %	100 %	

Ročnost	Vrednost izdaj obveznic po letih v mio EUR							Skupaj v	
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	mio EUR	Skupaj v %
2 leti					5,0			5,0	0,4 %
3 leta				1,7				1,7	0,2 %
5 let	76,1		33,0	30,2		380,9	225,2	745,4	66,8 %
7 let	300,0	13,8						313,8	28,1 %
10 let	30,0		20,1					50,1	4,5 %
Skupaj v mio EUR	406,1	13,8	53,1	31,9	5,0	380,9	225,2	1.116,0	100 %
Skupaj v %	36,4 %	1,2 %	4,8 %	2,9 %	0,4 %	34,1 %	20,2 %	100 %	

Vir: Priloga 5; lastni izračuni.

Slika 27: Ponazoritev obsega izdaj podjetniških obveznic domačih izdajateljev v obdobju 2009–2015 po letih in ročnosti



Vir: Priloga 5; lastni izračuni.

Kot je razvidno iz Slike 27, je bilo izdajanje podjetniških obveznic v Sloveniji intenzivno v letih 2009 in 2010 ter nato še leta 2014 in 2015, pri čemer obstajajo med tema dvema obdobjema pomembne razlike. V letih 2009 in 2010 so se že kazali znaki likvidnostnega krča v domačem bančnem sistemu, zato so najboljša podjetja iskala alternativne vire financiranja tudi na kapitalskih trgih. Razvoj izdajanja podjetniških obveznic je šel v pravo smer in prevladovala so izdaje z ročnostjo 5 in več let. Preobrat v tem trendu se je zgodil, ko je leta 2009 Sava d. d. izdala petletne obveznice (skupna nominalna vrednost 26 milijonov evrov), v začetku leta 2011 pa še DZS d. d. (desetletne obveznice v skupnem nominalnem znesku 20 milijonov evrov). Obe podjetji sta v kasnejših letih žal zašli v finančne težave in s tem je bila za nekaj let zapečaten

usoda izdajanja podjetniških obveznic na domačem trgu. Institucionalni vlagatelji so namreč postali mnogo previdnejši (saj so bili precej negotovi z usodo obveznic Save d. d. in DZS d. d.), izdaje pa veliko redkejše. Obveznice, ki so bile izdane po letu 2011 so imele vse ročnosti 5 let ali manj.

Potem ko se je v letih 2012 in 2013 preko uspešnih izdaj (in vračil) KZ ponovno vzpostavilo zaupanje med izdajatelji in vlagatelji, so se kot nadgradnja KZ in izjemno ugodnih tržnih razmer (rekordno nizke zahtevane donosnosti na domače državne VP ter izjemno nizke obrestne mere na bančne vloge) ponovno pojavile izdaje podjetniških obveznic. Leta 2014 in leta 2015 so tako domača podjetja izvedla skupno 7 izdaj obveznic v skupni nominalni vrednosti 606 milijonov evrov, kar predstavlja 54 % nominalne vrednosti vseh izdanih obveznic v obravnavanem obdobju 2009–2015 (podrobnejši podatki so prikazani v Tabeli 15).

Podobno kot pri KZ je pozitivno tudi dejstvo, da so se pridobivanja virov financiranja preko kapitalskega trga pričela posluževati tudi podjetja, katerih delnice ob izdaji niso bile uvrščene na organiziran trg LJSE. Nekatere od teh so se vlagateljem najprej predstavile z uspešnimi izdajami 12 mesečnih KZ (SIJ d. d. ter Impol 2000 d. d.) in jih nato nadgradile z izdajami 5-letnih obveznic. Z vidika ročnosti je tako zanimivo, da je imelo vseh 7 izdaj podjetniških obveznic iz let 2014 in 2015 5-letne ročnosti. Še bolj zanimivo pa je dejstvo, da so bile vse podjetniške izdaje iz leta 2015 opravljene s strani podjetij, katerih delnice niso kotirale na organiziranem trgu LJSE. To po drugi strani daje tudi slutiti, da so banke (ki imajo presežne likvidnosti v 2015) morda pričele ponovno bolje opravljati funkcijo posojanja finančnih virov predvsem najboljšim podjetjem pod cenejšimi pogoji, kot je za podjetja izdaja dolžniških VP.

4.8 Analiza obrestnih mer dosedanjih izdaj

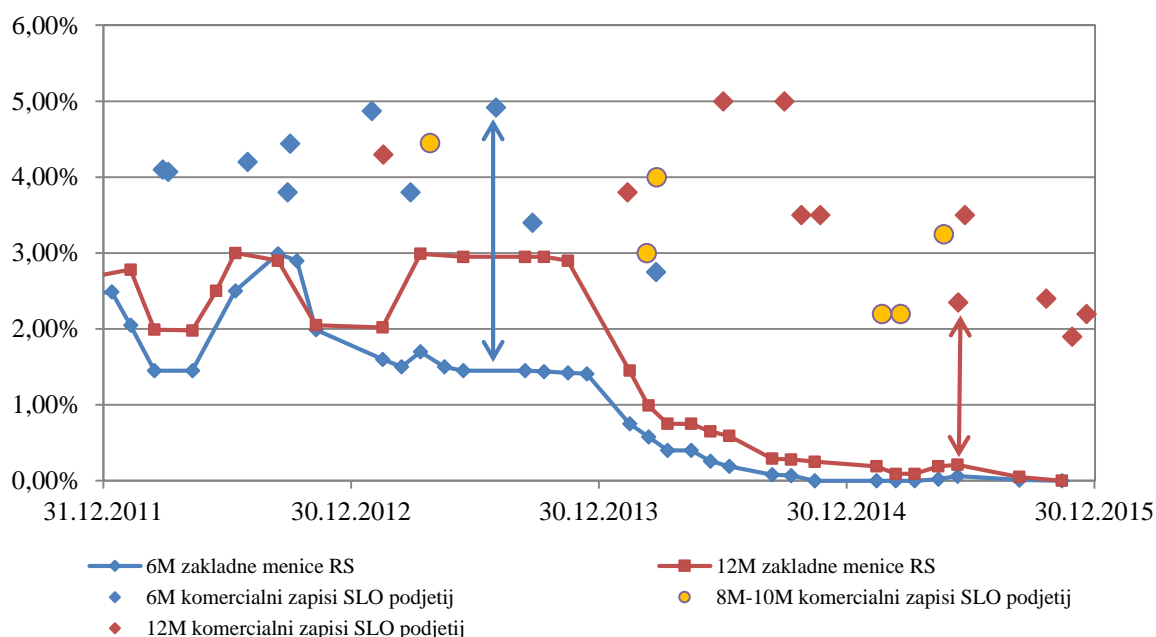
Analizo obrestnih mer in posledično donosnosti dosedanjih izdaj bomo opravili ločeno za KZ in ločeno za obveznice. Donosnosti podjetniških VP bomo primerjali z donosnostmi državnih dolžniških VP, saj kot smo pokazali v uvodnih poglavjih, slednji predstavljajo referenčno obrestno mero, ki jo zahtevajo vlagatelji za netvegane državne VP.

V primeru KZ bomo zaradi njihove kratkoročnosti te primerjali s 6- in 12-mesečnimi zakladnimi menicami Republike Slovenije, saj je njihova kratkoročna likvidnost zelo dobra in zato temu primerno odražajo zahtevane donosnosti na kratkoročne državne VP. V primeru obveznic pa bomo donosnosti podjetniških obveznic ob izdaji primerjali z donosnostmi do dospelja državnih obveznic Republike Slovenije, ki so imele v času izdaje podjetniških obveznic čim bolj primerljivo ročnost. Na primer, v kolikor bomo analizirali izdajo 5-letnih podjetniških obveznic, bomo njihovo kuponsko obrestno mero primerjali z donosnostjo do dospelja državnih obveznic, ki so imele takrat približno še 5 let do dospelja. Pri analiziranju bomo spremljali gibanje obrestnih mer podjetniških KZ in obveznic ter tudi gibanje donosnosti teh glede na donosnosti državnih VP primerljivih ročnosti.

4.8.1 Podjetniški komercialni zapisi vs. zakladne menice Republike Slovenije

V Sliki 28 prikazujemo obrestne mere izdanih KZ v Sloveniji, za katere so bili javno razpoložljivi podatki o njihovi obrestni meri. Razdelili smo jih v tri skupine, in sicer v KZ, katerih ročnost je bila 6 mesecev¹³, KZ z ročnostjo med 8 in 10 mesecev ter KZ z ročnostjo 12 mesecev. Prav tako smo v isti sliki ponazorili še gibanje donosnosti 6- in 12-mesečnih zakladnih menic Republike Slovenije, ki kažejo zahtevane donosnosti na netvegane državne VP. Vlagatelji namreč želijo nek kreditni pribitek donosnosti podjetniških KZ nad donosnostjo netveganih državnih VP primerljive ročnosti.

Slika 28: Letne obrestne mere za KZ domačih podjetij različnih ročnosti ter gibanje donosnosti 6- in 12-mesečnih zakladnih menic Republike Slovenije



Vir: Banka Slovenije, Bilten Banke Slovenije, marec 2012, 2012a, str. 37; Banka Slovenije, Bilten Banke Slovenije, september 2012, 2012b, str. 37; Banka Slovenije, Bilten Banke Slovenije, februar 2013, 2013a, str. 38; Banka Slovenije, Bilten Banke Slovenije, september 2013, 2013b, str. 38; Banka Slovenije, Bilten Banke Slovenije, julij – avgust 2014, 2014a, str. 38; Banka Slovenije, Bilten Banke Slovenije, marec 2014, 2014b, str. 38; Banka Slovenije, Bilten Banke Slovenije, januar 2015, 2015a, str. 38; Banka Slovenije, Bilten Banke Slovenije, julij – avgust 2015, 2015b, str. 38; Banka Slovenije, Bilten Banke Slovenije, december 2015, 2015c, str. 38; lastni izračuni; S. Mastnak, Alternativni viri financiranja podjetij, 2015; Priloga 5.

Grafično je kreditni pribitek prikazan na Sliki 28 s ponazoritvijo dveh puščic, ki prikazujeta dodatno donosnost domačih podjetniških KZ nad donosnostjo domačih državnih zakladnih menic primerljivih ročnosti. Višina kreditnega pribitka pa je seveda odvisna od kakovosti izdajatelja, torej od tveganja, ki je povezano s posameznim izdajateljem. Vlagatelji so namreč za finančno močnejše in boljše izdajatelje zahtevali manjše kreditne pribitke kot za finančno slabše

¹³ V skupino KZ z ročnostjo 6 mesecev smo umestili tudi en KZ, katerega ročnost je bila 5 mesecev.

izdajatelje. Kljub temu je iz Slike 28 razviden trend upadanja zahtevanih donosnosti na državne VP, ki se odrazi tudi v upadanju obrestnih mer KZ.

Tabela 16: Kreditni pribitki podjetniških KZ izdanih v obdobju 2009–2015 nad donosnostmi primerljivih zakladnih menic Republike Slovenije

Izdajatelj	Datum izdaje	Ročnost KZ		Datum izdaje 6M zakl. menice	Obr. mera 6M zakl. menice	Datum izdaje 12M zakl. menice	Obr. mera 12M zakl. menice	Kreditni pribitek - 6M [bps]	Kreditni pribitek - 12M [bps]	Povprečje 6M in 12M kred. prib. po izdajatelju [bps]
		KZ v mescih	Obr. mera KZ							
1	2	3	4	5	6	7	8	9=4-6	10=4-8	11
GORENJE, d. d.	25.4.2013	8	4,45 %	11.4.2013	1,70 %	11.4.2013	2,99%	275	146	248
GORENJE, d. d.	25.3.2014	9	4,00 %	13.3.2014	0,58 %	13.3.2014	0,99%	342	301	
GORENJE, d. d.	20.2.2015	10	2,20 %	12.2.2015	0,00 %	12.2.2015	0,19%	220	201	
MERCATOR, d. d.	4.4.2012	6	4,07 %	15.3.2012	1,45 %			262		231
MERCATOR, d. d.	30.7.2012	6	4,20 %	12.7.2012	2,50 %			170		
MERCATOR, d. d.	1.10.2012	6	4,44 %	13.9.2012	2,99 %			145		
MERCATOR, d. d.	29.1.2013	6	4,87 %	8.11.2012	1,99 %			288		
MERCATOR, d. d.	31.7.2013	5	4,92 %	13.6.2013	1,45 %			347		
MERCATOR, d. d.	12.6.2015	12	2,35 %			11.6.2015	0,21 %		214	
MERCATOR, d. d.	27.11.2015	12	1,90 %			12.11.2015	0,00 %		190	
MLINOTEST d. d.	24.10.2014	12	3,50 %			9.10.2014	0,28 %		322	279
MLINOTEST d. d.	20.10.2015	12	2,40 %			10.9.2015	0,05 %		235	
PETROL d. d., Ljubljana	27.3.2012	6	4,10 %	15.3.2012	1,45 %			265		198
PETROL d. d., Ljubljana	27.9.2012	6	3,80 %	13.9.2012	2,99 %			81		
PETROL d. d., Ljubljana	27.3.2013	6	3,80 %	14.3.2013	1,50 %			230		
PETROL d. d., Ljubljana	23.9.2013	6	3,40 %	12.9.2013	1,45 %			195		
PETROL d. d., Ljubljana	24.3.2014	6	2,75 %	13.3.2014	0,58 %			217		
TELEKOM SLOVENIJE, d. d.	10.3.2014	9	3,00 %	13.2.2014	0,75 %	13.2.2014	1,45 %	225	155	190
Izdajatelji katerih delnice ne kotirajo na LJSE oz. niso javne družbe:										
GEN-I, d. o. o.	15.2.2013	12	4,30 %			14.2.2013	2,02 %		228	232
GEN-I, d. o. o.	10.2.2014	12	3,80 %			13.2.2014	1,45 %		235	
IMPOL 2000 d. d.	21.11.2014	12	3,50 %			13.11.2014	0,25 %		325	325

se nadaljuje

nadaljevanje

Izdajatelj	Datum izdaje KZ	Ročnost KZ v mesih	Obr. mera KZ	Datum izdaje 6M zakl. menice		Datum izdaje 12M zakl. menice		Kreditni pribitek - 6M [bps]	Kreditni pribitek - 12M [bps]	Povprečje 6M in 12M kred. prib. po izdajatelju [bps]
				6M zakl. menice	Obr. mera 6M zakl. menice	12M zakl. menice	Obr. mera 12M zakl. menice			
1	2	3	4	5	6	7	8	9=4-6	10=4-8	11
INCOM d. o. o.	1.7.2014	12	5,00 %			12.6.2014	0,65 %		435	382
INCOM d. o. o.	22.6.2015	12	3,50 %			11.6.2015	0,21 %		329	
SGP POMGRAD d. d.	22.5.2015	9	3,25 %	14.5.2015	0,02 %	14.5.2015	0,19 %		306	315
SIJ d. d.	19.3.2015	9	2,20 %	12.3.2015	0,00 %	12.3.2015	0,09 %	323	211	217
SIJ d. d.	18.12.2015	12	2,20 %			12.11.2015	0,00 %	220	220	
VALIANT d. o. o.	29.9.2014	12	5,00 %			11.9.2014	0,29 %		471	471

Legenda: datum izdaje 6M zakl. menice pomeni datum, ko je bila izdana 6-mesečna zakladna menica Republike Slovenije, in sicer zadnja znana izdaja pred izvedo izdaje KZ; datum izdaje 12M zakl. menice pomeni datum, ko je bila izdana 12-mesečna zakladna menica Republike Slovenije, in sicer zadnja znana izdaja pred izvedo izdaje KZ; Kreditni pribitek - 6M [bps] pomeni kreditni pribitek merjen v bps, in sicer kreditni pribitek podjetniških KZ nad donosnostjo 6-mesečnih državnih zakladnih menic; Kreditni pribitek - 12M [bps] pomeni kreditni pribitek merjen v bps, in sicer kreditni pribitek podjetniških KZ nad donosnostjo 12-mesečnih državnih zakladnih menic.

Vir: Banka Slovenije, Bilten Banke Slovenije, marec 2012, 2012a, str. 37; Banka Slovenije, Bilten Banke Slovenije, september 2012, 2012b, str. 37; Banka Slovenije, Bilten Banke Slovenije, februar 2013, 2013a, str. 38; Banka Slovenije, Bilten Banke Slovenije, september 2013, 2013b, str. 38; Banka Slovenije, Bilten Banke Slovenije, julij – avgust 2014, 2014a, str. 38; Banka Slovenije, Bilten Banke Slovenije, marec 2014, 2014b, str. 38; Banka Slovenije, Bilten Banke Slovenije, januar 2015, 2015a, str. 38; Banka Slovenije, Bilten Banke Slovenije, julij – avgust 2015, 2015b, str. 38; Banka Slovenije, Bilten Banke Slovenije, december 2015, 2015c, str. 38; lastni izračuni; S. Mastnak, Alternativni viri financiranja podjetij, 2015; Priloga 5.

V Tabeli 16 prikazujemo natančnejšo analizo kreditnih pribitkov podjetniških KZ (za katere je bila poznana obrestna mera) nad državnimi zakladnimi menicami primerljivih ročnosti. Ugotovimo lahko, da so znašali kreditni pribitki KZ podjetij, katerih delnice kotirajo na LJSE (torej podjetij, ki so jih vlagatelji poznali že iz LJSE), med 81 in 347 bps nad donosnostjo državnih zakladnih menic s primerljivimi ročnostmi. Navedeni kreditni pribitki so bili pri podjetjih, katerih delnice niso uvrščene na organiziran trg LJSE, nekoliko višji in so znašali med 211 in 471 bps, pri čemer so veliki razponi predvsem posledica velikih razlik med velikostjo izdajateljev. Povprečni kreditni pribitek KZ podjetij (katerih delnice kotirajo na LJSE) nad donosnostjo državnih zakladnih menic primerljive ročnosti znaša v obravnavanem obdobju 228 bps. Povprečni kreditni pribitek za podjetja, katerih delnice ne kotirajo na LJSE oz. niso javne družbe, pa je znašal v obravnavanem obdobju 300 bps, kar kaže na to, da izdajatelji, katerih delnice kotirajo na LJSE, plačujejo na izdane KZ v povprečju nižje kreditne pribitke nad donosnostjo državnih zakladnih menic primerljive ročnosti. V vsakem primeru pa višina obravnavanih kreditnih pribitkov kaže na nagrado, ki jo prejmejo vlagatelji s tem, ko se izpostavijo dodatnemu tveganju in namesto netveganih državnih VP kupijo podjetniške KZ. V

obdobju ničelnih obrestnih mer tako podjetniški KZ ponujajo vlagateljem donosno naložbeno alternativo, ki pa je seveda povezana s prevzemom dodatnega tveganja.

4.8.2 Donosnost domačih podjetniških obveznic

Donosnost domačih podjetniških obveznic bomo v obravnavanem obdobju primerjali z donosnostjo državnih obveznic Slovenije primerljive ročnosti. Na tak način bomo videli kakšen kreditni pribitek plačujejo domača podjetja nad donosnostjo domačih državnih obveznic primerljive ročnosti. Pri tem bomo iz previdnosti izračunali donosnosti do dospelja dveh državnih obveznic, ki sta na dan izdaje podjetniških obveznic imeli čim bližja datuma zapadlosti, kot ju je imela podjetniška obveznica. Iz tako izračunanih donosnosti do dospelja bomo izračunali povprečje donosnosti državnih obveznic, in to primerjali z obrestnimi merami podjetniških obveznic. To bomo naredili iz previdnosti, saj zaradi slabše likvidnosti domačih obveznic morda samo ena tržna cena ne odraža popolnoma realne cene in je v tem primeru povprečje boljše merilo.

Obenem pa bomo obrestne mere domačih podjetniških obveznic primerjali še z donosnostmi evropskih podjetniških obveznic primerljivih ročnosti, katerih izdajatelji imajo oceno BBB. Uporabili bomo podatke iz posebnih krivulj, katerih ime je BFV EUR Composite (BBB) 1Y/2Y/3Y/5Y/7Y/10Y, pri čemer BFV pomeni Bloomberg Fair Value (Bloomberg, 2013), medtem ko 1Y pomeni čas do dospelja posameznega razreda obveznic. Podatke o omenjenih donosnostih evropskih podjetniških obveznic izračunava mednarodno podjetje Bloomberg Finance L.P., ki je tudi v Sloveniji daleč najbolj uporabljena baza podatkov v finančni industriji.

V analizi donosnosti bomo sicer v Tabeli 17 prikazali tudi obveznice, izdane s strani finančnih holdingov (Sava d. d., KD d. d., SDH d. d. ter DZS d. d.), ki pa se dejansko precej razlikujejo od izdaj preostalih podjetij, in jih bomo zaradi tega izločili iz kasnejše multiple regresijske analize.

Tabela 17: Kreditni pribitki donosnosti na domače podjetniške obveznice ob njihovi izdaji

Izdajatelj	Datum izdaje	Ročnost v letih	Obr. mera podj. obv.	Prva najbližja obv. RS po dat. zap.	YTM prve najbl. obv. RS	Druga najbližja obv. RS po dat. zap.	YTM druge najbl. obv. RS	Povp. YTM prve in druge najbl. obv. RS	Kreditni pribitek nad donosn. obv. RS [bps]	Donosn. BFV EUR Composite (BBB) ročnosti (2Y/3Y/5Y/7Y/10Y)	Kreditni pribitek podj. obv. nad donosn. BFV EUR Comp. (BBB) [bps]
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10=4-9	11	12=4-11
GORENJE, d. d.	10. 10.2014	5	3,85 %	RS67	1,41 %	RS63	1,18 %	1,30 %	255	1,08 %	277
				SLOVEN							
KD d. d.**	07.10.2010	7	7,00 %	4.000	3,38 %	RS38	4,71 %	4,05 %	295	3,91 %	309
				22/03/2018							
PETROL d. d., Ljubljana	29.06.2009	5	7,57 %	RS65	3,68 %	RS57	3,94 %	3,81 %	376	5,60 %	197
PETROL d. d., Ljubljana	20.11.2011	5	6,75 %	RS62	5,25 %	RS38	5,62 %	5,43 %	132	4,15 %	260

se nadaljuje

nadaljevanje

Izdajatelj	Datum izdaje	Roč-nost obv. v letih	Obr. mera podj. obv.	Prva najbližja obv. RS po dat. zap.	YTM prve najbl. obv. RS	Druga najbližja obv. RS po dat. zap.	YTM druge najbl. obv. RS	Povp. YTM prve in druge najbl. obv. RS	Kreditni pribitek podj. obv. nad donosn. obv. RS [bps]	Donosn. BFV EUR Composite (BBB) ustrezne ročnosti (2Y/3Y/5Y/7Y/10Y)	Kreditni pribitek podj. obv. nad donosn. BFV EUR Comp. (BBB) [bps]
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10=4-9	11	12=4-11
PETROL d. d., Ljubljana	07.12.2012	5	6,00 %	4.000	4,21 %	RS53	5,31 %	4,76 %	124	2,11 %	389
SLOVEN 22/03/2018											
PETROL d. d., Ljubljana	23.06.2014	5	3,25 %	RS63	1,70 %	RS67	2,05 %	1,87 %	138	1,37 %	188
SAVA, d. d.**	09.12.2009	5	7,20 %	RS57	3,40 %	RS65	3,02 %	3,21 %	399	4,05 %	315
TELEKOM SLOVENIJE, d. d.	21.12.2009	7	4,88 %	RS62	4,32 %	RS38	4,17 %	4,24 %	64	4,65 %	23
ZAV. TRIGLAV d. d.	21.12.2009	10	5,95 %	RS63	3,82 %	4.000	3,64 %	3,73 %	222	5,27 %	69
SLOVEN 22/03/2018											

Izdajatelji katerih delnice ne kotirajo na LJSE oz. niso javne družbe:

Izdajatelj	Datum izdaje	Roč-nost obv. v letih	Obr. mera podj. obv.	Prva najbližja obv. RS po dat. zap.	YTM prve najbl. obv. RS	Druga najbližja obv. RS po dat. zap.	YTM druge najbl. obv. RS	Povp. YTM prve in druge najbl. obv. RS	Kreditni pribitek podj. obv. nad donosn. obv. RS [bps]	Donosn. BFV EUR Composite (BBB) ustrezne ročnosti (2Y/3Y/5Y/7Y/10Y)	Kreditni pribitek podj. obv. nad donosn. BFV EUR Comp. (BBB) [bps]
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10=4-9	11	12=4-11
ADRIA MOBIL, d. o. o. Novo mesto	24.04.2015	5	3,75 %	RS67	0,49 %	RS69	0,69 %	0,59 %	316	0,73 %	302
DZS, d. d.**	05.01.2011	10	5,00 %	RS69	ni podatka	RS67	4,05 %	4,05 %	95	4,82 %	18
IMPOL 2000 d. d.	19.10.2015	5	3,80 %	RS69	0,74 %	RS71	0,79 %	0,76 %	304	1,14 %	266
SDH, d. d.**	24.06.2015	5	2,50 %	RS67	1,04 %	RS69	1,33 %	1,18 %	132	1,17 %	133
SIJ d. d.	24.11.2014	5	4,50 %	RS67	1,33 %	RS63	0,94 %	1,13 %	337	1,02 %	348
SIJ d. d.	21.07.2015	5	4,00 %	RS67	0,90 %	RS69	1,18 %	1,04 %	296	1,09 %	291
TUŠMOBIL d. o. o.	05.07.2013	2	6,50 %	RS68	5,74 %	RS59	5,24 %	5,49 %	101	1,14 %	536

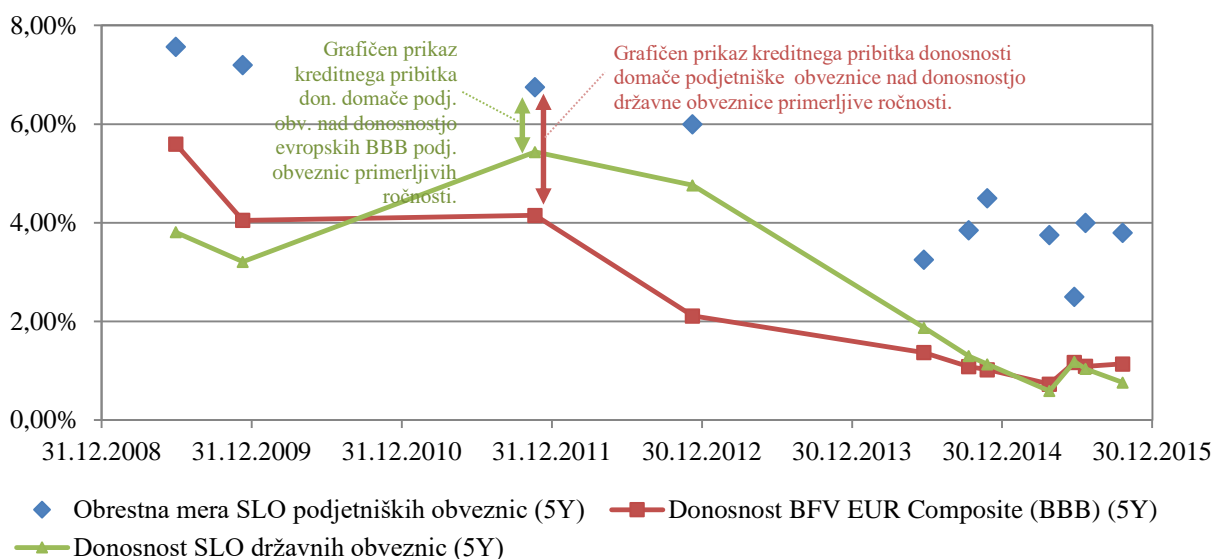
Legenda: ** izdajatelji, ki so finančni holdingi.

Vir: Arhiv vrednosti VP in indeksov, 2016; Banka Slovenije, Bilten Banke Slovenije, november 2009, 2009, str. 33; Banka Slovenije, Bilten Banke Slovenije, september 2012, 2012b, str. 37; Banka Slovenije, Bilten Banke Slovenije, december 2015, 2015c, str. 38; Bloomberg poslovna aplikacija, 2015a; lastni izračuni; MTS Slovenia Daily Fixing, 2016; Priloga 5; Slovenien, republik eo-bonds 2007(18) - Interaktiver Chart, 2016.

Kot prikazujemo v Tabeli 17, so kreditni pribitki podjetniških obveznic ob njihovi izdaji znašali med 64 in 399 bps nad donosnostmi domačih državnih obveznic primerljivih ročnosti (oziroma med 101 in 376 bps brez upoštevanih finančnih holdingov), kar ponovno kaže na dejstvo, da so domače podjetniške obveznice za vlagatelje donosnejša alternativna naložba glede na državne dolžniške VP, ki pa seveda nosi tudi večje tveganje. Povprečni kreditni pribitek izdajateljev,

katerih delnice že kotirajo na LJSE (in jih zato investitorji bolje poznajo), je v obravnavanem obdobju znašal 187 bps (brez upoštevanih finančnih holdingov) nad donosnostjo državnih obveznic primerljive ročnosti. Izdajatelji, katerih delnice ne kotirajo na organiziranem trgu LJSE, pa so v obravnavanem obdobju plačevali v povprečju 271 bps (brez upoštevanih finančnih holdingov) kreditnega pribitka nad donosnostjo državnih obveznic primerljive ročnosti. Tako kot pri KZ je torej tudi pri obveznicah opaziti razliko v višini povprečnih kreditnih pribitkov, med obema segmentoma podjetij, in sicer podjetja, katerih delnice niso uvrščene na organizirano trgovanje na LJSE, v povprečju plačujejo v obravnavanem obdobju 84 bps ($271 \text{ bps} - 187 \text{ bps} = 84 \text{ bps}$) višjo obrestno mero glede na podjetja, katerih delnice so uvrščene v kotacijo na LJSE.

Slika 29: Grafični prikaz obrestnih mer domačih 5-letnih podjetniških obveznic, zahtevane donosnosti za 5-letne državne obveznice Republike Slovenije ter zahtevane donosnosti za 5-letne podjetniške obveznice evropskih izdajateljev z bonitetnimi ocenami BBB



Vir: Arhiv vrednosti VP in indeksov, 2016; Banka Slovenije, Bilten Banke Slovenije, november 2009, 2009, str. 33; Banka Slovenije, Bilten Banke Slovenije, september 2012, 2012b, str. 37; Banka Slovenije, Bilten Banke Slovenije, december 2015, 2015c, str. 38; Bloomberg poslovna aplikacija, podatki za BFV EUR Composite (BBB), 2015b; lastni izračuni; MTS Slovenia Daily Fixing, 2016; Priloga 5; Slowenien, republik eo-bonds 2007(18) - Interaktiver Chart, 2016.

Tudi primerjava donosnosti domačih podjetniških obveznic s povprečnimi donosnostmi obveznic primerljivih ročnosti, katerih izdajatelji so evropska podjetja z bonitetno oceno BBB, pokaže zanimive rezultate. Domača podjetja, katerih delnice kotirajo na LJSE (brez upoštevanih finančnih holdingov), so v povprečju plačevala 200 bps kreditnega pribitka nad donosnostjo obveznic omenjenih evropskih podjetij. Domača podjetja, katerih delnice niso uvrščene v kotacijo na LJSE, pa so v povprečju plačevala 349 bps kreditnega pribitka nad donosnostjo obveznic omenjenih evropskih podjetij. Oba omenjena rezultata ponovno kažeta na to, da so domače obveznice v obravnavanem obdobju 2009–2015 donosnejša alternativa tudi v primerjavi z evropskimi podjetniškimi obveznicami, katere izdajatelji so podjetja z bonitetnimi ocenami BBB, kar prikazujemo na Sliki 29 (seveda ob ustrezno večjem tveganju). Lahko pa pozitivne kreditne pribitke domačih podjetniških obveznic nad evropskimi BBB podjetniškimi

obveznicami interpretiramo tudi na način, da trg preko pozitivnih kreditnih pribitkov vrednoti domače izdajatelje s slabšimi bonitetnimi ocenami od BBB, vendar pa to ne predstavlja ovire za izkoriščanje pozitivnih možnosti, ki jih ponuja kapitalski trg na področju izdaje podjetniških obveznic.

4.8.3 Linearna modela multiple regresije

V nadaljevanju bomo preučevali, kateri linearni model multiple regresije bo najboljše pojasnjeval kreditne pribitke domačih podjetniških dolžniških VP nad donosnostmi domačih državnih dolžniških VP. Ločeno bomo analizirali kreditne pribitke v obdobju 2009–2015 za podjetniške KZ in za podjetniške obveznice.

4.8.3.1 Linearni model multiple regresije za domače podjetniške komercialne zapise

V tem podpoglavju bomo raziskovali linearni model multiple regresije, ki bo najboljše pojasnjeval kreditne pribitke podjetniških KZ nad donosnostjo domačih zakladnih menic ustrezne ročnosti. V našem primeru bo torej odvisna spremenljivka, ki jo bomo ocenjevali, višina kreditnih pribitkov podjetniških KZ nad donosnostjo državnih zakladnih menic primerljive ročnosti (v nadaljevanju kot: Y_{KZ}).

Model bomo ocenjevali na podlagi nabora naslednjih pojasnjevalnih spremenljivk.

- **Obrestna mera zakladnih menic Republike Slovenije** (v kasnejši Tabeli 18 kot » X_1 « oziroma »Obr. mera zakl. menic RS«, izraženo v %). Zakladne menice Republike Slovenije ponazarjajo donosnost državnih dolžniških VP in kot smo predstavili v predhodnih poglavjih, predstavljajo tudi referenčno obrestno mero v Sloveniji za netvegane naložbe najkrajših ročnosti. Obrestne mere bolj tveganih dolžniških VP (torej tudi KZ) so, kot smo že videli predhodno (na primer Slika 28), oblikovane kot nek kreditni pribitek nad donosnostjo najmanj tveganih VP v posamezni državi (torej v našem primeru zakladnih menic) (seveda z ustrezno primerljivo ročnostjo). Po ekonomski teoriji torej pričakujemo pozitivne kreditne pribitke donosnosti podjetniških KZ nad donosnostjo državnih zakladnih menic. Podatke o donosnostih zakladnih menic Republike Slovenije smo vzeli takšne, da je bila njihova ročnost čim bližje ročnosti izdanih KZ. Torej 6-mesečni KZ smo primerjali z donosnostjo zadnje znane 6-mesečne državne zakladne menice in smiselno enako za 12-mesečni KZ. V primeru 5-mesečnega KZ smo slednjega primerjali s 6-mesečno zakladno menico. V primerih 8-, 9- in 10-mesečnih KZ pa smo te primerjali s povprečno donosnostjo zakladnih menic, izračunano kot povprečje donosnosti zadnjih znanih 6- in 12-mesečnih državnih zakladnih menic ob prvi prodaji KZ.
- **Čas** (v kasnejši Tabeli 18 kot » X_2 « oziroma »Čas«). Čas je bil v regresijski model dodan iz previdnosti, in sicer z namenom, da prestreza morebitni vpliv časovne komponente na odvisno spremenljivko. Čas smo v model zajeli na način, da smo mesecu marcu leta 2012 (to je mesecu, v katerem je bil v obravnavanem obdobju izdan prvi KZ; sicer je točen datum

izdaje prvega KZ 27. 3. 2012) dali vrednost 1 in nato vsakemu naslednjemu mesecu 1 enoto več. Na primer, prvi KZ je bil izdan 27. 3. 2012, en naključen KZ pa 30. 7. 2012. Marčevski KZ ima v našem modelu izhodiščno vrednost 1, medtem ko ima julijski KZ vrednost 5.

- **Uvrstitev KZ v organizirano trgovanje LJSE** (v kasnejši Tabeli 18 kot »X₃« oziroma »Kotacija KZ na LJSE?«). Ta pojasnjevalna spremenljivka ponazarja namen izdajatelja, da KZ po izvedeni prvi prodaji KZ uvrsti na organizirano trgovanje na LJSE. Takšni KZ imajo v regresijskem modelu vrednost 1, če pa ni namena izdajatelja, da jih uvrsti na organizirano trgovanje na LJSE, pa vrednost 0. Kot smo pojasnili v predhodnih poglavjih, uvrstitev KZ na organiziran trg LJSE omogoči izdajatelju dostop do bistveno širšega nabora potencialnih vlagateljev. Več kot je potencialnih vlagateljev, večje je povpraševanje po KZ in posledično lahko izdajatelj ponudi potencialno nižjo obrestno mero za izdane KZ (in posledično manjši kreditni pribitek podjetniških KZ nad donosnostjo državnih VP primerljive ročnosti).
- **Ali je izdajatelj podjetje, katerega delnice so v času izdaje KZ uvrščene na organiziran trg LJSE** (v kasnejši Tabeli 18 kot X₄« oziroma »Izdajatelj kotira na LJSE?«)? Ta pojasnjevalna spremenljivka ponazarja dejstvo, ali so delnice izdajatelja ob času prve prodaje KZ že uvrščene na LJSE. V kolikor so, je vrednost te pojasnjevalne spremenljivke v regresijskem modelu 1, sicer pa 0. Izdajatelje, katerih delnice so uvrščene na organiziran trg LJSE, vlagatelji že predhodno poznajo, saj redno spremljajo njihove poslovne objave. Kotacija izdajateljevih delnic na LJSE torej daje vlagateljem neko mero poznavanja izdajatelja in s tem večje zaupanje do tega, zato se pričakuje, da bodo vlagatelji za nakup KZ izdajatelja, katerega delnice kotirajo na LJSE, zahtevali manjše kreditne pribitke nad donosnostmi ustreznih državnih zakladnih menic, v primerjavi z izdajatelji, katerih poslovanja ne poznajo (njihove delnice niso uvrščene v organizirano trgovanje na LJSE).
- **ROS** (v kasnejši Tabeli 18 kot X₅« oziroma »ROS«, izraženo v %) – ROS ponazarja razmerje med konsolidiranim čistim poslovnim izidom obračunskega obdobja podjetja in konsolidiranimi prihodki iz prodaje tega podjetja (v obeh primerih izračunamo podatke za zadnjih znanih 12 mesecev poslovanja (angl. *trailing twelve months*)). Je eden od kazalnikov donosnosti. V linearni model multiple regresije ga vključujemo kot merilo splošne orientacije za uspešnost poslovanja izdajatelja. Pričakujemo, da višja kot bo njegova vrednost (izražena v %), manjši bo kreditni pribitek podjetniškega KZ, ki ga bo tak izdajatelj moral plačati nad donosnostjo državnih zakladnih menic, in obratno. To lahko pojasnimo z dejstvom, da bodo vlagatelji za izdajatelje s slabšimi ali celo negativnimi vrednostmi omenjenega kazalnika zahtevali ustrezno višje kreditne pribitke KZ nad donosnostmi državnih zakladnih menic.
- **Razmerje med neto finančnim dolgom in vrednostjo EBITDA izdajatelja** (v kasnejši Tabeli 18 kot »X₆« oziroma »Neto finančni dolg ÷ EBITDA«) – neto finančni dolg izdajatelja predstavlja zadnje znane konsolidirane kratkoročne in dolgoročne finančne obveznosti, zmanjšane za konsolidirane kratkoročne finančne naložbe in za konsolidirana denarna sredstva. EBITDA predstavlja konsolidiran dobiček iz poslovanja izdajatelja,

povečan za amortizacijo (oboje za zadnjih znanih 12 mesecev poslovanja) (v nadaljevanju EBITDA). Kazalnik neto finančni dolg ÷ EBITDA je kazalnik, ki kaže zadolženost podjetja. Predstavlja število let, ki so podjetju potrebna za vračilo neto finančnega dolga s pomočjo ustvarjenega EBITDA, ob predpostavki, da sta finančni dolg in EBITDA podjetja skozi leta konstantna. Pričakujemo, da nižja kot bo vrednost omenjenega kazalnika, nižji bo kreditni pribitek podjetniških KZ nad donosnostjo državnih zakladnih menic. Po ekonomski teoriji torej pričakujemo, da bo ta pojasnjevalna spremenljivka vplivala na zmanjševanje vrednosti ocene odvisne spremenljivke.

- **Razmerje med nominalno vrednostjo izdaje KZ in EBITDA** (v kasnejši Tabeli 18 kot »X₇« oziroma »Nom. vred. izdaje KZ ÷ EBITDA«, izraženo v %) – kazalnik razmerja med nominalno vrednostjo izdaje KZ in vrednostjo EBITDA naj bi kazal, koliko je nominalna velikost izdaje KZ relativno velika glede na EBITDA izdajatelja. Glede na to, da so KZ kratkoročni VP, je torej pomembno, da velikost izdaje KZ ni pretirano velika glede na ustvarjen letni EBITDA izdajatelja. Po ekonomski teoriji torej pričakujemo, da večja kot je vrednost obravnavanega kazalnika, večje je tveganje, da bo izdajatelj težje vrnil izposojena sredstva samo iz rednega poslovanja in posledično zaradi tega je tudi večje tveganje vlagateljev. Po ekonomski teoriji torej pričakujemo torej, da višja kot bo vrednost omenjenega kazalnika, višji bo kreditni pribitek, ki ga bodo vlagatelji zahtevali za KZ izdajatelja nad donosnostjo državnih zakladnih menic.
- **Razmerje med kapitalom in sredstvi** (v kasnejši Tabeli 18 kot »X₈« oziroma »Kapital ÷ sredstva«, izraženo v %) – kazalnik predstavlja razmerje med konsolidiranim kapitalom in konsolidirani celotnimi sredstvi izdajatelja. Na splošno, nižja kot je vrednost kazalnika, večji del predstavljajo dolgovi v strukturi sredstev izdajatelja, kar pomeni, da je izdajateljeva zadolženost večja in s tem tudi tveganje za vlagatelje. Glede na ekonomsko teorijo torej pričakujemo, da nižja kot bo vrednost kazalnika, višji bo kreditni pribitek, ki ga bodo vlagatelji zahtevali za KZ izdajatelja nad donosnostjo državnih zakladnih menic.

Naj na tem mestu opozorimo, da smo glede na podatke, predstavljene v predhodnih poglavjih, iz izračunov za ocene linearnih multiplih regresijskih modelov izločili nekatere izdaje KZ, in sicer tiste, za katere nismo razpolagali s podatki o njihovi obrestni meri. Celotna tabela vrednosti pojasnjevalnih spremenljivk, uporabljenih v izračunih različnih linearnih modelov multiple regresije, se nahaja v Prilogi 6. Rezultate najbolj relevantnih izračunov za posamezne linearne modele multiple regresije pa predstavljamo v Tabeli 18.

Kot je razvidno iz Tabele 18, ima model »K« sicer največjo vrednost ocenjenega popravljenega determinacijskega koeficienta (0,704), vendar ima parcialni regresijski koeficient pojasnjevalne spremenljivka X₇ (razmerje med nominalno vrednostjo izdaje KZ in EBITDA) negativen predznak in zato skupni učinek tega člena na model kot celoto ni skladen z ekonomsko teorijo, ki smo jo pojasnili za to pojasnjevalno spremenljivko. Posledica tega je, da iščemo naslednji najboljši model z najvišjim ocenjenim popravljenim multiplim determinacijskim koeficientom,

kar je sicer model »J«, katerega ocenjeni popravljeni multipli determinacijski koeficient znaša 0,678.

Tabela 18: Rezultati regresije za kreditne pribitke domačih podjetniških komercialnih zapisov nad donosnostjo zakladnih menic Republike Slovenije

	Regresijski model					
	A	B	C	D	E	F
Konstanta	452,96*** (85,00)	546,80*** (75,09)	522,63*** (82,10)	562,12*** (77,14)	596,74*** (70,55)	655,57*** (67,01)
X ₁ = Obr. mera zakl. menic RS [%]	-9.332,80*** (3.179,25)	-8.234,63** (2.642,11)	-9.170,03*** (2.885,88)	-8.348,98*** (2.653,46)	-8.197,36*** (2.381,76)	-8.462,87*** (2.128,56)
X ₂ = Čas	-4,13* (2,17)	-4,66** (1,80)	-5,05** (2,00)	-4,57** (1,80)	-5,38*** (1,64)	-5,46*** (1,47)
X ₃ = Kotacija KZ na LJSE?		-113,37*** (32,39)		-124,44*** (34,64)	-103,12*** (29,48)	-126,03*** (27,79)
X ₄ = Izdajatelj kotira na LJSE?			-73,35** (29,60)		-61,50*** (24,49)	-87,52*** (24,09)
X ₅ = ROS [%]				-484,12 (524,07)		-1.190,91** (463,20)
X ₆ = Neto finančni dolg ÷ EBITDA						
X ₇ = Nom. vred. izdaje KZ ÷ EBITDA [%]						
X ₈ = Kapital ÷ sredstva [%]						
R²	0,309	0,549	0,455	0,566	0,650	0,734
Popravljeni R²	0,252	0,490	0,384	0,487	0,586	0,670
Št. enot v vzorcu	27	27	27	27	27	27

	Regresijski model					
	G	H	I	J	K	L
Konstanta	560,82*** (71,45)	606,35*** (71,93)	648,89*** (78,55)	623,71*** (71,07)	686,01*** (65,52)	674,51*** (73,54)
X ₁ = Obr. mera zakl. menic RS [%]	-8.072,93*** (2.296,89)	-7.868,60*** (2.429,12)	-8.657,05*** (2.355,36)	-8.345,69*** (2.104,99)	-7.883,39*** (2.038,88)	-8.654,52*** (2.175,90)
X ₂ = Čas	-4,94*** (1,61)	-5,42*** (1,66)	-5,02*** (1,63)	-5,14*** (1,47)	-5,56*** (1,39)	-5,29*** (1,51)
X ₃ = Kotacija KZ na LJSE?	-100,86*** (28,45)	-98,06*** (30,28)	-113,42*** (29,80)	-121,91*** (27,65)	-120,91*** (26,44)	-128,66*** (28,43)
X ₄ = Izdajatelj kotira na LJSE?	-72,59*** (24,56)	-75,04** (29,43)	-48,56* (25,72)	-92,49*** (24,14)	-118,88*** (28,39)	-78,85*** (27,63)
X ₅ = ROS [%]				-1.059,64** (469,85)	-1.432,41*** (457,37)	-1.074,37** (500,56)
X ₆ = Neto finančni dolg ÷ EBITDA	6,02 (3,67)			4,25 (3,45)		
X ₇ = Nom. vred. izdaje KZ ÷ EBITDA [%]		-15,43** (18,31)			-29,73* (16,03)	
X ₈ = Kapital ÷ sredstva [%]			-167,93 (120,40)			-79,51 (118,62)
R²	0,689	0,661	0,679	0,752	0,773	0,739
Popravljeni R²	0,615	0,580	0,603	0,678	0,704	0,661
Št. enot v vzorcu	27	27	27	27	27	27

Legenda: * pomeni stopnjo statistične značilnosti 90 %; ** pomeni stopnjo statistične značilnosti 95 %; *** pomeni stopnjo statistične značilnosti 99 %. V oklepajih so prikazane vrednosti standardnih napak ocen regresijskih koeficientov; R² predstavlja multipli determinacijski koeficient; popravljeni R² predstavlja popravljeni multipli determinacijski koeficient.

V nadaljevanju predstavljamo podrobnejše rezultate za linearni model multiple regresije »J«.

$$Y_{KZ} = 623,71 - 8.345,69X_1 - 5,14X_2 - 121,91X_3 - 92,49X_4 - 1.059,64X_5 + 4,25X_6 \quad (4)$$

$$t: \quad 8,776 \quad -3,965 \quad -3,489 \quad -4,408 \quad -3,831 \quad -2,255 \quad 1,232$$

$$p: \quad 0,000 \quad 0,001 \quad 0,002 \quad 0,000 \quad 0,001 \quad 0,035 \quad 0,232$$

$$n=27 \quad R^2=0,752 \quad \text{Pop. } R^2=0,678 \quad s_e=47,90 \quad kv=0,19 \quad F=10,13 \quad p(F)=0,000$$

Legenda enačbe (4): Y_{KZ} = naša odvisna spremenljivka, ki smo jo že predhodno definirali; X_1, X_2, X_3, X_4, X_5 in X_6 so naše pojasnjevalne spremenljivke, ki smo jih že predhodno definirali; t so vrednosti t statistik za posamezne parcialne regresijske koeficiente; p predstavlja stopnjo statistične značilnosti posameznih parcialnih regresijskih koeficientov; n predstavlja število opazovanih vrednosti, R^2 predstavlja multipli determinacijski koeficient, $\text{Pop. } R^2$ predstavlja popravljeni multipli regresijski koeficient, s_e predstavlja oceno standardne napake regresije, kv predstavlja koeficient variacije oz. variabilnosti, F predstavlja vrednost F statistike za regresijski model; $p(F)$ predstavlja stopnjo statistične značilnosti za regresijski model.

Iz predstavljenega linearnega modela multiple regresije »J« je razvidno, da je edini ocenjeni parcialni regresijski koeficient, ki ni statistično značilen, ocenjeni parcialni regresijski koeficient pojasnjevalne spremenljivke X_6 , ki predstavlja razmerje med neto finančnim dolgom in EBITDA izdajatelja. Vsi ostali ocenjeni parcialni regresijski koeficienti pa imajo stopnje statistične značilnosti manjše od 0,05. Kljub temu da izračunani parcialni regresijski koeficient pojasnjevalne spremenljivke X_6 ni statistično značilen, ga puščamo v ocenjenem regresijskem modelu, saj preko te pojasnjevalne spremenljivke zajamemo v model tudi zadolženost izdajatelja. Model linearne multiple regresije, predstavljen v enačbi (4), torej najbolje ocenjuje vrednosti odvisne spremenljivke Y_{KZ} za slovenske podjetniške komercialne zapise. Njegova ocena multiplega determinacijskega koeficient znaša 0,752, kar pomeni, da je 75,2 % variabilnosti naše neodvisne spremenljivke Y_{KZ} pojasnjeno z linearno odvisnostjo uporabljenih pojasnjevalnih spremenljivk X_1, X_2, X_3, X_4, X_5 in X_6 .

4.8.3.2 Linearni model multiple regresije za domače podjetniške obveznice

V tem podpoglavju bomo raziskovali linearni model multiple regresije, ki bo najbolje pojasnjeval kreditne pribitke podjetniških obveznic nad donosnostjo domačih državnih obveznic ustreznih ročnosti. V našem primeru bo torej odvisna spremenljivka, ki jo bomo ocenjevali, višina kreditnih pribitkov domačih podjetniških obveznic nad donosnostjo domačih državnih obveznic primerljive ročnosti (v nadaljevanju kot: Y_O).

Model bomo ocenjevali na podlagi nabora naslednjih pojasnjevalnih spremenljivk.

- **Povprečna donosnost do dospelja obveznic Republike Slovenije** (v kasnejši Tabeli 19 kot » X_1 « oziroma »Povp. don. do dospelja obv. RS«, izraženo v %) – obveznice Republike Slovenije ponazarjajo donosnost državnih dolžniških VP in kot smo predstavili v predhodnih poglavjih, predstavljajo tudi referenčno donosnost oziroma obrestno mero v Sloveniji za

netvegane naložbe daljših ročnosti. Obrestne mere bolj tveganih dolžniških VP (torej tudi podjetniških obveznic) so, kot smo že videli predhodno (na primer Slika 29), oblikovane kot nek kreditni pribitek nad donosnostjo najmanj tveganih VP v posamezni državi (torej v našem primeru državnih obveznic Republike Slovenije) (seveda z ustrežno primerljivo ročnostjo). Po ekonomski teoriji torej pričakujemo pozitivne kreditne pribitke domačih podjetniških obveznic nad donosnostjo do dospelja domačih državnih obveznic primerljive ročnosti. Podatke o donosnostih do dospelja državnih obveznic Republike Slovenije smo izračunali iz državnih obveznic, ki so že obstajale na dan izdaje podjetniških obveznic in so imele čim bližjo ročnost kot izdane podjetniške obveznice. Za vsako izdajo podjetniških obveznic smo izračunali donosnost do dospelja dveh po ročnosti najbližjih že obstoječih državnih obveznic, iz katerih smo potem izračunali njuno povprečno donosnost do dospelja. Na primer, 5-letno podjetniško obveznico smo primerjali z izračunano povprečno donosnostjo do dospelja dveh državnih obveznic, katerih rok dospelja je bil na dan izdaje podjetniške obveznice čim bližji obdobju 5 let.

- **Čas** (v kasnejši Tabeli 19 kot »X₂« oziroma »Čas«) – čas je bil v regresijski model dodan iz previdnosti, in sicer z namenom, da prestra morebitni vpliv časovne komponente na odvisno spremenljivko. Čas smo v model zajeli na način, da smo v mesecu juniju leta 2009 (to je v mesecu, v katerem je bila v obravnavanem obdobju izdana prva domača podjetniška obveznica; sicer je točen datum izdaje 29. 6. 2009) dali vrednost 1 in nato vsakemu naslednjemu mesecu 1 enoto več. Na primer, prva podjetniška obveznica je bila v obravnavanem obdobju izdana 29. 6. 2009, naslednja pa decembra 2009. Junjska podjetniška obveznica ima v našem modelu izhodiščno vrednost 1, medtem ko ima decembrska podjetniška obveznica vrednost 7.
- **Ročnost v letih** (v kasnejši Tabeli 19 kot »X₃« oziroma »Ročnost v letih«) – ta pojasnjevalna spremenljivka ponazarja ročnost podjetniških obveznic ob njihovi izdaji in je zavedena v letih. Po ekonomski teoriji, ki smo jo tudi prikazali v našem delu, pričakujemo, da se bo z daljšanjem ročnosti podjetniških obveznic povečeval njihov kreditni pribitek nad donosnostjo do dospelja državnih obveznic primerljive ročnosti.
- **Ali je izdajatelj podjetje, katerega delnice so v času izdaje podjetniških obveznic uvrščene na organiziran trg LJSE** (v kasnejši Tabeli 19 kot X₄« oziroma »Izdajatelj kotira na LJSE?«)? Ta pojasnjevalna spremenljivka ponazarja dejstvo, ali so delnice izdajatelja ob času prve prodaje obveznic že uvrščene na LJSE. V kolikor so, je vrednost te pojasnjevalne spremenljivke v regresijskem modelu 1, sicer pa 0. Izdajatelje, katerih delnice so uvrščene na organiziran trg LJSE, vlagatelji že predhodno poznajo, saj redno spremljajo njihove poslovne objave. Kotacija izdajateljevih delnic na LJSE torej daje vlagateljem neko mero poznavanja izdajatelja in s tem večje zaupanje do tega, zato se pričakuje, da bodo vlagatelji za nakup obveznic izdajatelja, katerega delnice kotirajo na LJSE, zahtevali manjše kreditne pribitke nad donosnostmi do dospelja državnih obveznic primerljivih ročnosti, v primerjavi z izdajatelji, katerih poslovanja ne poznajo (katerih delnice niso uvrščene v organizirano trgovanje na LJSE).

- **Razmerje med kapitalom in sredstvi** (v kasnejši Tabeli 19 kot »X₅« oziroma »Kapital ÷ sredstva«, izraženo v %) – kazalnik predstavlja razmerje med konsolidiranim kapitalom in konsolidirani celotnimi sredstvi izdajatelja. Na splošno nižja kot je vrednost kazalnika, večji del predstavljajo dolgovi v strukturi sredstev izdajatelja, kar pomeni, da je izdajateljeva zadolženost večja in s tem tudi tveganje za vlagatelje. Glede na ekonomsko teorijo torej pričakujemo, da nižja kot bo vrednost kazalnika, višji bo kreditni pribitek, ki ga bodo vlagatelji zahtevali za obveznice izdajatelja nad donosnostjo državnih obveznic primerljivih ročnosti.
- **ROS** (v kasnejši Tabeli 19 kot X₆« oziroma »ROS«, izraženo v %) – ROS ponazarja razmerje med konsolidiranim čistim poslovnim izidom obračunskega obdobja podjetja in konsolidiranimi prihodki iz prodaje tega podjetja (v obeh primerih izračunamo podatke za zadnjih znanih 12 mesecev poslovanja (angl. *trailing twelve months*)). Je eden od kazalnikov donosnosti. V linearni model multiple regresije ga vključujemo kot merilo splošne uspešnosti poslovanja izdajatelja. Pričakujemo, da višja kot bo njegova vrednost (izražena v %), manjši bo kreditni pribitek, ki ga bo tak izdajatelj moral plačati nad donosnostjo do dospelja državnih obveznic primerljivih ročnosti, in obratno. To lahko pojasnimo z dejstvom, da bodo vlagatelji za izdajatelje s slabšimi ali celo negativnimi vrednostmi omenjenega kazalnika zahtevali ustrezno višje kreditne pribitke donosnosti podjetniških obveznic nad donosnostmi državnih obveznic primerljivih ročnosti.

Naj na tem mestu opozorimo, da smo glede na podatke, predstavljene v predhodnih poglavjih, iz izračunov za ocene linearnih multiplih regresijskih modelov izločili nekatere izdaje podjetniških obveznic, in sicer izdaje podjetniških obveznic, katerih izdajatelj so holdinška podjetja (Sava d. d., KD d. d., SDH d. d. in DZS d. d.; vrednosti nekaterih kazalnikov teh podjetij so bile neprimerljive z ostalimi), ter mednarodni izdaji obveznic podjetij Telekom Slovenije d. d. ter Petrol d. d., saj z regresijskim modelom poizkušamo oceniti kreditne pribitke za izdaje podjetniških obveznic, izdane v Sloveniji. Celotna tabela vrednosti pojasnjevalnih spremenljivk, uporabljenih v izračunih različnih linearnih modelov multiple regresije, se nahaja v Prilogi 7. Rezultate izračunov za posamezne linearne modele multiple regresije pa predstavljamo v Tabeli 19.

Slabost predstavljenih izračunov različnih linearnih multiplih regresijskih modelov v Tabeli 19 je predvsem majhnost števila enot v vzorcu. Zaradi tega bomo pri izbiri najboljšega modela poleg vrednosti popravljenega multiplega determinacijskega koeficienta upoštevali, ali je učinek pojasnjevalnih spremenljivk skladen z ekonomsko teorijo. Kot je razvidno iz Tabele 19, ima model »K« sicer največjo vrednost ocenjenega popravljenega determinacijskega koeficienta (0,965) vendar ima parcialni regresijski koeficient pojasnjevalne spremenljivka X₆ (ROS) pozitiven predznak in zato skupni učinek tega člena na model kot celoto ni skladen z ekonomsko teorijo, ki smo jo pojasnili za to pojasnjevalno spremenljivko. Žal tudi skupna učinka pojasnjevalnih spremenljivk X₃ (ročnost v letih) ter X₅ (kapital ÷ sredstva) nista skladna z ekonomsko teorijo, zato bomo vse modele, ki vsebujejo omenjeni pojasnjevalni spremenljivki,

izločili iz izbora. Posledica tega je, da iščemo naslednji najboljši model z najvišjim ocenjenim popravljenim multiplim determinacijskim koeficientom, kar je sicer model »B«, katerega ocenjeni popravljeni multipli determinacijski koeficient znaša 0,813.

Tabela 19: Rezultati regresije za kreditne pribitke domačih podjetniških obveznic nad donosnostjo obveznic Republike Slovenije primerljive ročnosti

Regresijski model						
	A	B	C	D	E	F
Konstanta	535,05*** (60,93)	595,74*** (72,46)	468,55*** (73,33)	506,38*** (72,54)	796,82*** (70,32)	809,25*** (65,49)
X ₁ = Povp. don. do dospetja obv. RS [%]	-5.986,13*** (1.013,59)	-5.943,09*** (955,55)	-5.498,22*** (1.004,30)	-5.417,35*** (1.269,72)	-7.796,17*** (697,53)	-7.616,73*** (655,94)
X ₂ = Čas	-2,50** (0,74)	-3,22*** (0,88)	-2,93*** (0,76)	-2,39** (0,78)	-4,18*** (0,57)	-4,45*** (0,56)
X ₃ = Ročnost v letih					-24,94*** (5,91)	-22,81*** (5,66)
X ₄ = Izdajatelj kotira na LJSE?		-53,65 (39,08)				-30,77 (21,53)
X ₅ = Kapital ÷ sredstva [%]			198,45 (138,42)			
X ₆ = ROS [%]				580,46 (739,58)		
R²	0,837	0,876	0,878	0,852	0,959	0,971
Popravljeni R²	0,790	0,813	0,817	0,778	0,938	0,947
Št. enot v vzorcu	10	10	10	10	10	10

Regresijski model					
	G	H	I	J	K
Konstanta	740,88*** (85,26)	768,02*** (65,76)	781,32*** (58,82)	719,61*** (77,58)	735,24*** (66,96)
X ₁ = Povp. don. do dospetja obv. RS [%]	-7.396,06*** (772,23)	-7.247,41*** (717,78)	-7.112,79*** (641,13)	-6.921,72*** (759,84)	-6.810,90*** (652,36)
X ₂ = Čas	-4,23*** (0,56)	-4,07*** (0,51)	-4,33*** (0,48)	-4,12*** (0,50)	-4,36*** (0,46)
X ₃ = Ročnost v letih	-22,60** (6,14)	-24,77*** (5,31)	-22,79*** (4,87)	-22,68** (5,52)	-20,90** (4,84)
X ₄ = Izdajatelj kotira na LJSE?			-28,68 (18,57)		-27,65 (17,52)
X ₅ = Kapital ÷ sredstva [%]	93,65 (83,98)			83,93 (75,41)	79,05 (64,44)
X ₆ = ROS [%]		547,69 (350,21)	515,12 (310,63)	514,84 (343,41)	485,36 (293,72)
R²	0,967	0,972	0,983	0,979	0,988
Popravljeni R²	0,941	0,950	0,961	0,952	0,965
Št. enot v vzorcu	10	10	10	10	10

Legenda: * pomeni stopnjo statistične značilnosti 90 %; ** pomeni stopnjo statistične značilnosti 95 %; *** pomeni stopnjo statistične značilnosti 99 %. V oklepajih so prikazane vrednosti standardnih napak ocen regresijskih koeficientov; R² predstavlja multipli determinacijski koeficient; Popravljeni R² predstavlja popravljeni multipli determinacijski koeficient.

V nadaljevanju predstavljamo podrobnejše rezultate za omenjeni »B« linearni model multiple regresije.

$$\begin{array}{rcccc}
 Y_0 & = & 595,74 & - & 5.943,09 \times X_1 & - & 3,22 \times X_2 & - & 53,65 \times X_4 & (5) \\
 t: & & 8,222 & & 6,220 & & -3,675 & & -1,373 \\
 p: & & 0,000 & & 0,001 & & 0,010 & & 0,219
 \end{array}$$

$$n=10 \quad R^2=0,876 \quad \text{Pop. } R^2=0,813 \quad s_e=42,15 \quad kv=0,17 \quad F=14,08 \quad p(F)=0,004$$

Legenda enačbe (5): Y_0 = naša odvisna spremenljivka, ki smo jo že predhodno definirali; X_1 , X_2 in X_4 so naše pojasnjevalne spremenljivke, ki smo jih že predhodno definirali; t so vrednosti t statistik za posamezne parcialne regresijske koeficiente; p predstavlja stopnjo statistične značilnosti posameznih parcialnih regresijskih koeficientov; n predstavlja število opazovanih vrednosti, R^2 predstavlja multipli determinacijski koeficient, $\text{Pop. } R^2$ predstavlja popravljeni multipli regresijski koeficient, s_e predstavlja oceno standardne napake regresije, kv predstavlja koeficient variacije oz. variabilnosti, F predstavlja vrednost F statistike za regresijski model; $p(F)$ predstavlja stopnjo statistične značilnosti za regresijski model.

Iz predstavljenega linearnega modela multiple regresije »B« je razvidno, da je edini ocenjeni parcialni regresijski koeficient, ki ni statistično značilen, ocenjeni parcialni regresijski koeficient pojasnjevalne spremenljivke X_4 , ki ponazarja dejstvo, ali so delnice izdajatelja ob času prve prodaje obveznic že uvrščene na LJSE. Vsi ostali ocenjeni parcialni regresijski koeficienti pa imajo stopnje statistične značilnosti manjše od 0,05. Kljub temu da izračunani parcialni regresijski koeficient pojasnjevalne spremenljivke X_4 ni statistično značilen, ga puščamo v ocenjenem regresijskem modelu, saj je vendarle ta pojasnjevalna spremenljivka kljub temu pomembna z vidika ekonomske teorije. Model linearne multiple regresije, predstavljen v enačbi (5), torej najbolje ocenjuje vrednosti odvisne spremenljivke Y_0 za slovenske podjetniške obveznice. Njegova ocena multiplega determinacijskega koeficient znaša 0,876, kar pomeni, da je 87,6 % variabilnosti naše neodvisne spremenljivke Y_0 pojasnjeno z linearno odvisnostjo uporabljenih pojasnjevalnih spremenljivk X_1 , X_2 in X_4 .

SKLEP

V magistrskem delu smo se torej osredotočali na analizo različnih vidikov izdaj domačih podjetniških KZ ali obveznic v obdobju 2009–2015. Ko smo analizirali stanje v domačem bančnem sistemu, ki je vplivalo na pojav izdaj podjetniških dolžniških vrednostnih papirjev v obravnavanem obdobju, smo videli, da so bila v povprečju slovenska podjetja v letu 2009 razmeroma visoko zadolžena. Nizke gospodarske rasti in posledično zmanjšan prihodek so za nekatera podjetja pomenila preveliko breme finančnega dolga, kar se je v bančnem sistemu odrazilo v povečanju deleža slabih posojil in stroškov oslabitev in rezervacij. Domače banke zaradi težav s preteklimi slabili posojili niso bile naklonjene kreditiranju domačih podjetij. Slednjim so tako stalno zaostrovale pogoje za odobravanje posojil, s čimer se je manjšal obseg kreditov nefinančnemu sektorju. Ne samo, da se je obseg posojil nefinančnemu sektorju zmanjšal, ampak so bili tudi pogoji, ki so jih za posojila ponujale domače banke, popolnoma nekonkurenčni v primerjavi s pogoji, ki so bili na voljo v tujini pri tujih bankah. To so bili

dejavniki, ki so podjetja silili k zadolževanju v tujini pri tujih bankah (pod konkurenčnejšimi pogoji) in pa pričetek razmišljanja o možnosti alternativnih virov financiranja.

Tudi situacija na strani vlagateljev se je v obravnavanem obdobju izredno spremenila. Po izvedenih ukrepih Banke Slovenije marca 2012 v smeri omejevanja depozitnih obrestnih mer so bili vlagatelji soočeni z zniževanjem depozitnih obrestnih mer, prav tako pa je sanacija domačega bančnega sistema povzročila zmanjšanje zahtevanih donosnosti na domače državne obveznice. Stabilizacija razmer je tudi na ravni Evropske unije povzročila upadanje zahtevanih donosnosti, in sicer so se te do leta 2015 premaknile že v področje ničelnih donosov. Vse to je vlagatelje sililo, da v zameno za nadpovprečne donose prevzemajo dodatna tveganja, kar so storili preko kupovanja najprej domačih podjetniških KZ, kasneje pa so to nadgradili še s kupovanjem domačih podjetniških obveznic.

V okviru analize izvedbe izdaj podjetniških KZ ali obveznic smo prikazali, da se pri KZ podjetja poslužujejo izjem, ki za KZ veljajo v ZTFI tako pri njihovi prvi prodaji kakor tudi pri njihovi uvrstitvi v organizirano trgovanje na LJSE. Pri analizi dosedanjih izdaj podjetniških obveznic pa smo videli, da domača podjetja pri izvedbi prvih prodaj uporabijo eno ali več izjem od objave prospekta, ki jih določa 49. člen ZTFI, nato pa za uvrstitev izdanih obveznic v organizirano trgovanje na LJSE izdelajo prospekt, ki ga mora odobriti ATVP.

Pri proučevanju, kdo so izdajatelji domačih podjetniških KZ in obveznic, smo ugotovili, da je bilo v obdobju 2009–2015 kar 34 izdaj KZ s strani domačih podjetij v skupni nominalni vrednosti 668 milijonov evrov. Od tega jih je bilo 75,8 % izdanih s strani izdajateljev, katerih delnice so že uvrščene v kotacijo na LJSE, 24,2 % pa s strani izdajateljev, ki niso bile javne družbe v smislu uvrstitve njihovih delnic v kotacijo na LJSE. V segmentu podjetniških obveznic je bilo v obravnavnem obdobju 14 različnih izdajateljev, ki so skupaj izvedli 18 različnih izdaj podjetniških obveznic v skupni nominalni vrednosti 1.116 milijonov evrov. Od tega jih je bilo 73,6 % izdanih s strani izdajateljev, katerih delnice so že uvrščene v kotacijo na LJSE, 26,4 % pa s strani izdajateljev, ki niso bili javne družbe v smislu uvrstitve njihovih delnic v kotacijo na LJSE.

Ko smo analizirali, kdo so vlagatelji, ki so kupovali v obravnavanem obdobju izdane podjetniške KZ ali obveznice, smo ugotovili, da so to v pretežni meri stranke, ki jih ZTFI šteje kot profesionalne stranke, in sicer največ pokojninske družbe in pokojninski skladi, zavarovalnice, pozavarovalnice, kreditne institucije, kolektivni naložbeni podjemi in družbe za upravljanje teh podjetij ter večja podjetja. Za skoraj vse navedene vlagatelje smo ugotovili, da je zaradi različnih naložbenih omejitev pomembno dejstvo, da je izdan podjetniški KZ ali da je obveznica uvrščena na organizirano trgovanje LJSE, saj jim prav kotacija podjetniškega KZ ali obveznice omogoča njihovo skladnost z naložbenimi politikami in posledično njihov potencialen nakup.

Pri analizi števila in velikosti izdaj v obravnavanem obdobju smo ugotovili, da v kolikor izločimo mednarodni izdaji Telekom Slovenije d. d. ter Petrola d. d., dobimo popolnoma novo dimenzijo dogajanja razvoja na domačem kapitalskem trgu. Zgodilo se je namreč izjemno

povezovanje domačih izdajateljev in vlagateljev preko domačega kapitalskega trga (LJSE). V obravnavanem obdobju je tako prišlo bodisi do rasti števila kot tudi skupnega vrednostnega nominalnega obsega izdaj dolžniških VP, predvsem pa je opaziti obdobje zatona izdajanja obveznic po letu 2009 (finančne težave nekaterih takratnih izdajateljev Sava d. d. in DZS d. d. ter posledično večja previdnost vlagateljev do tovrstnih finančnih instrumentov), obdobje ponovnega vzpostavljanja zaupanja med izdajatelji in vlagatelji preko KZ (2011–2014) ter nato poglobljanje zaupanja v obliki podaljševanja ročnosti v izdaje podjetniških obveznic (2014, 2015). Ugotovili smo, da je ocenjena sposobnost domačih vlagateljev kupiti izdaje maksimalnih nominalnih velikosti med 70 in 110 milijonov evrov. Za večje izdaje morajo domača podjetja posledično iskati vire financiranja na mednarodnih trgih, kar sta sicer naredila Telekom Slovenije d. d. leta 2009 ter Petrol d. d. leta 2014, kar pa je povezano z znatno višjimi stroški izdaje in pa tudi pridobivanjem mednarodnih bonitetnih ocen. Pri analizi stroškov, povezanih z izdajo podjetniških KZ ali obveznic, smo predstavili strukturo stroškov izdaj, in sicer stroške, ki so povezani pri izdajah preko domačega kapitalskega trga – posebej stroške KDD, LJSE, borznih članov, ATVP in druge stroške povezane z izdajami podjetniških KZ ali obveznic.

Pri analizi ročnosti smo pri obveznicah ugotovili, da so na začetku obravnavanega obdobja sicer bile prisotne obveznice z daljšimi ročnostmi od 5 let, nato pa sta podjetij Sava d. d. ter DZS d. d. zašli v finančne težave ter s tem načele vprašanje sploh verjetnosti poplčila izdanih obveznic, kar je botrovalo k večji previdnosti vlagateljev do tovrstnih naložb. Obveznice, ki so bile izdane po letu 2011, so imele vse ročnosti 5 let ali manj. Sicer je imelo kar 11 od skupno 18 izdaj (oziroma 61,1 % vseh obravnavanih izdaj) obveznic v obdobju 2009–2015 ročnosti 5 let in te izdaje so predstavljale 66,8 % nominalne vrednosti vseh izdaj podjetniških obveznic. Pri KZ so bile pri prvih izdajah od leta 2011 do vključno leta 2013 značilne ročnosti do vključno 6 mesecev (11 oziroma 85 % vseh izdaj od skupno 13 izdaj v obdobju od 2011–2013 je imelo ročnosti do vključno 6 mesecev), ki pa so se z zaupanjem med izdajatelji in vlagatelji nato v letih 2014 in 2015 pričele podaljševati vse tja do 12 mesecev (20 oziroma 95 % vseh izdaj od skupno 21 izdaj v letih 2014 in 2015 je imelo ročnosti nad 6 mesecev). Skupno je tako v obravnavanem obdobju 2009–2015 kar 16 izdaj KZ (oziroma 47 % vseh izdaj) imelo ročnost 12 mesecev, pri čemer ne gre prezreti niti dejstva, da so izdaje KZ z ročnostjo 6 mesecev ali manj predstavljale vrednostno kar 50 % (oziroma 331,3 milijona evrov) vseh izdaj KZ v obravnavanem obdobju.

Pri analizi donosnosti KZ smo ugotovili, da so v obdobju 2009–2015 znašali povprečni kreditni pribitki domačih KZ podjetij, katerih delnice kotirajo na LJSE 228 bps nad donosnostjo državnih zakladnih menic s primerljivimi ročnostmi, medtem ko so omenjeni kreditni pribitki za segment podjetij, katerih delnice niso uvrščene na organiziran trg LJSE, v povprečju višji in so znašali 300 bps. Na segmentu obveznic smo ugotovili, da so povprečni kreditni pribitki donosnosti obveznic podjetij, katerih delnice kotirajo na LJSE, znašali 187 bps (brez upoštevanih finančnih holdingov) nad donosnostjo domačih državnih obveznic primerljivih ročnosti, medtem ko so bili omenjeni kreditni pribitki za segment podjetij, katerih delnice niso uvrščene na organiziran trg LJSE, v povprečju višji in so znašali 271 bps.

V regresijski analizi smo na podlagi različnih preučevanih pojasnjevalnih spremenljivk poiskali najoptimalnejši model multiple linearne regresije, ki najboljše pojasnjuje oblikovanje kreditnih pribitkov domačih podjetniških KZ nad donosnostjo državnih zakladnih menic primerljive ročnosti in pa oblikovanje kreditnih pribitkov domačih podjetniških obveznic nad donosnostjo državnih obveznic primerljive ročnosti. Na segmentu KZ je ocena multiplega determinacijskega koeficienta najboljšega linearnega modela multiple regresije znašala 0,752, medtem ko je na segmentu obveznic znašala vrednost multiplega determinacijskega koeficienta pri najboljšem linearnem modelu multiple regresije 0,876.

LITERATURA IN VIRI

1. ADRIA MOBIL, d. o. o. Novo mesto. (2013). *Letno poročilo podjetja Adria Mobil, d. o. o., za leto 2013*. Novo mesto: ADRIA MOBIL, d. o. o. Novo mesto.
2. ATVP. (b.l.). Tarifa o taksah in nadomestilih. Najdeno dne 3. januarja 2016 na spletnem naslovu http://www.a-tvp.si/Documents/815npbTarife_o_tasah_in_nadomestilih.doc
3. Banka Slovenije. (2009). *Bilten Banke Slovenije, november 2009*. Ljubljana: Banka Slovenije.
4. Banka Slovenije. (2010). Stabilnost slovenskega bančnega sistema, december 2010. Najdeno 23. decembra 2015 na spletnem naslovu <https://www.bsi.si/library/includes/datoteka.asp?DatotekaId=4150>
5. Banka Slovenije. (2012a). *Bilten Banke Slovenije, marec 2012*. Ljubljana: Banka Slovenije.
6. Banka Slovenije. (2012b). *Bilten Banke Slovenije, september 2012*. Ljubljana: Banka Slovenije.
7. Banka Slovenije. (2013a). *Bilten Banke Slovenije, februar 2013*. Ljubljana: Banka Slovenije.
8. Banka Slovenije. (2013b). *Bilten Banke Slovenije, september 2013*. Ljubljana: Banka Slovenije.
9. Banka Slovenije. (2014a). *Bilten Banke Slovenije, julij – avgust 2014*. Ljubljana: Banka Slovenije.
10. Banka Slovenije. (2014b). *Bilten Banke Slovenije, marec 2014*. Ljubljana: Banka Slovenije.
11. Banka Slovenije. (2014c). Stabilnost slovenskega bančnega sistema, december 2014. Najdeno 23. decembra 2015 na spletnem naslovu <https://www.bsi.si/library/includes/datoteka.asp?DatotekaId=6073>
12. Banka Slovenije. (2015a). *Bilten Banke Slovenije, januar 2015*. Ljubljana: Banka Slovenije.
13. Banka Slovenije. (2015b). *Bilten Banke Slovenije, julij – avgust 2015*. Ljubljana: Banka Slovenije.
14. Banka Slovenije. (2015c). *Bilten Banke Slovenije, december 2015*. Ljubljana: Banka Slovenije.
15. Banka Slovenije. (b.l.). Obrestne mere MFI v evroobmočju in v posameznih državah. Najdeno 27. decembra 2015 na spletnem naslovu http://bsi.si/diseminacija/interest_rates_sl.asp?par=INTEREST_RATES_POSTAVKA_SL_L22_F_A_2240_N
16. Banka Slovenije. (b.l.). Obrestne mere monetarnih finančnih institucij - obstoječi posli v domači valuti. Najdeno 28. decembra 2015 na spletnem naslovu http://bsi.si/pxweb/Dialog/varval.asp?ma=I2_4_1S&ti=2%2E4%2E1+Obrestne+mere+monetarnih+finan%28nih+institucij+%2D+obstoje%28i+posli+v+doma%28i+valuti&path=Database/slo/serije/02_fin_trgi/01_om/&lang=12
17. Berk, A., Lončarski, I., & Zajc, P. (2001). *Gradivo za poslovne finance* (prvi osnutek). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

18. Bertoncelj, M. (2011, 25. oktober). Cimos je izdal za dobrih sedem milijonov evrov obveznic; tretjino jih je kupilo hčerinsko podjetje Litostroj Powers. *Finance*. Najdeno 7. januarja na spletnem naslovu <http://www.finance.si/328364/Cimos-svoje-obveznice-prodal-h%C4%8Derinskemu-podjetju>
19. Blatnik, K. (2010). *Finančni trgi in ustanove*. Ljubljana: GZS, Center za poslovno usposabljanje.
20. Bloomberg. (2013). Fixed Income Index Methodology. Najdeno 20. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.bloombergindeces.com/content/uploads/sites/3/2013/05/Index-Family-Methodology.pdf>
21. Bloomberg poslovna aplikacija. (b.l.). Podatki zajeti dne 6. januarja 2015a.
22. Bloomberg poslovna aplikacija. (b.l.). Podatki zajeti dne 22. decembra 2015b.
23. Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2011). *Investments* (ninth edition). New York: McGraw-Hill.
24. Brigham, E. F., & Daves, P. R. (2004). *Intermediate Financial Management* (eighth edition). Mason: Thomson/South-Western.
25. Chen, N. (b.l.). Yield Measures, Spot Rates and Forward Rates. *Academy of Professional Finance*. Najdeno 27. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.google.si/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=4&cad=rja&uact=8&ved=0ahUKEWjQxsaWoOrJAhXLsxQKHUNZBAEQFgg3MAM&url=http%3A%2F%2Fwww.cfaspce.com%2Fattachment%2Ffea3a92dd417165910141903eb22e0de5.pdf&usg=AFQjCNEHbywd0Ly1GEPbMJc-N6TX0tXbPg>
26. *Classification of Financial Markets*. Najdeno 20. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.slideshare.net/fullscreen/Shivamenon/financial-markets-and-their-impact-on-economy/7>
27. The Credit Rating Controversy. (b.l.). V *Council on Foreign Relations*. Najdeno 28. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.cfr.org/financial-crises/credit-rating-controversy/p22328>
28. *Credit ratings explained...* Najdeno 28. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.interest.co.nz/credit-ratings-explained>
29. Eurostat. (b.l.a). HICP - inflation rate. Najdeno dne 5. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tec00118&plugin=1>
30. Evropska centralna banka. (b.l.a). Interest rate statistics (2004 EU Member States & ACCBs). Najdeno 9. januarja 2016 na spletnem naslovu http://sdw.ecb.europa.eu/browseTable.do?REF_AREA=262&REF_AREA=168&REF_AREA=183&REF_AREA=190&REF_AREA=258&REF_AREA=281&REF_AREA=143&node=bbn4864&DATASET=0
31. Evropska centralna banka. (b.l.b). Long-term interest rate for convergence purposes - 10 years maturity, denominated in Euro – Slovenia. Najdeno 28. decembra 2015 na spletnem naslovu http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=229.IRS.M.SI.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&periodSortOrder=ASC

32. Evropska centralna banka. (b.l.c). Yield curve spot rate, 1-year maturity - Government bond, nominal, all issuers whose rating is triple A - Euro area (changing composition). Najdeno 28. decembra 2015 na spletnem naslovu http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=165.YC.B.U2.EUR.4F.G_N_A.SV_C_YM.SR_1Y
33. Evropska centralna banka. (b.l.d). Yield curve spot rate, 5-year maturity - Government bond, nominal, all issuers whose rating is triple A - Euro area (changing composition). Najdeno 28. decembra 2015 na spletnem naslovu http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=165.YC.B.U2.EUR.4F.G_N_A.SV_C_YM.SR_5Y
34. Evropska centralna banka. (b.l.e). Yield curve spot rate, 10-year maturity - Government bond, nominal, all issuers whose rating is triple A - Euro area (changing composition). Najdeno 28. decembra 2015 na spletnem naslovu http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=165.YC.B.U2.EUR.4F.G_N_A.SV_C_YM.SR_10Y
35. Fabozzi, F. J., & Mann, S. V. (2005). *The Handbook of Fixed Income Securities* (seventh edition). New York: McGraw-Hill.
36. *Financial Cbonds Information*. (b.l.a). Najdeno 2. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://cbonds.com/emissions/issue/12238>
37. *Financial Cbonds Information*. (b.l.b). Najdeno 2. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://cbonds.com/emissions/issue/78627>
38. Fišer, R. (2009). *Uvod v finančne trge in institucije*. Ljubljana: Zavod IRC.
39. Fixed Income Investments - Differentiating Between Spreads. (b.l.). V *Investopedia*. Najdeno 24. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.investopedia.com/exam-guide/cfa-level-1/fixed-income-investments/differentiating-between-spreads.asp>
40. Gorenje gospodinjski aparati d. d. (2013). *Predstavitveni dokument za prodajo komercialnih zapisov GRV01 – Gorenje gospodinjski aparati d. d. – april 2013*. Velenje: Gorenje gospodinjski aparati d. d.
41. Greece | Credit Rating. (b.l.). V *Trading Economics*. Najdeno 27. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.tradingeconomics.com/greece/rating>
42. Ilirika d. d. (2015). *Časovni okvir postopka izdaje podjetniških KZ* (interno gradivo). Ljubljana: Ilirika d. d.
43. Ilirika d. d. (b.l.). *Knjige imetnikov različnih emisij obveznic* (interno gradivo). Ljubljana: Ilirika d. d.
44. *Impol 2000, d. d. – izdaja obveznic*. Najdeno dne 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/izdajatelj_in_clani/obvestila?snid=4694
45. *Instruments in the Money Markets*. Najdeno 24. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.slideshare.net/fullscreen/Shivamenon/financial-markets-and-their-impact-on-economy/15>
46. Introduction - Types Of Financial Markets And Their Roles. (b.l.). V *Investopedia*. Najdeno 24. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.investopedia.com/walkthrough/corporate-finance/1/financial-markets.aspx>

47. *Izdaja komercialnih zapisov člana-izdajatelja Gen-i, d. o. o.* Najdeno dne 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/izdajatelj_in_clani/obvestila?snid=4016
48. *Izdaja komercialnih zapisov člana-izdajatelja Gorenje, d. d.* Najdeno dne 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/izdajatelj_in_clani/obvestila?snid=4056
49. *Izdaja komercialnih zapisov člana-izdajatelja Mercator, d. d.* Najdeno dne 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/izdajatelj_in_clani/obvestila?snid=4002
50. *Izdaja komercialnih zapisov člana-izdajatelja Mercator, d. d. (MEL07).* Najdeno dne 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/izdajatelj_in_clani/obvestila?snid=4109
51. *Izdaja komercialnih zapisov člana-izdajatelja Petrol d. d., Ljubljana.* Najdeno dne 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/izdajatelj_in_clani/obvestila?snid=4046
52. *Izdaja komercialnih zapisov člana-izdajatelja Petrol d. d., Ljubljana (PEK04).* Najdeno dne 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/izdajatelj_in_clani/obvestila?snid=4145
53. *Izdaja komercialnih zapisov družbe Gen-i, d. o. o.* Najdeno dne 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/izdajatelj_in_clani/obvestila?snid=4231
54. *Izdaja komercialnih zapisov družbe Impol 2000 d. d.* Najdeno dne 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/izdajatelj_in_clani/obvestila?snid=4438
55. *Izdaja komercialnih zapisov družbe Incom d. o. o.* Najdeno dne 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/izdajatelj_in_clani/obvestila?snid=4606
56. *Izdaja komercialnih zapisov družbe Mercator, d. d.* Najdeno dne 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/izdajatelj_in_clani/obvestila?snid=4598
57. *Izdaja komercialnih zapisov družbe Mlinotest d. d.* Najdeno dne 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/izdajatelj_in_clani/obvestila?snid=4421
58. *Izdaja komercialnih zapisov družbe Petrol d. d., Ljubljana.* Najdeno dne 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/izdajatelj_in_clani/obvestila?snid=4262
59. *Izdaja komercialnih zapisov družbe SGP Pomgrad d. d.* Najdeno dne 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/izdajatelj_in_clani/obvestila?snid=4578
60. *Izdaja komercialnih zapisov družbe SIJ, d. d., Ljubljana.* Najdeno dne 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/izdajatelj_in_clani/obvestila?snid=4527
61. *Izdaja komercialnih zapisov družbe Telekom Slovenije, d. d.* Najdeno dne 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/izdajatelj_in_clani/obvestila?snid=4250
62. *Izdaja komercialnih zapisov družbe Valiant d. o. o.* Najdeno 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/izdajatelj_in_clani/obvestila?snid=4392
63. *Izdaja komercialnih zapisov družbe Valiant d. o. o. (VAL02).* Najdeno 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/izdajatelj_in_clani/obvestila?snid=4513
64. *Izdaja komercialnih zapisov izdajatelja Mercator, d. d. (MEL01).* Najdeno dne 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/izdajatelj_in_clani/obvestila?snid=3661
65. *Izdaja komercialnih zapisov izdajatelja Mercator, d. d. (MEL02).* Najdeno dne 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/izdajatelj_in_clani/obvestila?snid=3755

66. *Izdaja komercialnih zapisov izdajatelja Mercator, d. d. (MEL04)*. Najdeno dne 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/izdajatelj_in_clani/obvestila?snid=3872
67. *Izdaja komercialnih zapisov izdajatelja Mercator, d. d. (MEL05)*. Najdeno dne 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/izdajatelj_in_clani/obvestila?snid=3918
68. *Izdaja komercialnih zapisov izdajatelja Petrol d. d., Ljubljana*. Najdeno dne 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/izdajatelj_in_clani/obvestila?snid=3912
69. *Izdaja obveznic CVS MOBILE d. d. (CVS4)*. Najdeno 7. januarja 2016 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/izdajatelj_in_clani/obvestila?snid=4284
70. *Izdaja obveznic člana-izdajatelja DUTB, d. d.* Najdeno 7. januarja 2016 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/_files/1061/OBV215_2013.pdf
71. *Izdaja obveznic člana-izdajatelja DUTB, d. d.* Najdeno 7. januarja 2016 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/_files/1062/OBV216_2013.pdf
72. *Izdaja obveznic člana-izdajatelja Tušmobil d. o. o.* Najdeno dne 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/izdajatelj_in_clani/obvestila?snid=4098
73. *Izdaja obveznic družbe DUTB, d. d. (DUT03)*. Najdeno 7. januarja 2016 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/_files/1116/OBV%20209_2014.pdf
74. *Izdaja obveznic družbe DUTB, d. d. (DUT04)*. Najdeno 7. januarja 2016 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/_files/1131/OBV259_2014.pdf
75. *Izdaja obveznic družbe Gorenje, d. d.* Najdeno dne 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/izdajatelj_in_clani/obvestila?snid=4403
76. *Izdaja obveznic družbe KD Group d. d.* Najdeno 7. januarja 2016 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/izdajatelj_in_clani/obvestila?snid=4305
77. *Izdaja obveznic družbe KD Group d. d. (KDH4)*. Najdeno 7. januarja 2016 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/izdajatelj_in_clani/obvestila?snid=4546
78. *Izdaja obveznic družbe SDH, d. d. (SOS3)*. Najdeno dne 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/_files/1184/OBV137_2015.pdf
79. *Izdaja obveznic izdajatelja CVS MOBILE d. d.* Najdeno 7. januarja 2016 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/izdajatelj_in_clani/obvestila?snid=3577
80. *Izdaja obveznic izdajatelja DZS, d. d.* Najdeno dne 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/izdajatelj_in_clani/obvestila?snid=3557
81. *Izdaja obveznic izdajatelja G Skupina d. d.* Najdeno dne 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/izdajatelj_in_clani/obvestila?snid=3714
82. *Izdaja obveznic izdajatelja KD d. d.* Najdeno dne 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/izdajatelj_in_clani/obvestila?snid=3417
83. *Izdaja obveznic izdajatelja KS naložbe d. d.* Najdeno dne 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/izdajatelj_in_clani/obvestila?snid=3569
84. *Izdaja obveznic izdajatelja MP BPH d. d.* Najdeno 7. januarja 2016 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/izdajatelj_in_clani/obvestila?snid=2920
85. *Izdaja obveznic izdajatelja Petrol d. d., Ljubljana (PET1)*. Najdeno dne 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/izdajatelj_in_clani/obvestila?snid=3051

86. *Izdaja obveznic izdajatelja Petrol d. d., Ljubljana (PET2)*. Najdeno dne 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/izdajatelj_in_clani/obvestila?snid=3703
87. *Izdaja obveznic izdajatelja Petrol d. d., Ljubljana (PET3)*. Najdeno dne 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/izdajatelj_in_clani/obvestila?snid=3965
88. *Izdaja obveznic izdajatelja Sava, d. d.* Najdeno dne 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/izdajatelj_in_clani/obvestila?snid=3202
89. *Izdaja obveznic izdajatelja Zavarovalnica Triglav, d. d.* Najdeno dne 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/izdajatelj_in_clani/obvestila?snid=3209
90. *Izdaja obveznic SIJ, d. d., Ljubljana (SIJ2)*. Najdeno dne 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/_files/1126/OBV236_2014.pdf
91. *Izdaja obveznic SIJ, d. d., Ljubljana (SIJ3)*. Najdeno dne 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/_files/1186/OBV155_2015_SIJ.pdf
92. KDD Centralna klirinško depotna družba d. d. (2015). Pravila poslovanja KDD. Najdeno 2. januarja 2016 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/_files/1177/Pravila%20poslovanja%20KDD%20%2009052015.pdf
93. KDD Centralna klirinško depotna družba d. d. (2016). Tarifa KDD. Najdeno 2. januarja 2016 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/_files/1211/Tarifa%20KDD%2001%2001%202016.pdf
94. KDD Centralna klirinško depotna družba d. d. (b.l.). *Iskalnik po vrednostnih papirjih*. Najdeno 28. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/vrednostni_papirji/iskalnik_po_vp
95. Klemenčič, M. (2004). *Analiza razvoja slovenskega kapitalskega trga in borznih gibanj* (diplomsko delo). Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
96. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana. (2000). *Mesečne statistike Ljubljanske borze, december in leto 2000*. Ljubljana: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana.
97. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana. (2001). *Mesečne statistike Ljubljanske borze, december 2001 in leto 2001*. Ljubljana: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana.
98. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana. (2002). *Mesečne statistike Ljubljanske borze, december 2002 in leto 2002*. Ljubljana: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana.
99. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana. (2003). *Mesečne statistike Ljubljanske borze, december in leto 2003*. Ljubljana: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana.
100. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana. (2004). *Mesečne statistike Ljubljanske borze, december in leto 2004*. Ljubljana: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana.
101. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana. (2005). *Mesečne statistike Ljubljanske borze, december in leto 2005*. Ljubljana: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana.

102. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana. (2006). *Mesečne in letne statistike Ljubljanske borze, december in leto 2006*. Ljubljana: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana.
103. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana. (2007). *Mesečne in letne statistike Ljubljanske borze, december in leto 2007*. Ljubljana: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana.
104. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana. (2008). *Mesečne in letne statistike Ljubljanske borze, december in leto 2008*. Ljubljana: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana.
105. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana. (2009). *Mesečne in letne statistike Ljubljanske borze, december in leto 2009*. Ljubljana: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana.
106. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana. (2010). *Mesečne in letne statistike Ljubljanske borze, december in leto 2010*. Ljubljana: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana.
107. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana. (2011). *Letne statistike Ljubljanske borze, leto 2011*. Ljubljana: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana.
108. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana. (2012). *Letna statistika Ljubljanske borze, leto 2012*. Ljubljana: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana.
109. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana. (2013). *Letna statistika Ljubljanske borze, leto 2013*. Ljubljana: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana.
110. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana. (2014). *Statistike Ljubljanske borze, leto 2014*. Ljubljana: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana.
111. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana. (2015a). Cenik za storitve Ljubljanske borze, d. d., Ljubljana. Najdeno 2. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?att=16900>
112. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana. (2015b). *Statistike Ljubljanske borze, leto 2015*. Ljubljana: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana.
113. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana (b.l.). Arhiv vrednosti VP in indeksov. Najdeno 2. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=1289>
114. Mastnak, S. (2015, 12. maj). Alternativni viri financiranja podjetij. *Finance*. Najdeno 3. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://beta.finance-on.net/files/2015-05-18/MASTNAK-FBK-2015-SM.pdf>
115. *Mercator, d. d. – izdaja komercialnih zapisov*. Najdeno 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/izdajatelj_in_clani/obvestila?snid=4735
116. *Mlinotest d. d. – izdaja komercialnih zapisov*. Najdeno 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/izdajatelj_in_clani/obvestila?snid=4697
117. Mramor, D. (1993). *Uvod v poslovne finance*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
118. Mramor, D. (uredil). (2000). *Trg kapitala v Sloveniji (prikazi-analize-mnenja)*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
119. *MTS Slovenia Daily Fixing*. Najdeno 6. januarja 2016 na spletnem naslovu <https://www.mtsdata.com/content/data/public/rsl/fixing/>

120. Ogrin, J. (28. julij 2012). Draghi poskrbel za optimizem, pa tudi za previdnost. *Dnevnik*. Najdeno 29. decembra 2015 na spletnem naslovu <https://168.63.31.19/1042544008>
121. *Osnovni prospekt z dne 03.10.2012 za izdajo obveznic družbe Ilana d. d.* Najdeno 7. januarja 2016 na spletnem naslovu http://www.atvp.si/Documents/Ilana_prospekt.pdf
122. *Petrol d. d. Ljubljana, bonds Prospectus*. Najdeno 26. Decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.ise.ie/debt_documents/Prospectus%20-%20Standalone_d745deacd54e-40f4-ada0-e6bd62d87bae.PDF?v=2582015
123. *Petrol prejel mednarodno bonitetno oceno*. Najdeno 2. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://www.petrol.si/za-vlagatelje/javne-objave/petrol-prejel-mednarodno-bonitetno-oceno>
124. *Ponovno obvestilo o pravici predčasnega poplāčila nominalne vrednosti glavnice in natečenih obresti iz obveznic družbe TUŠMOBIL, d. o. o.* Najdeno 29. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.alta.si/Novice/6778/Ponovno_obvestilo_o_pravici_predcasnega_poplacila_nominalne_vrednosti_glavnice_in_natecenih_obresti_iz_obveznic_druzbe_TUsMOBIL_doo_
125. Poslovni sistem Mercator d. d. (2013). Predstavitveni dokument za prodajo komercialnih zapisov MEL06 – Poslovni sistem Mercator d. d. – januar 2016. Ljubljana: Poslovni sistem Mercator d. d.
126. *Predstavitveni dokument, uvrstitev 6-mesečnih komercialnih zapisov družbe Petrol d. d., Ljubljana, z oznako PEK01, v trgovanje na organiziranem trgu*. Najdeno 26. decembra 2015 na spletnem naslovu https://www.petrol.si/sites/www.petrol.si/files/attachment/predstavitveni_dokument.pdf
127. *Predstavitveni dokument, uvrstitev 6-mesečnih komercialnih zapisov družbe Petrol d. d., Ljubljana, z oznako PEK02, v trgovanje na organiziranem trgu*. Najdeno 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.petrol.si/files/attachment/predstavitveni_dokument_0.pdf
128. *Predstavitveni dokument, uvrstitev 6-mesečnih komercialnih zapisov družbe Petrol d. d., Ljubljana, z oznako PEK05, v trgovanje na organiziranem trgu*. Najdeno 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.petrol.si/sites/www.petrol.si/files/attachment/predstavitveni_dokument_za_uvrstitev_kz_pek05_v_trgovanje_na_borzi.pdf
129. *Predstavitveni dokument, uvrstitev 9-mesečnih komercialnih zapisov družbe SGP Pomgrad d. d., z oznako SMS01, v trgovanje na organiziranem trgu*. Najdeno 26. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.sgp-pomgrad.si/uploads/cms/predstavitveni-dokument.pdf>
130. *Predstavitveni dokument, uvrstitev 9-mesečnih komercialnih zapisov družbe SIJ – slovenska industrija jekla, d. d., Ljubljana z oznako SIK01 v trgovanje na organiziranem trgu*. Najdeno 26. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.sij.si/assets/Predstavitveni-dokument-za-uvrstitev-komercialnih-zapisov-SIK01-v-trgovanje-1.pdf>
131. *Predstavitveni dokument, uvrstitev 12-mesečnih komercialnih zapisov družbe Gen-i, trgovanje in prodaja električne energije, d. o. o., z oznako GEN02, v trgovanje na organiziranem trgu*. Najdeno 26. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.gen->

- i.si/media/1124/predstavitveni_dokument_ob_uvrstitvi_gen02_na_organiziran_trg_2014.pdf
132. *Predstavitveni dokument, uvrstitev 12-mesečnih komercialnih zapisov družbe Poslovni sistem Mercator, d. d., Ljubljana, z oznako MEL08 v trgovanje na organiziranem trgu.* Najdeno 26. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://seonet.ljse.si/file.aspx?AttachmentID=33485>
 133. *Predstavitveni dokument, uvrstitev 12-mesečnih komercialnih zapisov družbe SIJ, slovenska industrija jekla, d. d., Ljubljana, z oznako SIK02 v trgovanje na organiziranem trgu.* Najdeno 26. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.sij.si/assets/Predstavitveni-dokument-za-uvrstitev-komercialnih-zapisov-SIK02-v-trgovanje-na-organiziranem-trgu.pdf>
 134. *Predstavitveni dokument, uvrstitev 180-dnevnih komercialnih zapisov družbe Petrol d. d., Ljubljana, z oznako PEK03, v trgovanje na organiziranem trgu.* Najdeno 26. decembra 2015 na spletnem naslovu https://www.petrol.si/sites/www.petrol.si/files/attachment/predstavitveni_dokument_ob_uvrstitvi_pek03_na_organiziran_trg.pdf
 135. *Predstavitveni dokument, uvrstitev 182-dnevnih komercialnih zapisov družbe Petrol d. d., Ljubljana, z oznako PEK04, v trgovanje na organiziranem trgu.* Najdeno 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.petrol.si/files/attachment/predstavitveni_dokument_1.pdf
 136. *Predstavitveni dokument, uvrstitev 270-dnevnih komercialnih zapisov družbe Telekom Slovenije, d. d. v trgovanje na organiziranem trgu.* Najdeno 26. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://seonet.ljse.si/file.aspx?AttachmentID=30726>
 137. *Predstavitveni dokument, uvrstitev 360-dnevnih komercialnih zapisov družbe Gen-i, trgovanje in prodaja električne energije, d. o. o., z oznako GEN01, v trgovanje na organiziranem trgu.* Najdeno 26. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://seonet.ljse.si/file.aspx?AttachmentID=28662>
 138. *Predstavitveni dokument za uvrstitev 12-mesečnih komercialnih zapisov družbe Poslovni sistem Mercator, d. d., Ljubljana, z oznako MEL09 v trgovanje na organiziranem trgu.* Najdeno 26. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://seonet.ljse.si/file.aspx?AttachmentID=34143>
 139. *Predstavitveni dokument za uvrstitev komercialnih zapisov družbe Gorenje gospodinjski aparati d. d. (GRV01) – v trgovanje na organiziranem trgu.* Najdeno 26. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://static14.gorenje.com/files/default/Media/News/2013/may/Uvrstitev-komercialnih-zapisov-grv01-na-ljubljansko-borzo.pdf>
 140. *Predstavitveni dokument za uvrstitev komercialnih zapisov družbe Gorenje gospodinjski aparati d. d. (GRV03) v trgovanje na organiziranem trgu Ljubljanska borza d. d.* Najdeno 26. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://static14.gorenje.com/files/default/corporate/investor-relations/Predstavitveni%20dokument%20za%20uvrtitev%20KZ%20GRV03%20v%20trgovanje%20na%20organizirani%20trg%20-%20GORENJE%20-%202025%202%202015.pdf>

141. *Predstavitveni dokument za uvrstitev komercialnih zapisov družbe Impol 2000 d. d. (IML01) – v trgovanje na organiziranem trgu.* Najdeno 26. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://seonet.ljse.si/file.aspx?AttachmentID=32373>
142. *Predstavitveni dokument za uvrstitev komercialnih zapisov družbe Poslovni sistem Mercator, d. d. (MEL03) v trgovanje na organiziranem trgu.* Najdeno 26. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://seonet.ljse.si/file.aspx?AttachmentID=26637>
143. *Predstavitveni dokument za uvrstitev komercialnih zapisov družbe Poslovni sistem Mercator, d. d. (MEL04) v trgovanje na organiziranem trgu.* Najdeno 26. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://seonet.ljse.si/file.aspx?AttachmentID=27699>
144. *Predstavitveni dokument za uvrstitev komercialnih zapisov družbe Poslovni sistem Mercator, d. d. (MEL05) v trgovanje na organiziranem trgu.* Najdeno 26. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://seonet.ljse.si/file.aspx?AttachmentID=28108>
145. *Predstavitveni dokument za uvrstitev komercialnih zapisov družbe Poslovni sistem Mercator, d. d. (MEL06) v trgovanje na organiziranem trgu.* Najdeno 26. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://seonet.ljse.si/file.aspx?AttachmentID=28718>
146. *Predstavitveni dokument za uvrstitev komercialnih zapisov GRV02 – Gorenje gospodinjski aparati, d. d. v trgovanje na organiziranem trgu.* Najdeno 26. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://seonet.ljse.si/file.aspx?AttachmentID=30885>
147. *Predstavitveni dokument za uvrstitev komercialnih zapisov MEL07 – Poslovni sistem Mercator, d. d. v trgovanje na organiziranem trgu.* Najdeno 26. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://seonet.ljse.si/file.aspx?AttachmentID=29948>
148. *Prezemna ponudba in prospekt za odkup delnic družbe Plama-pur d. d. Podgrad.* Najdeno 7. januarja 2016 na spletnem naslovu http://www.plama-pur.si/uploads/documents/Ponudba_in_prospekt.pdf
149. Prohaska, Z. (2004). *Finančni trgi.* Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
150. *Prospekt, uvrstitev obveznic družbe SIJ, slovenska industrija jekla, d. d., Ljubljana z oznako SIJ2 v trgovanje na organiziranem trgu.* Najdeno 26. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.sij.si/assets/Uploads/Prospekt-za-uvrstitev-obveznic-SIJ2-v-trgovanje-na-organiziranem-trgu.pdf>
151. *Prospekt za ponudbo obveznic družbe Sava, d. d., z oznako SA02 javnosti.* Najdeno 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.atvp.si/Documents/Prospekt_za_ponudbo_obveznic_SA02_javnosti.pdf
152. *Prospekt za uvrstitev obveznic družbe Adria Mobil, d. o. o. Novo mesto d. d. z oznako ADM2 v trgovanje na organiziranem trgu.* Najdeno 26. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://seonet.ljse.si/file.aspx?AttachmentID=33606>
153. *Prospekt za uvrstitev obveznic družbe Cimos d. d., Koper z oznako CIM2 v trgovanje na organiziranem trgu.* Najdeno 7. januarja 2016 na spletnem naslovu http://www.atvp.si/Documents/Prospekt_za_uvrstitev_obveznic_CIM2_v_trgovanje_na_organiziranem_trgu.pdf
154. *Prospekt za uvrstitev obveznic družbe DZS, založništvo in trgovina, d. d. v trgovanje na organiziranem trgu.* Najdeno 26. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://seonet.ljse.si/file.aspx?AttachmentID=30451>

155. *Prospekt za uvrstitev obveznic družbe Gorenje, d. d. z oznako GV01 v trgovanje na organiziranem trgu.* Najdeno 26. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.atvp.si/Documents/Prospekt%20za%20uvrstitev%20obveznic%20GVO1%20v%20trgovanje.pdf>
156. *Prospekt za uvrstitev obveznic družbe Impol 2000, d. d., Slovenska Bistrica z oznako IM01 v trgovanje na organiziranem trgu.* Najdeno 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.impol.si/files/default/dokumenti/Prospekt_november15.pdf
157. *Prospekt za uvrstitev obveznic družbe KD, finančna družba, d. d. (SKD1) v trgovanje na organiziranem trgu.* Najdeno 26. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://seonet.ljse.si/file.aspx?AttachmentID=23731>
158. *Prospekt za uvrstitev obveznic družbe KD Group, finančna družba, d. d. oznake KDH4 v trgovanje na organiziranem trgu.* Najdeno 7. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://seonet.ljse.si/file.aspx?AttachmentID=33560>
159. *Prospekt za uvrstitev obveznic družbe Petrol d. d., Ljubljana, z oznako PET1 v trgovanje na organiziranem trgu.* Najdeno 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.petrol.si/sites/www.petrol.si/files/attachment/prospekt_za_uvrstitev_obveznic_na_borzni_trg.pdf
160. *Prospekt za uvrstitev obveznic družbe Petrol d. d., Ljubljana z oznako PET2 v trgovanje na organiziranem trgu.* Najdeno 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.petrol.si/sites/www.petrol.si/files/attachment/prospekt_za_uvrstitev_obveznic_pet2_v_trgovanje_na_organiziranem_trgu.pdf
161. *Prospekt za uvrstitev obveznic družbe Petrol d. d., Ljubljana z oznako PET3 v trgovanje na organiziranem trgu.* Najdeno 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.petrol.si/sites/www.petrol.si/files/attachment/prospekt_za_uvrstitev_obveznic_pet3_za_trgovanje_na_organiziranem_trgu.pdf
162. *Prospekt za uvrstitev obveznic družbe SIJ – slovenska industrija jekla, d. d., Ljubljana z oznako SIJ3 v trgovanje na organiziranem trgu.* Najdeno 3. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://seonet.ljse.si/file.aspx?AttachmentID=33743>
163. *Prospekt za uvrstitev obveznic družbe SDH – slovenski državni holding, d. d., Ljubljana z oznako SOS3 v trgovanje na organiziranem trgu.* Najdeno 26. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://seonet.ljse.si/file.aspx?AttachmentID=33649>
164. *Prospekt za uvrstitev obveznic družbe Tušmobil d. o. o., z oznako TUS01, v trgovanje na organiziranem trgu.* Najdeno 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.atvp.si/Documents/Prospekt_Tusmobi_%20d.o.o_z_oznako_TUS01.pdf
165. *Prospekt za uvrstitev obveznic KD Group, finančna družba, d. d. oznake KDH3 v trgovanje na organiziranem trgu.* Najdeno 7. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://seonet.ljse.si/file.aspx?AttachmentID=31594>
166. *Prospekt za uvrstitev obveznic KS naložbe d. d. z oznako KSF1 v trgovanje na organiziranem trgu.* Najdeno 26. decembra 2015 na spletnem naslovu www.ks-nalozbe.com/prospekt%20obveznice.pdf
167. *Prospekt za uvrstitev obveznic Zavarovalnice Triglav d. d., z oznako ZT02 v trgovanje na organiziranem trgu.* Najdeno 26. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://seonet.ljse.si/file.aspx?AttachmentID=22575>

168. *Prva finančna agencija d. o. o. - izdaja komercialnih zapisov*. Najdeno 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/izdajatelji_in_clani/obvestila?snid=4738
169. *SIJ d. d. - izdaja komercialnih zapisov*. Najdeno 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/izdajatelji_in_clani/obvestila?snid=4745
170. *Slowenien, republik eo-bonds 2007(18) - Interaktiver Chart*. Najdeno 6. januarja 2016 na spletnem naslovu http://www.finanztreff.de/kurse_einzelkurs_charts.htn?i=1829823&sektion=interaktiv
171. Statistični urad Republike Slovenije. (2015a). *Statøpis – Statistični pregled Slovenije 2015*. Ljubljana, Statistični urad Republike Slovenije.
172. Statistični urad Republike Slovenije. (2015b, 30. november). Bruto domači proizvod, Slovenija, 3. četrtletje 2015. Najdeno 28. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.stat.si/StatWeb/prikazi-novico?id=5629&idp=1&headerbar=0>
173. Statistični urad Republike Slovenije. (2015c, 30. november). Indeksi cen življenjskih potrebščin, Slovenija, november 2015. Najdeno 28. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.stat.si/StatWeb/prikazi-novico?id=5631&idp=2&headerbar=1>
174. *Tečajnica Ljubljanske borze z dne 8.6.1993*. Najdeno 30. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://racunovodja.com/STA/Novica.aspx?id=1389>
175. *Telekom Slovenije, d. d. bonds Prospectus*. Najdeno 26. Decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.telekom.si/aboutcompany/Prospekt_obveznice_2009.pdf
176. Urad RS za makroekonomske analize in razvoj. (2013). *Poročilo o razvoju 2013*. Ljubljana: Urad RS za makroekonomske analize in razvoj.
177. Urad RS za makroekonomske analize in razvoj. (2014). *Poročilo o razvoju 2014*. Ljubljana: Urad RS za makroekonomske analize in razvoj.
178. Urad RS za makroekonomske analize in razvoj. (2015). *Poročilo o razvoju 2015*. Ljubljana: Urad RS za makroekonomske analize in razvoj.
179. Uredba o nematerializiranih vrednostnih papirjih. *Uradni list RS* št. 45/1995.
180. Uredbe Komisije (ES) št. 809/2004 z dne 29. aprila 2004 o izvajanju Direktive 2003/71/ES Evropskega parlamenta in Sveta o informacijah, ki jih vsebujejo prospekti, in o obliki prospektov, vključitvi informacij s sklicevanjem in objavi teh prospektov in razširjanju oglaševanj. *Uradni list Evropske unije* št. 149 z dne 30.4.2004.
181. *Valiant d. o. o. - izdaja komercialnih zapisov*. Najdeno 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/izdajatelji_in_clani/obvestila?snid=4688
182. *Vpis komercialnih zapisov družbe Gen-i, d. o. o. (GI01)*. Najdeno 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/izdajatelji_in_clani/obvestila?snid=4209
183. *Vpis komercialnih zapisov družbe Gen-i, d. o. o. (GI02)*. Najdeno 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/izdajatelji_in_clani/obvestila?snid=4463
184. *Vpis komercialnih zapisov družbe Gorenje, d. d. (GRV02)*. Najdeno 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/izdajatelji_in_clani/obvestila?snid=4263
185. *Vpis komercialnih zapisov družbe Gorenje, d. d. (GRV03)*. Najdeno 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/izdajatelji_in_clani/obvestila?snid=4511
186. *Vpis komercialnih zapisov družbe Incom d. o. o.* Najdeno 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/izdajatelji_in_clani/obvestila?snid=4336

187. *Vpis obveznic družbe Adria Mobil, d. o. o. Novo mesto*. Najdeno 26. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.kdd.si/izdajatelj_in_clani/obvestila?snid=4550
188. Vukotić, V. (29. julij 2015). SIJ vstopa v lastništvo Perutnine Ptuj. *Dnevnik*. Najdeno 29. decembra 2015 na spletnem naslovu <https://168.63.31.19/1042717725>
189. Waring, D. (7. marec 2015). The Yield Curve: What it is and How it Works. *LearnBonds – bonds and finance news*. Najdeno 22. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://learnbonds.com/14545/the-yield-curve>
190. Yield Curve Risk. (b.l.). V *InvestingAnswers*. Najdeno 28. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.investinganswers.com/financial-dictionary/bonds/yield-curve-risk-2698>
191. Zakon o bančništvu. *Uradni list RS* št. 99/2010-UPB5, 52/2011, 9/2011-ZplaSS-B, 35/2011, 59/2011, 85/2011, 48/2012, 105/2012, 56/2013, 63/2013-ZS-K, 96/2013.
192. Zakon o dohodnini. *Uradni list RS* št. 117/2006.
193. Zakon o dohodnini. *Uradni list RS* št. 59/2006-UPB4.
194. Zakon o gospodarskih družbah. *Uradni list RS* št. 65/2009-UPB3, 33/2011, 91/2011, 32/2012, 57/2012, 44/2013 Odl.US, 82/2013, 55/2015.
195. Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih. *Uradni list RS* št. 75/2015.
196. Zakon o trgu finančnih instrumentov. *Uradni list RS* št. 108/2010-UPB3, 78/2011, 55/2012, 105/2012-ZBan-1J, 63/2013-ZS-K.
197. *Zgodovina bonitetnih ocen*. Najdeno 2. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://www.telekom.si/o-podjetju/za-vlagatelje/financno-upravljanje-in-bonitetna-ocena/bonitetna-ocena>
198. Zupančič, L. N. (2006). *Investiranje v tuje dolžniške vrednostne papirje kot del naložbene politike pokojninskih družb v Sloveniji* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

PRILOGE

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Seznam kratic	1
Priloga 2: Vrednost in število poslov na LJSE s podjetniškimi obveznicami in komercialnimi zapisi v obdobju 2009–2015	2
Priloga 3: Viri podatkov o izdajah podjetniških obveznic v Sloveniji do 31. 12. 2008 po evidenci KDD, ki niso vključene v analizo	3
Priloga 4: Tabela domačih podjetniških izdaj obveznic v obravnavanem obdobju 2009–2015, ki smo jih izvzeli iz analize v četrtem poglavju magistrskega dela	6
Priloga 5: Viri podatkov izdaj podjetniških obveznic in komercialnih zapisov v Sloveniji od 31. 12. 2008 po evidenci KDD, ki so vključene v analizo	8
Priloga 6: Tabela vrednosti spremenljivk uporabljenih v izračunih različnih linearnih modelov multiple regresije za domače komercialne zapise	12
Priloga 7: Tabela vrednosti spremenljivk uporabljenih v izračunih različnih linearnih modelov multiple regresije za domače podjetniške obveznice	14

Priloga 1: Seznam kratic

ATVP	Agencija za trg vrednostnih papirjev
BPS	Osnovna točka (angl. <i>basis point</i> , oziroma tudi izraženo kot <i>bps</i>) predstavlja stotino odstotne točke (1 bps predstavlja torej 0,01 % oz. 0,0001).
CHF	Švicarski frank
DDV	Davek na dodano vrednost
DUTB	Družba za upravljanje terjatev bank, d. d.
EBITDA	EBITDA predstavlja konsolidiran dobiček iz poslovanja izdajatelja povečan za amortizacijo. Opomba: vse vrednosti za zadnjih znanih 12 mesecev poslovanja.
EUR	Evro
ECB	Evropska centralna banka
JPY	Japonski jen
KDD	KDD - Centralna klirinško depotna družba d. d., Ljubljana
KZ	Komercialni zapis ali komercialni zapisi
ROS	Čisti poslovni izid obračunskega obdobja (konsolidirani) ÷ prihodki iz prodaje (konsolidirani). Opomba: vse vrednosti za zadnjih znanih 12 mesecev poslovanja.
Uredba Komisije (ES) št. 809/2004	Uredbe Komisije (ES) št. 809/2004 z dne 29. aprila 2004 o izvajanju Direktive 2003/71/ES Evropskega parlamenta in Sveta o informacijah, ki jih vsebujejo prospekti, in o obliki prospektov, vključitvi informacij s sklicevanjem in objavi teh prospektov in razširjanju oglaševanj (Uradni list Evropske unije, št. 149 z dne 30. 4. 2004)
USD	Ameriški dolar
VP	Vrednostni papir ali vrednostni papirji
YTM	Donosnost do dospelja obveznic (angl. <i>yield to maturity</i>).
ZDA	Združene države Amerike
ZDoh-1	Zakon o dohodnini (Ur.l. RS, št. 59/2006-UPB4)
ZDoh-2	Zakon o dohodnini (Ur.l. RS, št. 117/2006)
ZGD-1	Zakon o gospodarskih družbah (Ur.l. RS, št. 65/2009-UPB3, 33/2011, 91/2011, 32/2012, 57/2012, 44/2013 Odl.US, 82/2013, 55/2015)
ZNVP-1	Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih (Ur.l. RS, št. 75/2015)
ZTFI	Zakon o trgu finančnih instrumentov (Ur.l. RS, št. 108/2010-UPB3, 78/2011, 55/2012, 105/2012-ZBan-1J, 63/2013-ZS-K)

Priloga 2: Vrednost in število poslov na LJSE s podjetniškimi obveznicami in komercialnimi zapisi v obdobju 2009–2015

Tabela 1: Vrednost in število poslov na LJSE s podjetniškimi obveznicami in komercialnimi zapisi v obdobju 2009–2015

Leto	Komerčni zapisi		Podjetniške obveznice		Skupaj	
	Vrednost poslov v EUR	Št. poslov	Vrednost poslov v EUR	Št. poslov	Vrednost poslov v EUR	Št. poslov
2015	3.512.537	14	38.821.963	471	42.334.499	485
2014	9.053.335	29	12.476.449	325	21.529.784	354
2013	4.517.000	39	18.446.345	336	22.963.345	375
2012	269.870	15	16.446.520	242	16.716.390	257
2011	/	/	11.415.630	297	11.415.630	297
2010	/	/	18.667.915	103	18.667.915	103
2009	/	/	8.555.579	77	8.555.579	77
Skupaj	17.352.742	97	116.274.822	1.851	142.183.142	1.948

Vir: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana, Letna statistika Ljubljanske borze, leto 2012, 2012, str. 7-8; Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana, Letna statistika Ljubljanske borze, leto 2013, 2013, str. 6-7; Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana, Letne statistike Ljubljanske borze, leto 2011, 2011, str. 7; Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana, Statistike Ljubljanske borze, leto 2014, 2014, str. 5-6; Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana, Statistike Ljubljanske borze, leto 2015, 2015b, str. 5-6; Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana, Mesečne in letne statistike Ljubljanske borze, december in leto 2009, 2009, str. 12; Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana, Mesečne in letne statistike Ljubljanske borze, december in leto 2010, 2010, str. 12.

Priloga 3: Viri podatkov o izdajah podjetniških obveznic v Sloveniji do 31. 12. 2008 po evidenci KDD, ki niso vključene v analizo

Tabela 2: Tabela izdaj podjetniških obveznic v Sloveniji do 31. 12. 2008 po evidenci KDD, ki niso vključene v analizo magistrskega dela za obravnavano obdobje 2009–2015

ISIN	Oznaka v KDD	Vrsta VP	Izdajatelj	Datum vpisa v KDD	Datum izdaje	Datum zapadlosti	Obrestna mera v %	Skupni nominalni znesek izdaje v EUR	Število izdanih obveznic	Nominalna vrednost obveznic v EUR	Kotacija obveznic na LJSE?
SI0002100467	MLJO	Obveznice	MESTNA OBČINA LJUBLJANA	1.4.1990		1.4.2000		2.305.543	18.037	127,82	Da
SI0002100434	OZG	Obveznice	OBČINA ZAGORJE OB SAVI	31.12.1990		1.1.1999				127,82	Da
SI0002100491	ONM	Obveznice	MESTNA OBČINA NOVO MESTO	1.9.1991		1.9.1998				51,13	Da
SI0002100475	OLSO	Obveznice	OBČINA LAŠKO	1.10.1991	1.10.1991	1.10.2001	10,00%	3.417.603	26.737	127,82	Da
SI0002100509	OPO	Obveznice	OBČINA POSTOJNA	1.2.1992		1.2.1999				51,13	Da
SI0032100453	PGO	Obveznice	TELEKOM SLOVENIJE, d. d.	30.5.1992						127,82	Da
SI0002100483	OSMOE	Obveznice	OBČINA ŠMARJE PRI JELŠAH	1.9.1992	1.9.1992	1.9.2002	10,00%	806.816	1.578	511,29	Da
SI0032100446	LOK	Obveznice	MERCATOR GORENJSKA, d. d.	1.10.1992		1.10.1999				51,13	Da
SI0002100228	SKRIE	Obveznice	D.S.U., d. o. o.	5.1.1996	31.12.1993	31.12.2003	5,00%	22.578.566	44.160	511,29	Da
SI0022100240	BDP1	Obveznice	POTEZA d. d. - v likvidaciji	27.2.1996		5.1.2007		613.550	1.200	511,29	Da
SI0022100539	KDO1E	Obveznice	KD Skladi, d. o. o.	3.7.1996	15.3.1996	15.3.2006	10,00%	4.090.400	80.000	51,13	Da
SI0002100558	SOS2E	Obveznice	SDH, d. d.	21.10.1996	1.6.1996	1.6.2016	6,00%	64.351.612	17.252.443	3,73	Da
SI0032100578	BTC1E	Obveznice	BTC d. d.	6.12.1996	1.1.1996	31.12.2007	10,50%	17.384.200	340.000	51,13	Da
SI0032100719	ACL1E	Obveznice	ACH, d. d., Ljubljana	12.9.1997	15.9.1997	15.9.2006	8,00%	11.401.767	22.300	511,29	Da
SI0032100941	HTB1E	Obveznice	Hoteli Bernardin d. d.	16.6.1999	1.2.1999	1.2.2009	8,50%	10.225.800	20.000	511,29	Da
SI0032100958	SM01	Obveznice	SI.MOBIL d. d.	6.7.1999	1.3.1999	1.1.2002	6,00%	2.556.459	5.000	511,29	Da
SI0022100968	NI01	Obveznice	NFD INVESTICIJSKO SVETOVANJE d. o. o.	5.8.1999	15.2.1999	15.2.2006	TOM + 5,5%	9.062.928	16.000	566,43	Da
SI0022101016	BDP2	Obveznice	POTEZA d. d. - v likvidaciji	22.11.1999	15.4.1999	5.1.2007	7,50%	1.500.000	15.000	100,00	Da
SI0032101113	SIPAE	Obveznice	SIP, d. d. Šempeter v Savinjski dolini	21.1.2000	15.10.1999	15.10.2009	6,00%	3.323.397	32.500	102,26	Da
SI0032101121	SIPBE	Obveznice	SIP, d. d. Šempeter v Savinjski dolini	21.1.2000	15.10.1999	15.10.2009	6,00%	1.763.957	17.250	102,26	Da
SI0032100628	IL1I	Obveznice	LIVAR, d. d.	14.2.1997		21.9.2000				100,00	Ne
SI0032100685	DUK1	Obveznice	DUS KRONA d. o. o., Ljubljana	1.7.1997		4.2.2000				51,13	Ne
SI0032100776	SZ01	Obveznice	SIJ d. d. (SLOVENSKE ŽELEZARNE, d. d.)	31.12.1997		9.9.2002		127.166.472	248.716	511,29	Ne
SI0032101071	DUK2	Obveznice	DUS KRONA d. o. o., Ljubljana	24.1.2000	1.11.1999	1.11.2005		562.900	5.629	100,00	Ne
SI0032101527	BTC2	Obveznice	BTC d. d.	30.10.2001	1.8.2001	19.12.2006	7,00%	40.000.000	400.000	100,00	Da
SI0032101683	NAL1	Obveznice	NAMA d. d. Ljubljana	25.4.2002	25.4.2002	31.12.2007	EUR+ 7,00%	3.980.116	953.795	4,17	Da
SI0022102063	ZT01	Obveznice	ZAV. TRIGLAV, d. d.	29.12.2003	20.10.2003	20.10.2013	5,13%	30.000.000	30.000	1.000,00	Da
SI0022102121	PNO1	Obveznice	POTEZA NALOŽBE d. o. o. - v steč.	17.2.2004	15.11.2003	15.11.2011	5,25%	10.000.000	100.000	100,00	Da
SI0032102285	FMR1	Obveznice	FMR d. d.	10.11.2004	11.10.2004	11.10.2009	4,60%	5.000.000	50.000	100,00	Da
SI0032102293	CIM1	Obveznice	CIMOS d. d.	19.11.2004	1.8.2004	1.8.2011	5,75%	20.000.000	200.000	100,00	Da
SI0032102319	MEO1	Obveznice	MERCATOR, d. d.	21.12.2004	27.9.2004	27.9.2011	4,80%	36.540.000	365.400	100,00	Da
SI0032102350	DEO1	Obveznice	DEOS, d. d.	20.1.2005	1.12.2004	1.12.2014	6,00%	5.825.900	58.259	100,00	Da
SI0032102434	KDH1	Obveznice	KD Group d. d.	29.6.2005	25.5.2005	25.5.2015	5,45%	40.000.000	400.000	100,00	Da

se nadaljuje

ISIN	Oznaka v KDD	Vrsta VP	Izdajatelj	Datum vpisa v KDD	Datum izdaje	Datum zapadlosti	Obrestna mera v %	Skupni nominalni znesek izdaje v EUR	Število izdanih obveznic	Nominalna vrednost obveznic v EUR	Kotacija obveznic na LJSE?
SI0032102517	KDH2	Obveznice	KD Group d. d.	8.12.2005	25.10.2005	25.10.2015	4,85%	40.000.000	400.000	100,00	Da
SI0032102756	DRK1	Obveznice	Droga Kolinska d. d.	6.12.2007	7.12.2007	7.12.2010	5,50%	30.000.000	30.000	1.000,00	Da
SI0032102863	DPR1	Obveznice	DELO PRODAJA, d. d.	18.7.2008	23.6.2008	23.6.2018	6M + 0,60%	46.624.700	4.662.470	10,00	Da
SI0032102897	PSN1	Obveznice	SKUPINA, d. d. - v stečaju	30.10.2008	1.10.2008	1.10.2011	7,50%	15.415.000	15.415	1.000,00	Da
SI0032101170	GED1	Obveznice	GZL GEOPROJEKT, d. d. - v likvidaciji	22.5.2000		26.4.2004		600.000	600	1.000,00	Ne
SI0022101263	PRL1	Obveznice	PROBANKA LEASING LJUBLJANA, d. o. o.	2.10.2000		1.8.2005		3.000.000	30.000	100,00	Ne
SI0022101255	PBL1	Obveznice	PROBANKA LEASING d. o. o.	2.10.2000		1.8.2005		3.000.000	30.000	100,00	Ne
SI0022101248	PBD1	Obveznice	PROBANKA finančna družba d. o. o.	2.10.2000		1.8.2005		2.921.048	70.000	41,73	Ne
SI0022101453	MPL1	Obveznice	MEDVEŠEK PUŠNIK d. d.	10.7.2001		26.5.2003	TOM + 8%	667.668	80.000	8,35	Ne
SI0032101469	HB02	Obveznice	Hoteli Bernardin d. d.	31.7.2001		14.12.2001		12.518.982	24.485	511,29	Ne
SI0022101719	ZVM1	Obveznice	ZAV. MARIBOR d. d.	28.6.2002		25.5.2009		9.649.603	231.239	41,73	Ne
SI0022101750	ZTI1	Obveznice	ZAV. TILIA, d. d.	14.8.2002		19.7.2009		1.585.740	38.000	41,73	Ne
SI0032101873	LEV1	Obveznice	Novo mesto HOTEL LEV d. o. o.	8.1.2003		30.6.2005		11.000.000	110.000	100,00	Ne
SI0022102022	SLZ1	Obveznice	ADRIATIC SLOVENICA d. d.	29.8.2003		16.6.2010		5.008.320	12.000	417,36	Ne
SI0032102137	GOR1	Obveznice	GORIŠKE OPEKARNE d. d.	2.3.2004		14.8.2006		2.500.000	2.500	1.000,00	Ne
SI0022102162	MPL2	Obveznice	MEDVEŠEK PUŠNIK d. d.	26.4.2004		10.2.2009		1.770.000	177	10.000,00	Ne
SI0022102170	MDU1	Obveznice	MEDVEŠEK PUŠNIK DZU d. d.	14.5.2004		15.3.2009		160.000	16	10.000,00	Ne
SI0022201345	PLH1	Obveznice	PULSAR NALOŽBE d. o. o.	26.7.2005		30.6.2010		2.613.733	626.355	4,17	Ne
SI0022102469	PBH1	Obveznice	PUBLIKUM HOLDING d. o. o.	28.7.2005		15.7.2012		8.750.000	8.750	1.000,00	Ne
SI0022102477	PBH2	Obveznice	PUBLIKUM HOLDING d. o. o.	28.7.2005		15.7.2012		6.250.000	6.250	1.000,00	Ne
SI0022201352	FIR1	Obveznice	ENPET d. o. o. (Finira d. d.)	31.3.2006		31.10.2011		6.087.577	1.458.827	4,17	Ne
SI0032102624	VAT1	Obveznice	VATES d. o. o.	17.7.2006		2.11.2011	5%	5.700.000	57.000	100,00	Ne
SI0022102659	GBD1	Obveznice	G Skupina d. d. - v stečaju	4.10.2006		1.10.2011	4,00%	2.000.000	4.000	500,00	Ne
SI0032102673	CVS1	Obveznice	CVS MOBILE d. d.	11.1.2007		1.9.2009	12,00%	400.000	400	1.000,00	Ne
SI0032102749	CVS2	Obveznice	CVS MOBILE d. d.	7.11.2007		2.7.2012	9,00%	500.000	500	1.000,00	Ne
SI0032102806	TAS1	Obveznice	TAB-SYSTEMS d. d.	16.4.2008		27.12.2012	7%	75.000	150	500,00	Ne
SI0032102830	CAL1	Obveznice	CASINO LJUBLJANA d. d. - v stečaju	5.6.2008		28.7.2009	6,50%	2.828.000	2.828	1.000,00	Ne
SI0032102889	SU1	Obveznice	SIJ d. d.	8.10.2008		14.10.2013	12M + 1,80%	50.000.000	1.000	50.000,00	Ne

Legenda: Kjer so prazne vrstice, nismo uspeli pridobiti podatka; obrestna mera 12M+1,80 % pomeni 12-mesečni EURIBOR povečan za 1,80 %; TOM+5,5 % pomeni temeljno obrestno mero povečano za 5,5 %; EUR+7 % pomeni 7 % obrestno mero, merjeno v evrih.

Vir: Iskalnik po vrednostnih papirjih, b.l.; Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana, Mesečne in letne statistike Ljubljanske borze, december in leto 2006, 2006, str. 53-59; Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana, Mesečne in letne statistike Ljubljanske borze, december in leto 2007, 2007, str. 48-54; Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana, Mesečne in letne statistike Ljubljanske borze, december in leto 2008, 2008, str. 41-46; Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana, Mesečne statistike Ljubljanske borze, december 2001 in leto 2001, 2001, str. 45-50; Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana, Mesečne statistike Ljubljanske borze, december 2002 in leto 2002, 2002, str. 49-55; Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana, Mesečne

statistike Ljubljanske borze, december in leto 2000, 2000, str. 46-50; Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana, Mesečne statistike Ljubljanske borze, december in leto 2003, 2003, str. 47-53; Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana, Mesečne statistike Ljubljanske borze, december in leto 2004, 2004, str. 47-53; Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana, Mesečne statistike Ljubljanske borze, december in leto 2005, 2005, str. 52-60.

Priloga 4: Tabela domačih podjetniških izdaj obveznic v obravnavanem obdobju 2009–2015, ki smo jih izvzeli iz analize v četrtem poglavju magistrskega dela

Tabela 3: Domače podjetniške izdaje obveznic v obravnavanem obdobju 2009–2015, ki smo jih izvzeli iz analize v četrtem poglavju magistrskega dela

Oznaka v KDD	Izdajatelj	Datum izdaje	Datum zap.	Nominalni znesek izdaje v EUR	Obr. mera	Razlog za izključitev iz analize
ADM1	ADRIA MOBIL, d. o. o. Novo mesto	30.1.2014	30.4.2015	24.000.000	4,80 %	Obveznice izdane po sprejetju skupščinskega sklepa o izplačilu dividend in kasneje prenesene iz ACH d. d. na DUTB d. d.
AGO1	AG d. d.	31.1.2011	1.3.2026	2.000.000	7,50 %	Delno plačilo v obveznicah v prevzemu Plama Pur d. d.
CIM2	CIMOS d. d.	1.8.2011	1.8.2014	7.145.000	6,42 %	Delno refinanciranje predhodne izdaje CIM1 večinoma s strani obstoječih imetnikov in lastnikov.
CVS3	CVS Mobile d. d.	15.1.2011	24.2.2014	355.000	7,5 %	Delno refinanciranje predhodne izdaje CVS2 večinoma s strani obstoječih vpisnikov.
CVS4	CVS Mobile d. d.	17.4.2014	1.4.2016	202.000	6,80 %	Delno refinanciranje predhodne izdaje CVS3 večinoma s strani obstoječih vpisnikov.
DUT01	DUTB, d. d.	20.12.2013	15.12.2015	505.800.000	3,75 %	Izdaje v okviru prevzemanja slabih terjatev in reševanja domačega bančnega sistema.
DUT02	DUTB, d. d.	20.12.2013	15.12.2016	505.800.000	4,50 %	Izdaje v okviru prevzemanja slabih terjatev in reševanja domačega bančnega sistema.
DUT03	DUTB, d. d.	20.10.2014	15.12.2017	424.600.000	1,50 %	Izdaje v okviru prevzemanja slabih terjatev in reševanja domačega bančnega sistema.
DUT04	DUTB, d. d.	19.12.2014	15.12.2017	127.000.000	1,375 %	Izdaje v okviru prevzemanja slabih terjatev in reševanja domačega bančnega sistema.
ILA01	ILANA d. d.	7.12.2011*	31.12.2014	3.320.000	5,00 %	Zamenljive obveznice. Nenavaden način trženja in vpisovanja.
KDH3	KD Group d. d.	30.6.2014	30.6.2024	4.302.140	6,00 %	Delničarji, imetniki prednostnih delnic KDHP, ki so bili na dan vpisa sklepa o zmanjšanju osnovnega kapitala z dne 15.11.2013 vpisani kot imetniki prednostnih delnic (razen delničarja KD Group d. d.), so prejeli za vsako delnico po eno prednostno delnico.
KDH4	KD Group d. d.	15.4.2015	15.12.2021	14.622.000	6M + 5,60 %	Refinanciranje predhodnih izdaj: vplačilo z izročitvijo ene obveznice KDH1 ali KDH2 za eno obveznico KDH4.
MPL3	MEDVEŠEK PUŠNIK d. d.	1.2.2009	3.2.2014	1.500.000	7,50 %	Podaljševanje predhodne izdaje MPL2 večinoma s strani obstoječih vpisnikov.

Legenda: * Datum vpisa v KDD.

Vir: Adria Mobil, d. o. o. Novo mesto, Letno poročilo podjetja Adria Mobil, d. o. o., za leto 2013, 2013, str. 60; Ilirika d. d., Knjige imetnikov različnih emisij obveznic, 2015; Iskalnik po vrednostnih papirjih, b.l.; Izdaja obveznic CVS Mobile d. d. (CVS4), 2016; Izdaja obveznic člana-izdajatelja DUTB, d. d., 2016, str. 1-14; Izdaja obveznic člana-izdajatelja DUTB, d. d., 2016, str. 1-14; Izdaja obveznic družbe DUTB, d. d. (DUT03), 2016, str. 1-14; Izdaja obveznic družbe DUTB, d. d. (DUT04), 2016, str. 1-14; Izdaja obveznic družbe KD Group d. d. (KDH4), 2016; Izdaja obveznic družbe KD Group d. d., 2016; Izdaja obveznic izdajatelja CVS MOBILE d. d., 2016; Izdaja obveznic izdajatelja MP BPH d. d., 2016; M. Bertoncelej, Cimos je izdal za dobrih sedem milijonov evrov obveznic; tretjino jih je kupilo hčerinsko podjetje Litostroj Powers, 2011; Osnovni prospekt z dne 03.10.2012 za izdajo obveznic družbe Ilana d. d., 2016, str. 1-65; Prevzemna ponudba in prospekt za odkup delnic družbe Plama-pur d. d. Podgrad, 2016, str. 1-63; Prospekt za uvrstitev obveznic družbe Adria Mobil, d.o.o. Novo mesto z oznako ADM2 v trgovanje na organiziranem trgu, 2016, str. 1-81; Prospekt za uvrstitev obveznic družbe Cimos d. d., Koper

z oznako CIM2 v trgovanje na organiziranem trgu, 2016, str. 1-80; Prospekt za uvrstitev obveznic družbe KD Group, finančna družba, d. d. oznake KDH4 v trgovanje na organiziranem trgu, 2016, str. 1-76; Prospekt za uvrstitev obveznic KD Group, finančna družba, d. d. oznake KDH3 v trgovanje na organiziranem trgu, 2016, str. 1-77.

Priloga 5: Viri podatkov izdaj podjetniških obveznic in komercialnih zapisov v Sloveniji od 31. 12. 2008 po evidenci KDD, ki so vključene v analizo

Tabela 4: Tabela izdaj podjetniških obveznic in komercialnih zapisov v Sloveniji od 31. 12. 2008 po evidenci KDD, ki so vključene v analizo magistrskega dela za obravnavano obdobje 2009–2015

ISIN	Oznaka v KDD	Vrsta VP	Izdajatelj	Datum vpisa v KDD	Datum izdaje	Datum zapadlosti	Obrestna mera v %	Skupni nominalni znesek izdaje v EUR	Število izdanih VP	Nominalna vrednost VP v EUR	Kotacija VP na LJSE?
SI0032500223	MEL01	Instrumenti denarnega trga	MERCATOR, d. d.	18.10.2011	18.10.2011	4.4.2012		9.000.000	180	50.000	Ne
SI0032500280	MEL02	Instrumenti denarnega trga	MERCATOR, d. d.	7.2.2012	7.2.2012	30.7.2012		5.400.000	216	25.000	Ne
SI0032500314	PEK01	Instrumenti denarnega trga	PETROL d. d., Ljubljana	3.4.2012	27.3.2012	27.9.2012	4,10 %	50.000.000	50.000	1.000	Da
SI0032500322	MEL03	Instrumenti denarnega trga	MERCATOR, d. d.	12.4.2012	4.4.2012	1.10.2012	4,07 %	10.300.000	206	50.000	Da
SI0032500389	MEL04	Instrumenti denarnega trga	MERCATOR, d. d.	13.8.2012	30.7.2012	28.1.2013	4,20 %	6.315.000	6.315	1.000	Da
SI0032500439	PEK02	Instrumenti denarnega trga	PETROL d. d., Ljubljana	8.10.2012	27.9.2012	27.3.2013	3,80 %	45.846.000	45.846	1.000	Da
SI0032500447	MEL05	Instrumenti denarnega trga	MERCATOR, d. d.	16.10.2012	1.10.2012	1.4.2013	4,44 %	11.804.000	11.804	1.000	Da
SI0032500470	MEL06	Instrumenti denarnega trga	MERCATOR, d. d.	29.1.2013	29.1.2013	30.7.2013	4,87 %	20.000.000	20.000	1.000	Da
SI0032500512	GEN01	Instrumenti denarnega trga	GEN-I, d. o. o.	19.2.2013	15.2.2013	10.2.2014	4,30 %	30.000.000	30.000	1.000	Da
SI0032500546	PEK03	Instrumenti denarnega trga	PETROL d. d., Ljubljana	3.4.2013	27.3.2013	23.9.2013	3,80 %	60.000.000	60.000	1.000	Da
SI0032500579	GRV01	Instrumenti denarnega trga	GORENJE, d. d.	23.4.2013	25.4.2013	20.12.2013	4,45 %	21.000.000	21.000	1.000	Da
SI0032500637	MEL07	Instrumenti denarnega trga	MERCATOR, d. d.	31.7.2013	31.7.2013	20.12.2013	4,92 %	6.552.000	6.552	1.000	Da
SI0032500678	PEK04	Instrumenti denarnega trga	PETROL d. d., Ljubljana	24.9.2013	23.9.2013	24.3.2014	3,40 %	56.000.000	56.000	1.000	Da
SI0032500777	GI01	Instrumenti denarnega trga	GEN-I, d. o. o.	14.1.2014	14.1.2014	9.1.2015		8.000.000	20.000	1.000	Ne
SI0032500785	GEN02	Instrumenti denarnega trga	GEN-I, d. o. o.	12.2.2014	10.2.2014	9.2.2015	3,80 %	35.000.000	35.000	1.000	Da
SI0032500827	TSK01	Instrumenti denarnega trga	TELEKOM SLOVENIJE, d. d.	11.3.2014	10.3.2014	5.12.2014	3,00 %	50.000.000	50.000	1.000	Da
SI0032500868	PEK05	Instrumenti denarnega trga	PETROL d. d., Ljubljana	25.3.2014	24.3.2014	24.9.2014	2,75 %	50.000.000	50.000	1.000	Da
SI0032500876	GRV02	Instrumenti denarnega trga	GORENJE, d. d.	25.3.2014	25.3.2014	19.12.2014	4,00 %	35.000.000	35.000	1.000	Da
SI0032500975	INC01	Instrumenti denarnega trga	INCOM d. o. o.	1.7.2014	1.7.2014	21.6.2015	5,00 %	1.000.000	20	50.000	Ne
SI0032501049	VAL01	Instrumenti denarnega trga	VALIANT d. o. o.	30.9.2014	29.9.2014	25.9.2015	5,00 %	264.000	264	1.000	Ne
SI0032501080	MAJ01	Instrumenti denarnega trga	MLINOTEST d. d.	28.10.2014	24.10.2014	19.10.2015	3,50 %	900.000	18	50.000	Ne
SI0032501122	IML01	Instrumenti denarnega trga	IMPOL 2000 d. d.	21.11.2014	21.11.2014	16.11.2015	3,50 %	20.000.000	20.000	1.000	Da
SI0032501130	GI02	Instrumenti denarnega trga	GEN-I, d. o. o.	22.12.2014	22.12.2014	15.12.2015		21.780.000	21.780	1.000	Ne
SI0032501171	GRV03	Instrumenti denarnega trga	GORENJE, d. d.	20.2.2015	20.2.2015	18.12.2015	2,20 %	27.000.000	27.000	1.000	Da
SI0032501189	VAL02	Instrumenti denarnega trga	VALIANT d. o. o.	20.2.2015	20.2.2015	15.2.2016		314.000	314	1.000	Ne
SI0032501197	SIK01	Instrumenti denarnega trga	SIJ d. d.	19.3.2015	19.3.2015	18.12.2015	2,20 %	20.000.000	20.000	1.000	Da
SI0032501270	SMS01	Instrumenti denarnega trga	SGP POMGRAD d. d.	22.5.2015	22.5.2015	19.2.2016	3,25 %	4.597.000	4.597	1.000	Da
SI0032501288	MEL08	Instrumenti denarnega trga	MERCATOR, d. d.	12.6.2015	12.6.2015	6.6.2016	2,35 %	20.000.000	20.000	1.000	Da
SI0032501312	INC02	Instrumenti denarnega trga	INCOM d. o. o.	22.6.2015	22.6.2015	16.6.2016	3,50 %	1.000.000	20	50.000	Ne
SI0032501346	VAL03	Instrumenti denarnega trga	VALIANT d. o. o.	1.10.2015	1.10.2015	23.9.2016		264.000	264	1.000	Ne
SI0032501353	MAJ02	Instrumenti denarnega trga	MLINOTEST d. d.	20.10.2015	20.10.2015	14.10.2016	2,40 %	1.200.000	120	10.000	Ne
SI0032501387	MEL09	Instrumenti denarnega trga	MERCATOR, d. d.	27.11.2015	27.11.2015	21.11.2016	1,90 %	20.000.000	20.000	1.000	Da
SI0022501405	PFA01	Instrumenti denarnega trga	PRVA FINANČNA AGENCIJA d. o. o.	4.12.2015	4.12.2015	28.11.2016		2.000.000	2.000	1.000	Ne
SI0032501395	SIK02	Instrumenti denarnega trga	SIJ d. d.	18.12.2015	18.12.2015	16.12.2016	2,20 %	17.662.000	17.662	1.000	Da
SI0032102947	PET1	Obveznice	PETROL d. d., Ljubljana	13.7.2009	29.6.2009	29.6.2014	7,57 %	50.000.000	50.000	1.000,00	Da
SI0032103028	SA01	Obveznice	SAVA, d. d.	29.12.2009	9.12.2009	9.12.2014	7,20 %	26.050.000	26.050	1.000,00	Ne*

se nadaljuje

ISIN	Oznaka v KDD	Vrsta VP	Izdajatelj	Datum vpisa v KDD	Datum izdaje	Datum zapadlosti	Obrestna mera v %	Skupni nominalni znesek izdaje v EUR	Število izdanih VP	Nominalna vrednost VP v EUR	Kotacija VP na LJSE?
SI0022103038	ZT02	Obveznice	ZAVAROVALNIC A TRIGLAV, d. d.	30.12.2009	21.12.2009	21.3.2020	5,95 %	30.000.000	30.000	1.000	Da
XS0473928371	TLSGS V 4 7/8 12/21/16	Obveznice	TELEKOM SLOVENIJE, d. d.	/	21.12.2009	21.12.2016	4,88 %	300.000.000	6.000	50.000	Da
SI0032103135	SKD1	Obveznice	KD d. d.	3.11.2010	7.10.2010	7.10.2017	7,00 %	13.790.000	137.900	100	Da
SI0032103200	DZS2	Obveznice	DZS, d. d.	25.5.2011	5.1.2011	5.1.2021	5,00 %	20.000.000	200.000	100	Da
SI0022103210	KSF1	Obveznice	KS NALOŽBE d. d.	10.6.2011	1.6.2011	1.6.2021	6M + 3,00 %	100.396	100.396	1,00	Da
SI0032103259	PET2	Obveznice	PETROL d. d., Ljubljana	23.12.2011	20.11.2011	20.12.2016	6,75 %	33.000.000	33.000	1.000	Da
SI0032103267	GBS3	Obveznice	G Skupina d. d. - v stečaju	5.1.2012	5.1.2012	1.10.2014	4,00 %	1.719.640	3.307	520	Ne
SI0032103291	PET3	Obveznice	PETROL d. d., Ljubljana	12.12.2012	7.12.2012	7.12.2017	6,00 %	30.158.000	30.158	1.000	Da
SI0032103341	TUS01	Obveznice	TUŠMOBIL d. o. o.	5.7.2013	5.7.2013	5.7.2015	6,50 %	5.020.000	5.020	1.000	Da
XS1028951777	PETGS V 3 1/4 06/24/19	Obveznice	PETROL d. d., Ljubljana	/	23.6.2014	24.6.2019	3,25 %	265.000.000	2.650	100.000	Da
SI0032103424	GV01	Obveznice	GORENJE, d. d.	10.10.2014	10.10.2014	10.10.2019	3,85 %	73.000.000	73.000	1.000	Da
SI0032103465	SIJ2	Obveznice	SIJ d. d.	24.11.2014	24.11.2014	24.11.2019	4,50 %	42.897.000	42.897	1.000	Da
SI0032103507	ADM2	Obveznice	ADRIA MOBIL, d. o. o. Novo mesto	21.4.2015	24.4.2015	24.4.2020	3,75 %	24.000.000	24.000	1.000	Da
SI0002103529	SOS3	Obveznice	SDH, d. d.	24.6.2015	24.6.2015	24.6.2020	2,50 %	100.000.000	100.000	1.000	Da
SI0032103531	SIJ3	Obveznice	SIJ d. d.	21.7.2015	21.7.2015	21.7.2020	4,00 %	51.218.000	51.218	1.000	Da
SI0032103572	IM01	Obveznice	IMPOL 2000 d. d.	19.10.2015	19.10.2015	19.10.2020	3,80 %	50.000.000	50.000	1.000	Da

Legenda: Kjer so prazne vrstice, nismo uspeli pridobiti podatka; obrestna mera 6M+3,00 % pomeni 6-mesečni EURIBOR, povečan za 3,00 %; * obveznice SA01 so bile predvidene, da bodo uvrščene na borzo, a so bile potem šele uvrščene SA02 in kasneje SA03 (nasledniki SA01).

Vir: Impol 2000, d. d. – izdaja obveznic, 2015; Iskalnik po vrednostnih papirjih, b.l.; Izdaja komercialnih zapisov člana-izdajatelja Gen-i, d. o. o., 2015; Izdaja komercialnih zapisov člana-izdajatelja Gorenje, d. d., 2015; Izdaja komercialnih zapisov člana-izdajatelja Mercator, d. d. (MEL07), 2015; Izdaja komercialnih zapisov člana-izdajatelja Mercator, d. d., 2015; Izdaja komercialnih zapisov člana-izdajatelja Petrol d. d., Ljubljana (PEK04), 2015; Izdaja komercialnih zapisov člana-izdajatelja Petrol d. d., Ljubljana, 2015; Izdaja komercialnih zapisov družbe Gen-i, d. o. o., 2015; Izdaja komercialnih zapisov družbe Impol 2000 d. d., 2015; Izdaja komercialnih zapisov družbe Incom d. o. o., 2015; Izdaja komercialnih zapisov družbe Mercator, d. d., 2015; Izdaja komercialnih zapisov družbe Mlinotest d. d., 2015; Izdaja komercialnih zapisov družbe Petrol d. d., Ljubljana, 2015; Izdaja komercialnih zapisov družbe SGP Pomgrad d. d., 2015; Izdaja komercialnih zapisov družbe SIJ, d. d., Ljubljana, 2015; Izdaja komercialnih zapisov družbe Telekom Slovenije, d. d., 2015; Izdaja komercialnih zapisov družbe Valiant d. o. o. (VAL02), 2015; Izdaja komercialnih zapisov družbe Valiant d. o. o., 2015; Izdaja komercialnih zapisov izdajatelja Mercator, d. d. (MEL01), 2015; Izdaja komercialnih zapisov izdajatelja Mercator, d. d. (MEL02), 2015; Izdaja komercialnih zapisov izdajatelja Mercator, d. d. (MEL04), 2015; Izdaja komercialnih zapisov izdajatelja Mercator, d. d. (MEL05), 2015; Izdaja komercialnih zapisov izdajatelja Petrol d. d., Ljubljana, 2015; Izdaja obveznic člana-izdajatelja Tušmobil d. o. o., 2015; Izdaja obveznic družbe Gorenje, d. d., 2015; Izdaja obveznic družbe SDH, d. d. (SOS3), 2015, str. 1-15; Izdaja obveznic izdajatelja DZS, d. d., 2015; Izdaja obveznic izdajatelja G Skupina d. d., 2015; Izdaja obveznic izdajatelja KD d. d., 2015; Izdaja obveznic izdajatelja KS naložbe d. d., 2015; Izdaja obveznic izdajatelja Petrol d. d., Ljubljana (PET1), 2015; Izdaja obveznic izdajatelja Petrol d. d., Ljubljana (PET2), 2015; Izdaja obveznic izdajatelja Petrol d. d., Ljubljana (PET3), 2015; Izdaja obveznic izdajatelja Sava, d. d., 2015; Izdaja obveznic izdajatelja Zavarovalnica Triglav, d. d., 2015; Izdaja obveznic SIJ, d. d., Ljubljana (SIJ2), 2015, str. 1-18; Izdaja obveznic SIJ, d. d., Ljubljana (SIJ3), 2015, str. 1-15; Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana, Letna statistika Ljubljanske borze, leto 2012, 2012, str. 7-8;

Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana, Letna statistika Ljubljanske borze, leto 2013, 2013, str. 6-7; Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana, Letne statistike Ljubljanske borze, leto 2011, 2011, str. 7; Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana, Statistike Ljubljanske borze, leto 2014, 2014, str. 5-6; Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana, Statistike Ljubljanske borze, leto 2015, 2015b, str. 5-6; Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana, Mesečne in letne statistike Ljubljanske borze, december in leto 2009, 2009, str. 12; Ljubljanska borza vrednostnih papirjev d. d. Ljubljana, Mesečne in letne statistike Ljubljanske borze, december in leto 2010, 2010, str. 12; Mercator, d. d. – izdaja komercialnih zapisov, 2015; Mlinotest d. d. – izdaja komercialnih zapisov, 2015; Petrol, d. d. Ljubljana, bonds Prospectus, 2015, 1-304; Predstavitveni dokument za uvrstitev 12-mesečnih komercialnih zapisov družbe Poslovni sistem Mercator, d. d., Ljubljana, z oznako MEL09 v trgovanje na organiziranem trgu, 2015, str. 1-91; Predstavitveni dokument za uvrstitev komercialnih zapisov družbe Gorenje gospodinjski aparati d. d. (GRV01) – v trgovanje na organiziranem trgu, 2015, str. 1-56; Predstavitveni dokument za uvrstitev komercialnih zapisov družbe Gorenje gospodinjski aparati d. d. (GRV03) v trgovanje na organiziranem trgu Ljubljanska borza d. d., 2015, str. 1-91; Predstavitveni dokument za uvrstitev komercialnih zapisov družbe Impol 2000 d. d. (IML01) – v trgovanje na organiziranem trgu, 2015, str. 1-46; Predstavitveni dokument za uvrstitev komercialnih zapisov družbe Poslovni sistem Mercator, d. d. (MEL03) v trgovanje na organiziranem trgu, 2015, str. 1-24; Predstavitveni dokument za uvrstitev komercialnih zapisov družbe Poslovni sistem Mercator, d. d. (MEL04) v trgovanje na organiziranem trgu, 2015, str. 1-23; Predstavitveni dokument za uvrstitev komercialnih zapisov družbe Poslovni sistem Mercator, d. d. (MEL05) v trgovanje na organiziranem trgu, 2015, str. 1-27; Predstavitveni dokument za uvrstitev komercialnih zapisov družbe Poslovni sistem Mercator, d. d. (MEL06) v trgovanje na organiziranem trgu, 2015, str. 1-57; Predstavitveni dokument za uvrstitev komercialnih zapisov GRV02 – Gorenje gospodinjski aparati, d. d. v trgovanje na organiziranem trgu, 2015, str. 1-62; Predstavitveni dokument za uvrstitev komercialnih zapisov MEL07 – Poslovni sistem Mercator, d. d. v trgovanje na organiziranem trgu, 2015, str. 1-68; Predstavitveni dokument, uvrstitev 12-mesečnih komercialnih zapisov družbe Gen-i, trgovanje in prodaja električne energije, d. o. o., z oznako GEN02, v trgovanje na organiziranem trgu, 2015, str. 1-49; Predstavitveni dokument, uvrstitev 12-mesečnih komercialnih zapisov družbe Poslovni sistem Mercator, d. d., Ljubljana, z oznako MEL08 v trgovanje na organiziranem trgu, 2015, str. 1-10; Predstavitveni dokument, uvrstitev 12-mesečnih komercialnih zapisov družbe SIJ, slovenska industrija jekla, d. d., Ljubljana, z oznako SIK02 v trgovanje na organiziranem trgu, 2015, str. 1-88; Predstavitveni dokument, uvrstitev 180-dnevnih komercialnih zapisov družbe Petrol d. d., Ljubljana, z oznako PEK03, v trgovanje na organiziranem trgu, 2015; str. 1-29; Predstavitveni dokument, uvrstitev 182-dnevnih komercialnih zapisov družbe Petrol d. d., Ljubljana, z oznako PEK04, v trgovanje na organiziranem trgu, 2015, str. 1-29; Predstavitveni dokument, uvrstitev 270-dnevnih komercialnih zapisov družbe Telekom Slovenije, d. d. v trgovanje na organiziranem trgu, 2015, str. 1-30; Predstavitveni dokument, uvrstitev 360-dnevnih komercialnih zapisov družbe Gen-i, trgovanje in prodaja električne energije, d. o. o., z oznako GEN01, v trgovanje na organiziranem trgu, 2015, str. 1-44; Predstavitveni dokument, uvrstitev 6-mesečnih komercialnih zapisov družbe Petrol d. d., Ljubljana, z oznako PEK01, v trgovanje na organiziranem trgu, 2015, str. 1-18; Predstavitveni dokument, uvrstitev 6-mesečnih komercialnih zapisov družbe Petrol d. d., Ljubljana, z oznako PEK02, v trgovanje na organiziranem trgu, 2015, str. 1-20; Predstavitveni dokument, uvrstitev 6-mesečnih komercialnih zapisov družbe Petrol d. d., Ljubljana, z oznako PEK05, v trgovanje na organiziranem trgu, 2015, str. 1-28; Predstavitveni dokument, uvrstitev 9-mesečnih komercialnih zapisov družbe SGP Pomgrad d. d., z oznako SMS01, v trgovanje na organiziranem trgu, 2015, str. 1-45; Predstavitveni dokument, uvrstitev 9-mesečnih komercialnih zapisov družbe SIJ – slovenska industrija jekla, d. d., Ljubljana z oznako SIK01 v trgovanje na organiziranem trgu, 2015, str. 1-78; Prospekt za ponudbo obveznic družbe Sava, d. d., z oznako SA02 javnosti, 2015, str. 1-90; Prospekt za uvrstitev obveznic družbe Adria Mobil, d. o. o. Novo mesto d. d. z oznako ADM2 v trgovanje na organiziranem trgu, 2015, str. 1-81; Prospekt za uvrstitev obveznic družbe DZS, založništvo in trgovina, d. d. v trgovanje na organiziranem trgu, 2015, str. 1-66; Prospekt za uvrstitev obveznic družbe Gorenje, d. d. z oznako GV01 v trgovanje na organiziranem trgu, 2015; str. 1-115; Prospekt za uvrstitev obveznic družbe Impol 2000, d. d., Slovenska Bistrica z oznako IM01 v trgovanje na organiziranem trgu, 2015, str. 1-191; Prospekt za uvrstitev obveznic družbe KD, finančna družba, d. d. (SKD1) v trgovanje na organiziranem trgu, 2015, str. 1-86; Prospekt za uvrstitev obveznic družbe Petrol d. d., Ljubljana z oznako PET2 v trgovanje na organiziranem trgu, 2015, str. 1-64; Prospekt za uvrstitev obveznic družbe Petrol d. d., Ljubljana z oznako PET3 v trgovanje na organiziranem trgu, 2015, str. 1-67; Prospekt za uvrstitev obveznic družbe

Petrol d. d., Ljubljana, z oznako PET1 v trgovanje na organiziranem trgu, 2015, str. 1-73; Prospekt za uvrstitev obveznic družbe SDH – slovenski državni holding, d. d., Ljubljana z oznako SOS3 v trgovanje na organiziranem trgu, 2015, str. 1-153; Prospekt za uvrstitev obveznic družbe SIJ – slovenska industrija jekla, d. d., Ljubljana z oznako SIJ3 v trgovanje na organiziranem trgu, 2015, str. 1-113; Prospekt za uvrstitev obveznic družbe Tušmobil d. o. o., z oznako TUS01, v trgovanje na organiziranem trgu, 2015, str. 1-99; Prospekt za uvrstitev obveznic KS naložbe d. d. z oznako KSF1 v trgovanje na organiziranem trgu, 2015, str. 1-60; Prospekt za uvrstitev obveznic Zavarovalnice Triglav d. d., z oznako ZT02 v trgovanje na organiziranem trgu, 2015, str. 1-68; Prospekt, uvrstitev obveznic družbe SIJ, slovenska industrija jekla, d. d., Ljubljana z oznako SIJ2 v trgovanje na organiziranem trgu, 2015, str. 1-115; Prva finančna agencija d. o. o. - izdaja komercialnih zapisov, 2015; S. Mastnak, Alternativni viri financiranja podjetij, 2015, str. 5; SIJ d. d. - izdaja komercialnih zapisov, 2015; Telekom Slovenije, d. d. bonds Prospectus, 2015, str. 1-206; Valiant d. o. o. - izdaja komercialnih zapisov, 2015; Vpis komercialnih zapisov družbe Gen-i, d. o. o. (GI01), 2015; Vpis komercialnih zapisov družbe Gen-i, d. o. o. (GI02), 2015; Vpis komercialnih zapisov družbe Gorenje, d. d. (GRV02), 2015; Vpis komercialnih zapisov družbe Gorenje, d. d. (GRV03), 2015; Vpis komercialnih zapisov družbe Incom d. o. o., 2015; Vpis obveznic družbe Adria Mobil, d. o. o. Novo mesto, 2015.

Priloga 6: Tabela vrednosti spremenljivk uporabljenih v izračunih različnih linearnih modelov multiple regresije za domače komercialne zapise

Tabela 5: Tabela vrednosti spremenljivk uporabljenih v izračunih različnih linearnih modelov multiple regresije za domače komercialne zapise

Oznaka KZ	Y_{KZ}	$X_1 =$ Obr. mera zakl. menic RS [%]	$X_2 =$ Čas	$X_3 =$ Kotacij a KZ na LJSE?	$X_4 =$ Izdajatelj kotira na LJSE?	$X_5 =$ ROS [%]	$X_6 =$ Neto finančni dolg ÷ EBITDA	$X_7 =$ Nom. vred. izdaje KZ ÷ EBITDA [%]	$X_8 =$ Kapital ÷ sredstva [%]
PEK01	265	1,45 %	1	1	1	1,57 %	4,79	40 %	32 %
MEL03	262	1,45 %	2	1	1	0,80 %	10,01	9 %	30 %
MEL04	170	2,50 %	5	1	1	0,80 %	10,01	5 %	28 %
PEK02	81	2,99 %	7	1	1	1,54 %	4,87	38 %	27 %
MEL05	145	2,99 %	8	1	1	-0,39 %	8,46	9 %	27 %
MEL06	288	1,99 %	11	1	1	-0,87 %	14,16	26 %	27 %
PEK03	230	1,50 %	13	1	1	1,34 %	3,91	44 %	29 %
GRV01	211	2,35 %	14	1	1	0,02 %	3,82	23 %	33 %
MEL07	347	1,45 %	17	1	1	-3,64 %	6,05	6 %	26 %
PEK04	195	1,45 %	19	1	1	1,43 %	4,49	45 %	27 %
TSK01	190	1,10 %	25	1	1	6,71 %	1,44	21 %	55 %
PEK05	217	0,58 %	25	1	1	1,51 %	3,61	36 %	32 %
GRV02	322	0,79 %	25	1	1	-2,02 %	4,37	45 %	33 %
GRV03	211	0,10 %	36	1	1	0,01 %	3,99	32 %	31 %
MEL08	214	0,21 %	40	1	1	-1,20 %	7,91	18 %	28 %
MEL09	190	0,00 %	45	1	1	-0,06 %	5,83	14 %	29 %
MAJ01	322	0,28 %	32	0	1	1,91 %	2,58	20 %	59 %
MAJ02	235	0,05 %	44	0	1	1,72 %	2,45	29 %	61 %
GEN01	228	2,02 %	12	1	0	0,53 %	-0,59	326 %	20 %
GEN02	235	1,45 %	24	1	0	0,76 %	1,07	251 %	23 %
IML01	325	0,25 %	33	1	0	3,13 %	5,46	52 %	33 %
SIK01	216	0,05 %	37	1	0	3,52 %	2,80	26 %	44 %
SMS01	315	0,11 %	39	1	0	3,20 %	2,27	38 %	43 %
SIK02	220	0,00 %	46	1	0	3,52 %	2,80	23 %	44 %
INC01	435	0,65 %	29	0	0	7,02 %	4,02	25 %	26 %
VAL01	471	0,29 %	31	0	0	0,97 %	6,59	25 %	32 %
INC02	329	0,21 %	40	0	0	7,21 %	4,67	21 %	25 %

Legenda: »Oznaka KZ« ponazarja KDD oznako izdaje KZ; » Y_{KZ} « predstavlja odvisno spremenljivko v modelih, in sicer kreditne prubitke podjetniških KZ nad donosnostjo državnih zakladnih menic primerljive ročnosti; » $X_1 =$ Obr. mera zakl. menic RS [%]« predstavlja obrestno mero zakladnih menic Republike Slovenije izraženo v %; » $X_2 =$ Čas« predstavlja čas v modelu, pri čemer marec 2012 = 1, april 2012 = 2, maj 2012 = 3 itd.; » $X_3 =$ Kotacija KZ na LJSE?« predstavlja namen izdajatelja, da bodo KZ po izvedeni prvi prodaji uvrščeni na organizirano trgovanje na LJSE (da=1, ne=0); » $X_4 =$ Izdajatelj kotira na LJSE?« ponazarja dejstvo, ali so delnice izdajatelja ob času prve prodaje KZ že uvrščene na LJSE (da=1; ne=0); » $X_5 =$ ROS [%]« predstavlja razmerje med konsolidiranim čistim poslovnim izidom obračunskega obdobja podjetja in konsolidiranimi prihodki iz prodaje tega podjetja (v obeh primerih izračunamo podatke za zadnjih znanih 12 mesecev poslovanja) izraženo v %; » $X_7 =$ Nom. vred. izdaje KZ / EBITDA« predstavlja razmerje med nominalno vrednostjo izdaje KZ in vrednostjo EBITDA, izraženo v %; » $X_8 =$

Kapital ÷ sredstva« predstavlja razmerje med konsolidiranim kapitalom in konsolidirani celotnimi sredstvi izdajatelja izraženo v %.

Priloga 7: Tabela vrednosti spremenljivk uporabljenih v izračunih različnih linearnih modelov multiple regresije za domače podjetniške obveznice

Tabela 6: Tabela vrednosti spremenljivk uporabljenih v izračunih različnih linearnih modelov multiple regresije za domače podjetniške obveznice

Oznaka obveznic	Y_0	$X_1 =$ Povp. don. do dospelja obv. RS [%]	$X_2 =$ Čas	$X_3 =$ Ročnost v letih	$X_4 =$ Izdajatelj kotira na LJSE?	$X_5 =$ Kapital ÷ sredstva [%]	$X_6 =$ ROS [%]
PET1	376	3,81 %	1	5	1	34 %	1,88 %
ZT02	222	3,73 %	7	10	1	17 %	-0,62 %
PET2	132	5,43 %	30	5	1	32 %	1,16 %
PET3	124	4,76 %	43	5	1	27 %	1,57 %
TUS01	101	5,49 %	50	2	0	30 %	-4,15 %
GV01	255	1,30 %	65	5	1	39 %	-1,13 %
SIJ2	337	1,13 %	66	5	0	43 %	2,93 %
ADM2	316	0,59 %	71	5	0	36 %	5,19 %
SIJ3	296	1,04 %	74	5	0	44 %	3,52 %
IM01	304	0,76 %	77	5	0	71 %	2,59 %

Legenda: »Oznaka obveznic« ponazarja KDD oznako izdaje obveznic; » Y_0 « predstavlja odvisno spremenljivko v modelih, in sicer kreditne pribitke podjetniških obveznic nad donosnostjo do dospelja državnih obveznic primerljive ročnosti; » $X_1 =$ Povp. don. do dospelja obv. RS [%]« predstavlja povprečno donosnost do dospelja obveznic Republike Slovenije izraženo v %; » $X_2 =$ Čas« predstavlja čas v modelu, pri čemer junij 2009 = 1, julij 2009 = 2, avgust 2009 = 3 itd.; » $X_3 =$ Ročnost v letih« predstavlja ročnost podjetniških obveznic ob njihovi izdaji merjeno v letih; » $X_4 =$ Izdajatelj kotira na LJSE?« ponazarja dejstvo, ali so delnice izdajatelja ob času prve prodaje obveznic že uvrščene na LJSE (da=1; ne=0); » $X_5 =$ Kapital ÷ sredstva [%]« predstavlja razmerje med konsolidiranim kapitalom in konsolidirani celotni sredstvi izdajatelja izraženo v %; » $X_6 =$ ROS [%]« predstavlja razmerje med konsolidiranim čistim poslovnim izidom obračunskega obdobja podjetja in konsolidiranimi prihodki iz prodaje tega podjetja (v obeh primerih izračunamo podatke za zadnjih znanih 12 mesecev poslovanja) izraženo v %.