

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO
STROŠKOVNO IN PROCESNO UČINKOVITA IZDAJA PODJETNIŠKIH IN
BANČNIH OBVEZNIC V SLOVENIJI

Ljubljana, september 2009

KATARINA ŠMON

IZJAVA

Študentka Katarina Šmon izjavljam, da sem avtorica tega magistrskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom prof. dr. Marka Košaka in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____ 2009

Podpis: _____

KAZALO VSEBINE

UVOD.....	1
1 IZDAJA OBVEZNIC KOT VIR DOLŽNIŠKEGA FINANCIRANJA	3
2 PRIMARNI IN SEKUNDARNI TRG OBVEZNIC V SLOVENIJI	9
3 ZNAČILNOSTI OBVEZNIC	14
3.1 Splošno o obveznici.....	14
3.2 Ročnost in trajanje obveznice.....	15
3.3 Glavnica in njeno izplačilo	16
3.4 Kuponska obrestna mera	16
3.5 Način štetja dni	18
3.6 Natečene obresti	19
3.7 Navadne in podrejene obveznice	19
3.8 V obveznico vključene pravice.....	19
3.8.1 Možnost predčasnega odpoklica obveznice	20
3.8.2 Zamenljive obveznice.....	20
3.8.3 Pravica imetnikov do predčasnega unovčenja obveznice.....	21
3.9 Valuta izdaje	21
3.10 Tveganja pri investiranju v obveznice.....	21
3.10.1 Tveganje spremembe obrestne mere	22
3.10.2 Tveganje predčasnega odpoklica.....	22
3.10.3 Tveganje krivulje donosnosti	23
3.10.4 Tveganje reinvestiranja.....	24
3.10.5 Kreditno tveganje	24
3.10.6 Likvidnostno tveganje	27
3.10.7 Valutno tveganje.....	27
3.10.8 Inflacijsko tveganje	27
3.11 Zavarovanje	28
3.12 Posebne vrste obveznic.....	28
3.13 Donosnost do dospelja in kreditni pribitek.....	29

4	NAČINI IZVEDBE IZDAJE OBVEZNICE.....	36
4.1	Javna in zaprta ponudba	36
4.2	Prodaja z ali brez obveznosti odkupa.....	40
4.3	Vrste avkcij	41
5	POSTOPEK IZDAJE OBVEZNIC	44
5.1	Priprava na izdajo obveznice.....	44
5.1.1	Izbira svetovalca pri izdaji obveznice	44
5.1.2	Določitev značilnosti obveznice.....	46
5.1.3	Sprejem sklepov pristojnih organov.....	50
5.1.4	Izdelava predstavitvenega memoranduma ali prospekta.....	51
5.2	Prodaja obveznice	53
5.3	Izdaja obveznice v KDD	56
5.4	Uvrstitev obveznice v trgovanje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev ...	57
6	STROŠKI FINANCIRANJA Z IZDAJO OBVEZNIC V SLOVENIJI.....	58
6.1	Donosnost do dospelja oziroma obrestni stroški.....	58
6.2	Stroški priprave izdaje obveznice	63
6.3	Stroški institucij trga vrednostnih papirjev	63
6.3.1	Stroški izdaje obveznice v nematerializirani obliki	63
6.3.2	Stroški Agencije za trg vrednostnih papirjev	64
6.3.3	Stroški Ljubljanske borze.....	64
6.4	Izračun skupnih stroškov izdaje obveznic in primerjava s stroškom najema posojila	64
7	PRAVNI OKVIR IZDAJE OBVEZNIC.....	68
8	OBVEZNOSTI IZDAJATELJA GLEDE POROČANJA IN OBVEŠČANJA	71
	SKLEP.....	73
	LITERATURA IN VIRI	76

KAZALO TABEL

Tabela 1: Število in vrednost ponudb obveznic javnosti v Sloveniji v letih 2000 do 2007	11
Tabela 2: Število in vrednost izdanih obveznic, ki so v letih 2000 do 2008 dobile dovoljenje ATVP za sprejem na organiziran trg	11
Tabela 3: Prikaz strukture imetnikov bančnih, podjetniških in državnih obveznic v Sloveniji na dan 31.12.2008	13
Tabela 4: Pregled bonitetnih ocen obveznic	26
Tabela 5: Donosnost do dospelja slovenskih in nemških državnih obveznic različnih preostankov ročnosti na dan 12. 5. 2009	60
Tabela 6: Povprečne donosnosti do dospelja obveznic panog proizvodnja in bančništvo bonitete AA v evroobmočju za različne preostanke ročnosti na dan 12. 5. 2009	60
Tabela 7: Povprečne donosnosti do dospelja obveznic panog proizvodnja in bančništvo bonitete BBB v evroobmočju za različne preostanke ročnosti na dan 12. 5. 2009	60
Tabela 8: Zahtevana donosnost do dospelja za štiri hipotetične slovenske izdajatelje za navadne nezavarovane obveznice različnih ročnosti	62
Tabela 9: Letno nadomestilo za vodenje registra imetnikov obveznice	64
Tabela 10: Prikaz neobrestnih stroškov izdaje obveznic za različne ročnosti in velikosti izdaj	65
Tabela 11: Skupni stroški izdaje za štiri hipotetične slovenske izdajatelje za navadne nezavarovane obveznice različnih ročnosti v odvisnosti od ročnosti in velikosti izdaje	66
Tabela 12: Izhodiščne aktivne nespremenljive obrestne mere za maj 2009 v NLB d.d.	67
Tabela 13: Prikaz stroškov obdelave prošnje za različne ročnosti posojila kot pribitek na obrestno mero	67
Tabela 14: Skupni stroški najema posojila različnih ročnosti z upoštevanjem izhodiščne obrestne mere	68
Tabela 15: Pregled stroškov, ki jih upoštevamo pri primerjavi stroškov financiranja z izdajo obveznic in z najemom bančnega posojila	68

KAZALO SLIK

Slika 1: Krivulja donosnosti do dospelja prvovrstnih državnih obveznic za evro območje na dan 12. 5. 2009	23
Slika 2: Časovna struktura verjetnosti neizpolnitve pogodbenih obveznosti po letih za izdajatelje različnih investicijskih bonitetnih ocen	26
Slika 3: Oblika krivulje kreditnega pribitka v odvisnosti od bonitetne ocene	32
Slika 4: Krivulje donosnosti do dospelja podjetniških obveznic različnih bonitet v primerjavi z državnimi obveznicami za države Euro območja na dan 12. 5. 2009	33
Slika 5: Gibanje kreditnega pribitka za 10-letne obveznice AA bonitete v obdobju od 3.3.2006 do 8. 5. 2009	35
Slika 6: Izkupiček od prodanih obveznic pri obeh načinih avkcije pri dani krivulji povpraševanja.....	42
Slika 7: Krivulji povpraševanja pri avkcijah.....	43
Slika 8: Prikaz cen obrestnih zamenjav za različne ročnosti	48
Slika 9: Gibanje donosnosti 5-letne nemške državne obveznice ter 5-letne cene obrestne zamenjave za obdobje od 3. 3. 2006 do 8. 5. 2009	49
Slika 10: Prikaz zahtevane donosnosti do dospelja za štiri hipotetične slovenske izdajatelje za navadne nezavarovane obveznice različnih ročnosti	62
Slika 11: Stroški izdaje obveznic v odvisnosti od ročnosti in velikosti izdaje	65

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Seznam pogosto uporabljenih okrajšav	1
Priloga 2: Slovenski prevodi tujih izrazov	2
Priloga 3: Seznam bančnih in podjetniških obveznic, ki so kotirale na Ljubljanski borzi dne 31.12.2008 s podatki o tipu obveznice, letnem prometu v letu 2008, tržni kapitalizaciji na dan 31.12.2008 in razmerju med letnim prometom in tržno kapitalizacijo	5
Priloga 4: Moody`s tranzicijska matrika verjetnosti sprememb bonitetne ocene za ZDA za konec leta 1999.....	6
Priloga 5: Rezultati analize variance in Bonferronijevega post hoc testa	7

UVOD

Problematika

Za mnoga podjetja na razvitih trgih kapitala predstavlja zbiranje finančnih sredstev preko izdaje vrednostnih papirjev prevladujoč način zunanjega financiranja. Podjetja imajo pri izdaji vrednostnih papirjev dve možnosti, in sicer lahko izdajo dolžniške ali lastniške vrednostne papirje, odvisno ali želijo s tem pridobiti trajen vir sredstev ali dolg. Slovenija sodi med bančna gospodarstva¹, saj je pri nas le malo podjetij in drugih subjektov, ki se financirajo z izdajo vrednostnih papirjev. Razlog je v slabi razvitosti slovenskega trga kapitala in v tem, da je pri nas relativno majhno število podjetij, ki so sploh potencialno primerna za izdajo vrednostnih papirjev.

Sedanja globalna gospodarska kriza ima močne posledice na zmožnost dolgoročnega zadolževanja slovenskih bank, saj trenutno zelo težko oziroma le izjemoma lahko dobijo sindicirana posojila z ročnostjo več kot enega leta, zaradi česar imajo težave pri usklajevanju strukture bilance po ročnosti. Zaradi tega dejstva je postala izdaja obveznic zelo pomemben način pridobitve dolgoročnih virov, glede na to, da so bančni depoziti, ki predstavljajo pretežni del bančne pasive, izrazito kratkoročne narave. Prav tako čutijo gospodarsko krizo podjetja, ki pri bankah ne uspejo dobiti dolgoročnih sredstev za nove naložbe in redno poslovanje. Iz tega razloga bi velika podjetja z dobro boniteto morala razmišljati o izdaji obveznic kot alternativnem viru financiranja.

Namen in cilj

Namen magistrskega dela je, skozi pregled procesa izdajanja obveznic s strani podjetij in bank v Sloveniji, ugotoviti značilnosti slovenskega trga obveznic ter poleg tega analizirati in prikazati, v kolikšni meri je takšen način financiranja stroškovno učinkovit, oziroma če je primerljiv s stroški najema bančnega posojila. Cilj naloge je tudi prikazati vse pomembne dejavnike, ki jih mora izdajatelj upoštevati pri odločitvi, kakšno obveznico naj izda in na kakšen način.

¹ Leta 2007 je bilančna vsota slovenskih bank predstavljala 77% bilančne vsote slovenskega finančnega sistema (kamor štejemo poleg bank še vse druge finančne posrednike), kar kaže na prevladujočo vlogo bank v naši državi (Poročilo o finančni stabilnosti, maj 2009, str. 45). Drug pokazatelj, ki govori o pomenu bank v gospodarstvu je razmerje med velikostjo bilančne vsote bank in bruto domačim proizvodom države, ki je za Slovenijo v letu 2007 znašalo 128% (Poročilo o finančni stabilnosti, maj 2009, str. 63). Ta kazalnik se za Slovenijo iz leta v leto povečuje, vendar še vedno znaša samo 37% povprečja EU (Poročilo o razvoju 2009, 2009, str. 115).

Hipoteza

Želim preveriti hipotezo, da je izdaja obveznic za nekatere izdajatelje (subjekti, ki so potencialno primerni izdajatelji so banke, ter velika in srednja podjetja z dobro boniteto in dobrimi razvojnimi načrti) lahko stroškovno ugodnejša kot najem bančnega posojila.

Metoda dela

Zastavljen cilj bom dosegla tako, da bom na začetku magistrskega dela opredelila potrebo podjetij in bank po financiranju z obveznicami, nadaljevala s predstavitvijo primarnega in sekundarnega trga obveznic v Sloveniji, opredelitvijo načinov izdajanja obveznic ter značilnosti obveznic, pri čemer bo poudarek na analizi dejavnikov kreditnega pribitka. Pri proučevanju velikosti kreditnega pribitka bom uporabila statistično metodo analize variance in Bonferronijev Post Hoc preizkus, s katerima bom pokazala, da se zahtevane donosnosti obveznic z različno boniteto razlikujejo.

Nadaljevala bom s prikazom procesa izdaje obveznice, čemur bo sledil najpomembnejši del magistrskega dela, v katerem bom analizirala stroške izdaje obveznic v Sloveniji ter prikazala konkretne izračune celotnih stroškov izdaje. Pri analizi stroškov izdaje obveznic bom izhajala iz analize donosnosti do dospelja na določen dan za benchmark obveznice (prvovrstne državne obveznice evroobmočja), slovenske državne obveznice in izbrane podjetniške obveznice različnih bonitet ter višine cene obrestne zamenjave (angl. *interest rate swap*). Na podlagi vseh teh tržnih indikatorjev bom ocenila zahtevano donosnost do dospelja za slovenske podjetniške in bančne obveznice za določene izbrane ročnosti. Ugotovljeni zahtevani donosnosti do dospelja bom dodala še druge stroške izdaje obveznic, kamor sodijo nadomestilo investicijski banki, stroški zunanjih institucij in morebitni ostali stroški. Izračun skupnih stroškov izdaje obveznic bo narejen na osnovi »all-in cost« metode (t.j. metoda vključitve vseh stroškov in upoštevanja časovne komponente posameznih denarnih tokov) za obveznice različnih ročnosti in različnih velikosti izdaje. V nadaljevanju bom z metodo primerjalne analize stroškov primerjala financiranje z izdajo obveznic z alternativno obliko zadolževanja, torej z najemom bančnega posojila.

V magistrskem delu bom proučila teoretično podlago obveznice kot finančnega instrumenta in načine izdajanja obveznic. Teoretične osnove bom uporabila pri analizi primarnega trga obveznic slovenskih podjetij in bank. Uporabila bom anglo-saksonsko in tudi slovensko literaturo s področja teorije podjetniških financ, finančnih instrumentov s stalnim donosom (s poudarkom na dejavniki velikosti kreditnega pribitka) in finančnih trgov, pri analizi slovenskega primarnega trga obveznic pa bom proučila tudi veljavno pravno podlago, ki temelji na evropskih smernicah. Glede na to, da se finančni trg nenehno spreminja in razvija, bom pri analizi aktualnega dogajanja na primarnem trgu obveznic proučila različne strokovne

članke, predvsem o izsledkih empiričnih raziskav, in publikacije ter uporabila svoje izkušnje s področja izdajanja obveznic.

Struktura magistrskega dela

Magistrsko delo sestavlja osem poglavij in sklep. V prvem poglavju bom predstavila izdajo obveznic kot enega izmed načinov dolžniškega financiranja podjetij in bank ter razloge, zaradi katerih so slovenska podjetja do sedaj izdala tako majhno število obveznic. Drugo poglavje bo obravnavalo razvitost primarnega in sekundarnega trga obveznic v Sloveniji. V naslednjem poglavju bodo opisane lastnosti obveznic, med katerimi je najpomembnejša zahtevana donosnosti do dospelja. Četrto poglavje bo namenjeno predstavitvi načinov izvedbe izdaje obveznic, in sicer javne in zaprte ponudbe, način prodaje obveznic z ali brez obveznosti odkupa, ter vrste avkcij. V petem poglavju bom prikazala aktivnosti, ki so potrebne za izdajo obveznic v Sloveniji. Osrednji del magistrskega dela bo predstavljalo šesto poglavje, ki bo vsebovalo analizo stroškov financiranja z izdajo obveznic ter njihovo primerjavo s stroški zadolževanja z bančnimi posojili. V sedmem poglavju bom navedla pravno podlago, ki jo morajo slovenski izdajatelji upoštevati pri izdajah obveznic in pri sestavi in objavi prospekta. Osmo poglavje zadeva dolžnosti izdajateljev v zvezi s poročanjem in obveščanjem, saj izdajatelj z uvrstitvijo svojega vrednostnega papirja na Ljubljansko borzo postane javna družba. Magistrsko delo se konča s sklepnim poglavjem, v katerem bom strnjeno povzela glavne ugotovitve.

1 IZDAJA OBVEZNIC KOT VIR DOLŽNIŠKEGA FINANCIRANJA

Za razumevanje financiranja gospodarskih subjektov moramo najprej poznati pojma finančna struktura oziroma sestava financiranja ter kapitalska struktura. Finančna struktura pomeni celotno desno stran bilance stanja, torej lastniški kapital ter dolgoročne in kratkoročne dolgove. Če govorimo o kapitalski strukturi, nas dejansko zanima samo kapital (lastniški in dolžniški), torej ne upoštevamo kratkoročnega dolga (Downes & Goodman, 1987, str. 54 in 132-3).

Izdaja obveznic za izdajatelja pomeni pridobitev dolgoročnega dolžniškega vira financiranja. Podjetja stremijo k optimalni strukturi pasive oziroma optimalni finančni strukturi. Najpomembnejši dejavniki pri odločanju o finančni strukturi so (Duhovnik, 1995, str. 135-150):

- poslovno tveganje (bolj ko je tvegana dejavnost podjetja, večji mora biti delež lastniškega kapitala),
- davčna obravnava (plačane obresti pomenijo za podjetje davčni ščit, kar naredi dolg cenejši),

- finančna prilagodljivost (manj zadolženo podjetje bo lažje najelo posojilo takrat, ko ga bo potrebovalo),
- stabilnost denarnega toka (podjetje s stabilnim denarnim tokom se lahko bolj zadolži),
- sestava sredstev (bolj se lahko zadolžijo podjetja, ki imajo več likvidnih sredstev, ki jih lahko prodajo v primeru padca prihodkov),
- stopnja rasti (hitro rastoča podjetja svojo rast v večji meri financirajo z dolgom, ker je ta cenejši od kapitala),
- dobičkonosnost (visoke stopnje donosov omogočajo financiranje z zadržanimi dobički),
- nadzor (podjetje pri financiranju upošteva tudi morebiten premik nadzora k zunanjemu posojilodajalcu),
- tržne razmere (vplivajo na možnost pridobitve določenega vira v nekem trenutku).

Iz zgoraj naštetih dejavnikov lahko vidimo, kako kompleksne so odločitve glede finančne strukture. Včasih je veljalo zlato bilančno pravilo, ki pravi, da naj bi bila opredmetena osnovna sredstva in stalni del obratnih sredstev financirana z dolgoročnimi viri, torej dolgoročnim dolgom in lastniškim kapitalom, ki pa zanemarija večino zgoraj naštetih faktorjev.

Mitzen, Tsoukalas in Tsoukas so v svoji raziskavi dokazali, da na odločitev podjetij za izdajo obveznic vplivata njihova kreditna sposobnost in ugled – merjen z rednim odplačevanjem bančnih kreditov, kar navadno oboje podjetja izboljšujejo skozi leta delovanja. Poleg obeh navedenih dejavnikov ima velik vpliv na odločitev o izdaji obveznic še tretji dejavnik, in sicer pomanjkanje likvidnih sredstev bank, ki jih lahko namenjajo za posojila, zaradi česar se podjetja odločijo za pridobitev sredstev na finančnem trgu (Mitzen, Tsoukalas & Tsoukas, 2008, str. 21).

Viri financiranja podjetja se delijo na notranje in zunanje, pri čemer med notranje vire štejemo nerazporejeni dobiček, amortizacijo in druge notranje vire, med zunanje pa kapitalske vloške, kreditne oblike financiranja (kamor sodijo tudi izdane obveznice), subvencije, zakup (angl. *leasing*), odkup terjatev (angl. *factoring*) in odstop oziroma prodajo izvozne terjatve brez pravice do regresa (angl. *forfeithing*). Z vidika lastništva ločimo med dolžniškim in lastniškim kapitalom. Med lastniški kapital sodijo vsi notranji viri ter nekateri zunanji (kapitalski vloški in subvencije), med dolžniški kapital pa kreditne oblike ter posebne oblike financiranja (Rebernik & Repovž, 2000, str. 88).

Tudi banke, katerih ena izmed funkcij je preoblikovanje ročnosti aktiv svojih upnikov, morajo spremljati in prilagajati ročnost virov in ročnost naložb, da ne zaidejo v likvidnostne težave in da ne ogrozijo svoje solventnosti. Centralne banke običajno zahtevajo, da so kratkoročna aktiva bank večja od njihovih kratkoročnih dolgov, pri čemer kratkoročno obdobje pomeni

obdobje do enega meseca. Obstajajo tudi drugi načini, kako omejevati banke pri izpostavljanju likvidnostnemu tveganju, kot na primer v Nemčiji, kjer aktiva premoženjske bilance razdelijo na tri dele (glede na ročnost), za katere je predpisano, na kakšen način se lahko posamezen del financira. Tako lahko banke svoje dolgoročne naložbe financirajo neomejeno z lastniškim kapitalom, z vlogami in obveznicami ročnosti vsaj štiri leta, poleg tega pa tudi s 60% hranilnih vlog in obveznic ročnosti manj kot štiri leta ter z 10% vpoglednih vlog ter depozitov z dospelostjo manj kot štiri leta. Tudi za ostala dva razreda naložb velja pravilo, da naložbe ne smejo biti višje od virov, ki jih banka lahko namenji za njihovo financiranje (Ribnikar, 2001, str. 51-52).

Načeloma je za banke vedno problem pridobiti dovolj dolgoročnih virov, saj podjetjem odobravajo veliko dolgoročnih posojil tudi zelo dolgih ročnosti, na drugi strani pa imajo med viri veliko vpoglednih vlog in kratkoročno vezanih depozitov.

Banke morajo pri svojem poslovanju izpolnjevati določbe Sklepa o izračunu kapitala bank in hranilnic (2007), ki opredeljuje posamezne sestavine kapitala, razmerja med njimi ter pogoje, pod katerimi se določene postavke lahko štejejo v kapital. Kapital banke se deli na temeljni kapital, dodatni kapital I in dodatni kapital II. Navadno imajo banke premalo temeljnega kapitala, da bi dosegale predpisan nivo kapitalske ustreznosti, oziroma nivo, ki so si ga postavile same v svojih strategijah, zato za izračun kapitala uporabijo še dodatni kapital I in II, pri čemer morajo skladno s 3. členom SIKBH upoštevati nekatere predpisane odbitne postavke, razmerja med posameznimi sestavinami kapitala in namen posameznih kategorij kapitala.

Temeljni in dodatni kapital I se v skladu s 5. členom SIKBH lahko uporabljata za izpolnjevanje kapitalskih zahtev za kreditna, operativna ter tržna tveganja, dodatni kapital II pa samo za tržna tveganja. Banke lahko pod določenimi pogoji med dodatni kapital I in II všttevajo tudi izdane obveznice, in sicer podrejene. Vsi pogoji za vključitev v dodatni kapital I in II so določeni v SIKBH, vendar pogledjmo samo osnovne.

Poleg ostalih sestavin sodijo med dodatni kapital I tudi izdane podrejene obveznice, če banka za to dobi dovoljenje Banke Slovenije. Te obveznice morajo imeti nedoločen rok zapadlosti ali zapadlost najmanj pet let in en dan in ne smejo vsebovati določbe o predčasnem izplačilu, razen v posebnih primerih, določenih v SIKBH. Obseg vključevanja podrejenega dolga v dodatni kapital I se skladno z določbo 20. člena SIKBH postopoma znižuje z 20% kumulativnim diskontom v zadnjih petih letih pred zapadlostjo.

V dodatni kapital II lahko banke vključijo podrejene obveznice, ki imajo rok zapadlosti najmanj dve leti in en dan in ne smejo biti predčasno poplačane, razen v posebnih primerih, če za to pridobijo dovoljenje Banke Slovenije. Obveznice morajo v skladu s 24. členom SIKBH

vsebovati določilo, da niti glavnica niti obresti ne smejo biti izplačani, če bi takšno izplačilo povzročilo zmanjšanje kapitala banke pod višino njenih minimalnih kapitalskih zahtev.

Konec marca 2009 je bilo 63% vseh posojil, ki so jih imele slovenske banke v svojih bilancah, dolgoročnih, medtem ko je bila struktura vlog naslednja: 55% kratkoročnih vlog, 33% vpoglednih vlog in le 12% dolgoročnih depozitov (Poročilo o finančni stabilnosti, maj 2009, str. 68, 70). Iz navedenih podatkov o strukturi ročnosti je jasno, da banke ne morejo financirati posojil samo z depoziti, temveč morajo pridobiti dodatne dolgoročne vire, poleg lastniškega kapitala. Dolgoročne dolžniške vire lahko pridobijo z najetjem posojil, večinoma v tujini, ali z izdajo obveznic, doma in v tujini.

Za slovenske banke za zdaj izdaja obveznic ostaja relativno nepomemben vir financiranja, saj je v letu 2007 v strukturi njihove pasive dolg iz naslova izdanih obveznic predstavljal le 3%, kar je malo v primerjavi s srednje velikimi bankami EU, kjer izdane obveznice predstavljajo kar 22% njihove pasive (Poročilo o finančni stabilnosti, 2009, str. 74). Razlog je v tem, da pri iskanju dolgoročnih virov slovenske banke pri večjih zneskih ne morejo računati na domače vlagatelje, temveč morajo po denar v tujino. Glede na to, da ima le malo slovenskih bank mednarodno bonitetno oceno in da potrebujejo za tuje razmere relativne nizke zneske, je običajno za banke bolj racionalno (ceneje in hitreje) najeti posojilo pri tuji banki, kot pa izdati obveznico.

Zaradi globalne finančne krize, ki se je začela julija 2007 v ZDA kot hipotekarna kriza, so se slovenske banke v letu 2008 soočile s problemom, da v tujini ne morejo dobiti dolgoročnih posojil, temveč le kratkoročne, ali pa jih lahko najamejo pod izjemno neugodnimi pogoji, torej plačujejo za njih zelo visoke obresti (tu so v prednosti slovenske banke v tuji lasti, ki vire dobijo preko banke matere). Poleg tega, da si slovenske banke na ta način ne morejo izboljšati ročnostne strukture pasive, se pojavi dodaten problem, ko ta kratkoročna (navadno enoletna) posojila zapadejo, banke pa ne morejo najeti novih posojil, s katerimi bi lahko poplačale tista, ki zapadejo.

Kljub trenutnim neugodnim razmeram na kapitalskih trgih ostaja izdaja obveznic za banke in določena podjetja primeren način financiranja. Izdaja obveznic v tujini za slovenska podjetja (izjema so večje banke) ne pride v poštev, saj njihove izdaje ne bi dosegle minimalnega kritičnega zneska, potrebnega za izdajo v tujini². Nekatere slovenske banke obveznice na

² Z vedno večjo integracijo primarnega in sekundarnega trga obveznic v evro območju, ki ga je spodbudila uvedba evra, je izdajanje obveznic izven svoje matične države za podjetja in banke tega območja postalo prevladujoč način izdajanja obveznic. Do leta 1990 je bil trg nedržavnih izdaj obveznic v Evropi relativno majhen, saj so gospodarstvo večinoma financirale banke, po tem obdobju pa je zaradi nezadostnega kreditiranja s strani bank in zaradi odstranitve valutnega tveganja ob uvedbi evra vse več izdajateljev začelo izkoriščati možnosti dostopa na mednarodni trg s široko bazo potencialnih vlagateljev. Prevzemne aktivnosti, ki so se takrat začele odvijati po Evropi, so se v veliki meri financirale s sredstvi od izdanih obveznic na mednarodnem trgu,

slovenskem trgu več ali manj redno izdajajo, medtem ko se podjetja za tovrstno financiranje odločajo precej zadržano. Če pogledamo na tečajnico Ljubljanske borze, bomo na njej našli 49 bančnih obveznic osmih bank in samo osem podjetniških obveznic, ki jih je izdalo šest podjetij (Ljubljanska borza, 16. februar 2009). Seveda obstaja tudi nekaj obveznic, ki niso uvrščene na organiziran trg, vendar lahko domnevamo, da sta njihovo število in vrednost izdaje zanemarljiva.

Kje so razlogi za tako nizko število podjetniških obveznic? Prvi razlog je iskati v tradicionalno bančno orientiranem slovenskem gospodarstvu, kajti posojilo je pogosto edino, na kar pomislijo vodstveni organi podjetij, ko potrebujejo denar.

Drugi razlog je v tem, da nimajo vsa podjetja tako velikih investicijskih oz. drugačnih finančnih potreb, da bi bila za njih izdaja obveznic smotrna. Vlagatelji namreč zahtevajo določeno najnižjo velikost izdaje, ki naj bi jim zagotavljala vsaj minimalno potencialno likvidnost njihove naložbe.

Tretji razlog je pogosto ta, da banka podjetju ponudi cenejši vir preko najema posojila, kot bi ga podjetje pridobilo z izdajo obveznic. V Sloveniji namreč skoraj vse izdaje obveznic izpeljejo banke z dovoljenjem za opravljanje investicijskih storitev in ne borzno posredniške družbe. Ko se podjetje obrne na banko z vlogo za pridobitev finančnih sredstev, banka vedno najprej poskuša sama zagotoviti ta sredstva tako, da podjetju odobri posojilo. To je njena osnovna dejavnost, preko katere si povečuje bilančno vsoto. Če bi podjetju ponudila storitev izdaje obveznic, bi sicer zaslužila nadomestilo, vendar si ne bi zagotovila naložbe, razen v primeru, da bi tudi sama odkupila del izdaje. Ker daje banka prednost odobritvi posojila pred izdajo obveznic, bo podjetju ponudila bolj ugodno ceno za posojilo kot za obveznico.

Četrty razlog, da se podjetja nerada odločajo za izdajo obveznic, je ta, da s trenutkom, ko podjetje uvrsti obveznico na organiziran trg, postane javna družba, kar pomeni za podjetje dodatne obveznosti glede obveščanja javnosti. Obveznost obveščanja s seboj prinese dodatne stroške in pa seveda razkrivanje informacij, ki jih do tedaj podjetju ni bilo potrebno objavljati.

Peti razlog je zahtevano časovno obdobje in postopek, ki je potreben za pripravo uspešne izdaje obveznic in ki je navadno daljši, kot pri najemu posojila. Vseeno to časovno obdobje ni tako dolgo, da bi morale podjetja odvrčati od izdaje obveznic, še posebej, ker bi morala o načinu financiranja razmišljati že tekom priprave investicijske študije oziroma načrtovanega projekta in v tem primeru bi bilo dovolj časa za sodelovanje svetovalca pri izdaji obveznic.

kar dokazuje 94% koeficient korelacije med letnimi zneski prevzemov in letnimi zneski izdaj za obdobje od 1994 do 2004. Vse več izdaj nedržavnih obveznic je dosegalo velikost več kot milijardo EUR (Pagano & Von Thadden, 2004, str. 531-539).

Katera podjetja so torej sploh primerna, da bi se odločila za izdajo obveznic? V prvi vrsti so to velika podjetja z dobro boniteto (mednarodna bonitetna ocena za izdajo obveznic na slovenskem trgu ni potrebna). Ta podjetja lahko izdajo obveznico za namen financiranja določene investicije, za namen nakupa drugega podjetja, za poplačilo drugih bolj neugodnih finančnih obveznosti ali zgolj za financiranje rednega poslovanja.

Med izdajatelji se lahko pojavijo tudi srednje velika podjetja, vendar bo pri njih velikost izdaje manjša, zaradi česar bo obveznica za tradicionalne institucionalne vlagatelje manj zanimiva. V tem primeru skuša svetovalec pri izdaji obveznic ponuditi vlagateljem, ki so s podjetjem na različne načine povezani (npr. dobaviteljem, lastnikom, ipd.), ali imajo kakršen koli poseben interes za uspeh izdaje in s tem za uspešno poslovanje podjetja.

V primeru, da je izdajatelj podjetje s slabšo boniteto, lahko obveznici doda zavarovanje, s čimer zmanjša tveganje za vlagatelje. Kot zavarovanje se pri obveznicah najpogosteje uporabljajo poroštva, lahko pa se uporabi katerakoli vrsta premoženja, npr. nepremičnine ali portfelj vrednostnih papirjev. Zavarovanje seveda ni primerno samo za izdajatelje slabše bonitete, temveč za vse izdajatelje, ki želijo na ta način priti do cenejšega financiranja. Najkvalitetnejše zavarovanje je seveda državno poroštvo, ki ga je do sedaj od slovenskih izdajateljev dobil DARS d.d. pri izdaji vseh svojih obveznic. BTC d.d. je svojo (do sedaj edino izdano) obveznico zavaroval s hipoteko na nepremičnine, vsi ostali izdajatelji so do sedaj izdali nezavarovane obveznice, ker zavarovanje ni bilo potrebno ali ker niso razpolagali z ustreznim premoženjem. Poseben primer sta v tem letu izdani obveznici SID banke d.d., ker za vse obveznosti SID banke d.d. po zakonu jamči država.

Tako lahko podjetja glede dolžniškega financiranja razdelimo na dve skupini, in sicer na tista, ki so odvisna od bank, in tista, ki imajo zagotovljen tudi dostop do primarnega trga obveznic. Za prvo skupino izdaja obveznic zaradi visokih stroškov ne bi bila smotrna. Vzrok za to je med drugim tudi informacijska asimetrija, zaradi katere so banke pri financiranju podjetij učinkovitejše, saj imajo o poslovanju podjetij na voljo več informacij kot široka javnost oziroma potencialni kupci obveznic. V drugo skupino štejemo tista podjetja, ki se jim vsaj občasno izplača izdati obveznice, in to so velika, finančno močna podjetja (Sluga, 2002, str. 32).

Empirična raziskava, ki je temeljila na podatkih o transakcijah 2.460 sindiciranih posojil in 1.377 izdanih podjetniških obveznic v evro območju v obdobju od leta 1993 do 2006, je pokazala, da se za izdajo obveznic raje odločajo velika podjetja z visoko dobičkonosnostjo, višjim deležem kratkoročnega dolga in z višjim potencialom rasti. Ostala velika podjetja preferirajo sindicirana posojila (Altunbaş, Kara & Marqués-Ilbáñez, 2009, str. 27).

2 PRIMARNI IN SEKUNDARNI TRG OBVEZNIC V SLOVENIJI

Kapitalski trg delimo na primarni in sekundarni trg. Na primarnem trgu deficitne celice oz. izdajatelji (podjetja, država, finančne institucije, lokalne skupnosti) prodajajo vrednostne papirje suficitnim celicam oz. kupcem teh vrednostnih papirjev. Vrednostni papirji so lahko dolžniški ali lastniški, v obeh primerih pa morajo kupcu zagotavljati nek obljubljen oziroma pričakovan donos, ki ga bodo kupci prejeli v različnih oblikah, odvisno od vrste vrednostnega papirja. Vse nadaljnje transakcije z že izdanimi vrednostnimi papirji potekajo na sekundarnem trgu, ki je lahko organiziran (borze) ali neorganiziran (trgovanje preko okenc ali neposredne prodaje med kupcem in prodajalcem) (Mramor, 1993, str. 75).

Dejavniki, ki vplivajo na razvoj tako primarnega kot sekundarnega trga podjetniških in bančnih obveznic, so naslednji (Schinasi & Smith, 1998, str. 23-36):

- učinkovit denarni trg, ki omogoča dostop do denarja in določa ceno likvidnosti oziroma sestavlja kratkoročni del krivulje donosnosti;
- zakonodaja, ki spodbuja ali zavira razvoj trga podjetniških in bančnih obveznic;
- koncentracija tržne moči v finančni panogi (primer močnih bank, ki lahko z nizkimi cenami posojil negativno vplivajo na nove izdaje obveznic);
- infrastruktura primarnega trga, ki pomeni obstoj investicijskih bank, ki ponujajo storitve izdaje obveznic z ali brez obveznosti odkupa;
- infrastruktura sekundarnega trga, ki vključuje borzne in izven borzne sisteme, in
- obstoj vlagateljev v podjetniške in bančne obveznice.

V Sloveniji se je razvoj primarnega trga obveznic začel ob koncu osemdesetih let, in sicer so prve obveznice nastale kot nadomestek za neplačane zapadle obveznosti, ki jih podjetja niso bila sposobna plačati svojim dobaviteljem. V začetku devetdesetih let je začela obveznice izdajati tudi država za sanacijo gospodarstva, pozneje pa še banke (Sluga, 2002, str. 32).

Pomemben element kapitalskega trga v določeni državi predstavlja obstoj državnih obveznic, saj izoblikujejo referenčno krivuljo donosa (Zadravec, 2004, str. 64). Iz slovenskih državnih obveznic ne moremo sestaviti popolne krivulje donosa, saj nimamo obveznic vseh preostankov ročnosti. Vseeno se podjetniški in bančni izdajatelji pri določanju cene za svoje primarne izdaje orientirajo tudi na donosnost državnih obveznic primerljive ročnosti, ki jih te dosežejo na primarnih izdajah, še posebej, če sta si izdaji časovno zelo blizu. V nasprotnem primeru se lahko kot referenca vzame donosnost državne obveznice na sekundarnem trgu, če je obveznica dovolj likvidna³.

³ Pozneje bomo omenili tudi ostale referenčne osnove, ki se pri nas uporabljajo za določanje donosnosti podjetniških in bančnih obveznic v primarnih izdajah.

Obstaja tudi nasprotno mnenje, da za pravilno vrednotenje podjetniških obveznic obstoj državnih obveznic ni potreben, saj naj bi bil trg sposoben postaviti cene podjetniških obveznic na osnovi pričakovanj o inflaciji, obrestnih merah in tveganjih (Gray, 2006, str. 24). To mnenje lahko za Slovenijo ovržemo, saj iz spoznanj iz prakse lahko trdimo, da določanje donosov slovenskih nedežavnih obveznic (s strani izdajateljev kot tudi vlagateljev) vedno temelji na primerjavi z donosi državnih obveznic. Če ne obstaja slovenska državna obveznica ustrezne ročnosti, se vzame ustrezna tuja netvegana državna obveznica. Vsako drugačno določanje donosa bi bilo z vidika izdajatelja zelo tvegano in ga trg ne bi sprejel.

Na podlagi izsledkov empiričnih raziskav je ugotovljeno, da ima v državah v razvoju obstoj državnih obveznic pozitiven učinek na trg podjetniških obveznic, in sicer s treh vidikov (Dittmar, R. F. & Yuan, K., 2008, str. 1983-2012):

1. izdajanje državnih obveznic vlagateljem ponuja večjo možnost izbire med naložbenimi možnostmi, kar pozitivno deluje tudi na aktivnosti na trgu podjetniških obveznic;
2. državne obveznice prispevajo informacije o sistematičnem tveganju, ki je značilno za določeno državo, za postavljanje cene podjetniškim obveznicam, in
3. obstoj trga državnih obveznic, zaradi pozitivnega učinka na dostopnost informacij, prispeva tudi k večji likvidnosti podjetniških obveznic, kar se odraža na nižjem razponu med ponudbeno ceno in ceno povpraševanja (ang. *bid-ask spread*).

Ministrstvo za finance RS si z izdajami obveznic na domačem trgu prizadeva k doseganju naslednjih ciljev (Zadravec, 2004, str. 64):

- zagotoviti enostavno strukturo instrumentov,
- zagotoviti transparenten primarni trg (avkcijski mehanizem in transparentno oblikovanje obrestne mere),
- povečati likvidnost s postopnim povečevanjem velikosti posameznih izdaj, in
- zagotoviti stalno ponudbo obveznic.

Na primarnem trgu obveznic v Sloveniji se v vlogi izdajateljev, poleg države, pojavljajo še banke in maloštevilna podjetja ter nekatere finančne in paradržavne institucije. Primarni trg obveznic se pri nas odvija skoraj izključno v zaprtih krogih povabljenih vlagateljev, kar pomeni, da se med primarnimi kupci ne more pojaviti kdorkoli, oziroma je v primarni prodaji obveznica nedostopna fizičnim osebam. Iz tabele 1 je razvidno, da so bile v obdobju od leta 2000 dalje javnosti ponujene predvsem državne obveznice, javnih prodaj obveznic je bilo le malo in v nizki vrednosti.

Tabela 1: Število in vrednost ponudb obveznic javnosti v Sloveniji v letih 2000 do 2007

Leto	Število izdaj			Vrednost izdaj (v mio EUR)		
	Država	Banke	Drugi izdajatelji	Država	Banke	Drugi izdajatelji
2000	12	4	1	155,5	38,9	8,4
2001	12	1	0	218,2	9,0	0,0
2002	27	1	0	1.575,5	12,7	0,0
2003	10	1	0	663,3	16,8	0,0
2004	15	0	0	751,1	0,0	0,0
2005	22	0	0	1.724,8	0,0	0,0
2006	12	0	0	1.034,9	0,0	0,0
2007	1	0	0	298,5	0,0	0,0
Skupaj	111	7	1	6.421,8	77,4	8,4

Vir: Poročilo o stanju na trgu finančnih instrumentov v letu 2007, str.3-5, tabele 2, 3 in 5.

Podatkov o zaprtih prodajah obveznic ni možno pridobiti, saj izdajatelji za zaprto prodajo ne potrebujejo dovoljenja ATVP, zaradi česar teh podatkov nihče ne spremlja. Obstajajo pa podatki o obveznicah, ki so bile ponujene v zaprtem krogu in jih je izdajatelj uvrstil na organiziran trg, saj so v tem primeru izdajatelji zavezani k sestavi in objavi prospekta, ki ga predhodno potrdi ATVP. Ker ne vemo, kolikšen del v zaprtem krogu izdanih obveznic se uvrsti na organiziran trg, ne moremo povsem natančno sklepati o velikosti primarnega trga zaprtih prodaj obveznic, vendar je po velikosti vsaj tak, kot ga prikazuje tabela 2.

Tabela 2: Število in vrednost izdanih obveznic, ki so v letih 2000 do 2008 dobile dovoljenje ATVP za sprejem na organiziran trg

Leto	Število izdaj			Vrednost izdaj (v mio EUR)		
	Banke	Podjetja	Drugi izdajatelji	Banke	Podjetja	Drugi izdajatelji
2000	3	2	0	29,5	5,1	0,0
2001	5	0	0	45,2	0,0	0,0
2002	7	1	0	78,7	4,2	0,0
2003	8	1	0	230,0	40,0	0,0
2004	10	1	2	173,9	56,0	40,0
2005	15	5	1	334,6	129,5	40,0
2006	7	1	1	142,2	42,6	40,0
2007	7	1	0	151,7	10,0	0,0
2008	9	1	1	255,1	30,0	14,4
Skupaj	71	13	5	1.440,9	317,4	134,4

Vir: Register izdanih odločb o potrditvi prospekta ATVP in lastni preračuni.

Iz podatkov, ki prikazujejo obdobje od leta 2000 do leta 2008, vidimo, kolikšen je obseg izdaj podjetniških in bančnih obveznic ter obveznic drugih izdajateljev⁴. Če primerjamo podatke iz tabel 1 in 2, nam le-ti potrjujejo že napisano dejstvo, da ti subjekti svoje obveznice večinoma ne izdajajo v javni, temveč v zaprti ponudbi s kasnejšo pridobitvijo dovoljenja ATVP za

⁴ Med druge izdajatelje smo uvrstili zavarovalnice in borzno posredniške družbe.

sprejem obveznic na organiziran trg. Pri izdajanju obveznic v zaprti ponudbi so bolj aktivne banke, tako po številu kot tudi vrednosti izdaj. V prikazanem obdobju je bilo največ izdaj leta 2005, v naslednjih letih je zaznati padec števila in vrednosti izdaj, kar lahko pripišemo predvsem pomanjkanju ustreznih vlagateljev na domačem trgu.

Zaradi velike povezanosti primarnega in sekundarnega trga ne moremo mimo pregleda podatkov o trgovanju z obveznicami na sekundarnem trgu obveznic v Sloveniji. Pri nas se z obveznicami trguje na dva načina. Prvi je trgovanje na organiziranem trgu Ljubljanske borze, kjer se z obveznicami trguje na t.i. trgu obveznic, drugi pa je neorganiziran trg, ki pomeni neposredne kupoprodaje med kupci in prodajalci obveznic (navadno so to banke) in ki poteka preko telefona. Podatki o neposrednem trgovanju z obveznicami med bankami ne obstajajo, vendar predvidevamo, da je tu promet večji, kot promet na organiziranem trgu.

Do konca leta 2007 se je z državnimi obveznicami trgovalo preko uradnih vzdrževalcev likvidnosti na posebnem segmentu Ljubljanske borze, t.i. TUVL, vendar je bil ta segment ukinjen. Z nekaterimi državnimi obveznicami (RS59, SLOVEN4 03/22/18, RS63 in RS64) se trguje tudi preko trgovalnega sistema MTS Slovenia, na katerem z obveznicami lahko trgujejo samo izbrane banke.

Trgovanje s podjetniškimi in bančnimi obveznicami na Ljubljanski borzi je izredno skromno. Iz tabele v prilogi 3 lahko vidimo, da je v letu 2008 samo 10 bančnih oziroma podjetniških obveznic (izmed 69-ih, ki so 31.12.2008 kotirale na Ljubljanski borzi) imelo koeficient obračanja (izračunan kot razmerje med letnim prometom, v katerem je zajet tudi promet s svežnji, in tržno kapitalizacijo) višji od 10%. Najvišji koeficient obračanja je imela bančna obveznica NLB16, in sicer 35,6%. Zavedati se moramo, da ima koeficient obračanja omejeno uporabno vrednost pri ugotavljanju likvidnosti obveznic, saj zanemarja število transakcij, ki so bile opravljene z določeno obveznico. Primer: z obveznico NLB16 je bilo v letu 2008 opravljenih samo 12 transakcij (Mesečne in letne statistike Ljubljanske borze, 2008, str.13), zaradi česar je ne moremo uvrščati med visoko likvidne vrednostne papirje.

Iz nizke likvidnosti lahko sklepamo, da vlagatelji v slovenske podjetniške in bančne obveznice le-te v pretežni meri držijo do dospetja. Maloštevilne izdaje podjetniških in bančnih obveznic so relativno nizkih vrednosti, poleg tega so na primarnem trgu prodane majhnemu številu vlagateljev, zaradi česar niso vzpostavljeni osnovni pogoji za živahnije trgovanje. Likvidnost naj bi bila ena od osnovnih prednosti nakupa vrednostnega papirja v primerjavi z vezavo depozita, vendar je slovenski trg obveznic za to z vseh vidikov premajhen (premalo izdajateljev, premajhne izdaje, premalo vlagateljev).

Poleg tega na slovenskem trgu obstajajo visoki transakcijski stroški, zaradi katerih je vlagateljem praktično onemogočeno, da bi na dnevni ravni kupovali in prodajali obveznice, kar bi vodilo do večje likvidnosti (Jernejčič, 2003, str. 30).

Zakaj torej izdajatelji svoje obveznice, ki so jih prodali v zaprtem krogu, sploh uvrščajo v trgovanje na organiziranem trgu? Razlog je v tem, da institucionalni vlagatelji sodelujejo pri nakupu podjetniških in bančnih obveznic le v primeru, če so le-te po končani izdaji uvrščene na organiziran trg, saj s tem formalno postanejo tržni vrednostni papirji. Institucionalni vlagatelji imajo namreč v svojih zunanjih in internih pravilnikih določbe glede strukture svojega portfelja, v katerih imajo stroge omejitve glede višine vlaganj v netržne vrednostne papirje. S tem, ko na primarnem trgu kupijo tržno obveznico, zadostijo regulativi, vendar se zavedajo, da bodo po vsej verjetnosti obveznico težko prodali pred dospeljem, če bodo to želeli.

Za boljše razumevanje sekundarnega in primarnega trga podjetniških in bančnih obveznic v Sloveniji je potrebno poznati tudi strukturo vlagateljev v obveznice. Podatki v tabeli 3 nam kažejo, da so daleč najpomembnejši imetniki podjetniških in bančnih obveznic banke, sledijo jim zavarovalnice in pokojninski skladi, ostali vlagatelji pa imajo le obrobno vlogo. Stanje je pri državnih obveznicah seveda bistveno drugačno, kajti več kot polovica obveznic, ki jih je izdala Republika Slovenija, je v lasti tujih imetnikov, kar je razumljivo, kajti država je zadnja leta obveznice izdajala večinoma v tujini, zadnji dve leti pa jih je ponovno izdala v Sloveniji (obveznici RS63 in RS64), vendar so bili primarni vpisniki pretežno tuje finančne institucije.

Tabela 3: Prikaz strukture imetnikov bančnih, podjetniških in državnih obveznic v Sloveniji na dan 31.12.2008

Imetniki obveznic	Izdajatelji obveznic		
	Nefinančne družbe	Banke	Država
nefinančne družbe	6,7%	6,1%	1,0%
banke	49,7%	46,7%	18,7%
drugi finančni posredniki	3,1%	5,7%	0,6%
izvajalci pomožnih finančnih dejavnosti	0,2%	0,1%	0,1%
zavarovalnice in pokojninski skladi	24,9%	24,0%	14,5%
država	3,9%	2,0%	1,1%
skladi socialne varnosti	3,1%	2,5%	0,6%
gospodinjstva	7,4%	2,8%	4,6%
tujina	1,0%	10,0%	58,9%
Skupaj	100,0%	100,0%	100,0%

Vir: Banka Slovenije.

3 ZNAČILNOSTI OBVEZNIC

3.1 Splošno o obveznic

Obveznica predstavlja finančno obveznost oziroma obljubo izdajatelja obveznice oziroma dolžnika za plačilo določenega denarnega zneska na določene datume v prihodnosti. Ti denarni zneski zajemajo odplačevanje obresti in odplačilo glavnice.

Obljube izdajatelja o pravicah imetnika obveznice so podrobno zapisane v pogodbi o izdaji obveznice (angl. *indenture*), ki jo izdajatelj sklene z imetniki obveznic. V praksi se taka pogodba ne uporablja, ker bi bilo njeno sklepanje v primeru večjega števila imetnikov težko izvedljivo. Namesto pogodbe izdajatelj sestavi prospekt (njegova vsebina je predpisana) ali informacijski memorandum (njegova vsebina ni predpisana), ki določa vse obveznosti in pravice tako izdajatelja kot imetnikov obveznice. Imetniki obveznic mnogokrat težko nadzorujejo, kako izdajatelj izpolnjuje svoje obveznosti, zaradi česar lahko kot tretja stranka pogodbenega razmerja nastopi agent (angl. *trustee*). Njegova funkcija je zastopanje interesov vsakokratnih imetnikov obveznic.

Obljube izdajatelja so v prospektu definirane z zavezujočimi določili (angl. *covenants*), ki se delijo na pozitivne (angl. *affirmative*) in negativne (angl. *negative*). Med najpogostejša pozitivna zavezujoča določila sodijo (Fabozzi, 2000, str. 5):

- plačilo obresti in glavnice skladno z amortizacijskim načrtom;
- izpolnjevanje morebitnih davčnih obveznosti;
- vzdrževanje in skrb za ohranjanje vrednosti nepremičnin izdajatelja, in
- redno periodično poročanje agentu o izpolnjevanju pogodbenih obveznosti.

Na drugi strani negativna pogodbeni določila izdajatelju postavljajo omejitve glede njegovega poslovanja, predvsem glede višine njegovega dodatnega zadolževanja, pri katerem mora dosegati vrednost kazalnikov, kot je to določeno v prospektu. Primer takega kazalnika, ki se najpogosteje uporablja, je razmerje med dolgom in EBITDA.

Imetnik obveznice nima nikakršnih upravljaljskih pravic.

Obveznice delimo na domače in tuje obveznice ter evroobveznice. Domače obveznice so tiste, ki so izdane v državi, kjer ima izdajatelj svoj sedež in so denominirane v valuti te države. Tuje obveznice imenujemo obveznice, ki jih izdajatelj izda v državi, ki ni njegova domicilna država, v valuti države, kjer je obveznica izdana. Evroobveznice so izdane izven države izdajatelja, v katerikoli svetovni valuti. Njihovi končni imetniki so anonimni, saj v poravnalnem sistemu klirinških hiš Clearstream oziroma Euroclear ni izkazano dejansko

imetništvo, temveč je kot lastnik obveznic vpisan agent v imenu svojih strank. Trg evroobveznic, za razliko od trga domačih in tujih obveznic, ni reguliran trg, saj ni podvržen zakonodaji nobene izmed držav. (International Capital Markets: International Bond Markets, 1991, str. 4).

3.2 Ročnost in trajanje obveznice

Ročnost obveznice pomeni čas, v katerem mora izdajatelj izpolniti svoje obveznosti iz izdane obveznice. Datum zapadlosti obveznice predstavlja dan, na katerega izdajatelj plača imetniku obveznice svojo zadnjo obveznost iz obveznice. Če gre za običajno obveznico z odplačilom glavnice v enkratnem znesku ob zapadlosti, na ta dan izdajatelj odplača zadnji obrok obresti in celotno glavnico.

Glede na ročnost delimo obveznice na kratkoročne, srednjeročne in dolgoročne, vendar pri razvrščanju obveznic v razrede ročnosti ni splošno veljavnega pravila. Največkrat se med kratkoročne obveznice uvrščajo obveznice z ročnostjo med enim in petimi leti, med srednjeročne tiste med 5 in 12 let in med dolgoročne obveznice z ročnostjo več kot 12 let. Obveznice imajo načeloma ročnost do 30 let, vendar obstajajo tudi izjeme, kot sta npr. 100-letna obveznica izdajatelja Walt Disney Co. ali 50-letna obveznica Tennessee Valley Authority (Fabozzi, 2000, str. 5).

Če obveznice med seboj primerjamo glede na njihovo časovno komponento, ročnost obveznice ni dovolj natančen podatek, saj zanemarja dinamiko izplačil obveznosti iz obveznice (obresti in glavnice). Več kot je izplačil iz obveznice pred njeno dospelostjo, krajše je trajanje (angl. *duration*) obveznice.

Trajanje obveznice po Macaulyju (angl. *Macaulay duration*) izračunamo po naslednji formuli (Choudhry, 2004, str. 53):

$$D = \frac{\sum_{n=1}^N \frac{n * C_n}{(1+r)^n}}{P} \quad (1)$$

pri čemer imajo oznake naslednji pomen:

- D trajanje obveznice,
- C denarni tok,
- r donosnost do dospelja,
- n čas v letih (od 1 do N let), in
- P neto sedanja vrednost oz. cena obveznice.

3.3 Glavnica in njeno izplačilo

Glavnica (angl. *par value*, *face value*, *principal amount*, ali *maturity value*) je znesek, ki ga mora izdajatelj do dneva zapadlosti obveznice plačati imetniku obveznice. Zaradi dejstva, da imajo obveznice različne zneske glavnice, se cena obveznic običajno izraža v odstotku od vrednosti glavnice, in sicer:

- če je cena obveznice nižja od 100%, pravimo, da se obveznica prodaja z diskontom (angl. *at a discount*);
- če je cena obveznice višja od 100%, pravimo, da se obveznica prodaja s premijo (angl. *at a premium*); in
- če je cena obveznice 100%, pravimo, da se obveznica prodaja po nominalni vrednosti glavnice (angl. *at par*).

Poznamo več načinov poplačila glavnice, med njimi je najbolj običajno poplačilo v enkratnem znesku ob zapadlosti obveznice (angl. *bullet repayment*), ki ga tudi najpogosteje uporabljajo evropski in ameriški izdajatelji, tako podjetniških kot tudi državnih obveznic.

Naslednji način poplačila glavnice je poplačilo glavnice v obrokih na točno določene datume, ki si ne sledijo nujno v enakih časovnih razmikih. Take obveznice imenujemo obročne obveznice (angl. *serial bonds*).

V več obrokih se glavnica poplačuje tudi pri amortizacijskih obveznicah (angl. *amortizing bonds*). Ta način se uporablja predvsem pri hipotekarnih obveznicah, kjer je odplačevanje glavnice vezano na prilive od plačanih obrokov posojil.

Na tem mestu je potrebno omeniti tudi določilo o presihajočem skladu (angl. *sinking fund*). Presihajoči sklad pomeni, da izdajatelj periodično nakazuje določen znesek administrativnemu agentu (angl. *trusteeju*), ta pa z zbranim denarjem odkupuje del izdaje obveznic na trgu. Obveznice agent odkupuje po ceni 100,00% ali po tržni ceni (po tisti od obeh, ki je nižja).

3.4 Kuponska obrestna mera

Kuponska obrestna mera je obrestna mera, ki je določena v prospektu in ki jo izdajatelj plačuje na izposojeni znesek. Periodični znesek, ki ga izdajatelj plačuje imetnikom obveznice, se imenuje kupon (angl. *coupon*) in je odvisen od zneska neodplačane glavnice in kuponske obrestne mere. Kuponi se navadno izplačujejo polletno, četrtno ali letno, lahko pa tudi mesečno (npr. pri hipotekarnih obveznicah, kjer so tudi prilivi, ki so vir za odplačevanje obveznice, mesečni). Periodika izplačevanja kuponov je odvisna od potreb izdajatelja ter na drugi strani od preferenc vlagateljev v obveznico.

Najenostavnejše obveznice imajo nespremenljivo obrestno mero, torej obrestno mero, ki ostaja enaka do roka dospelja obveznice.

Kuponska obrestna mera je ena od značilnosti obveznic, glede na katero lahko določimo tudi nekaj posebnih vrst obveznic, in sicer brezkuponsko obveznico (angl. *zero-coupon bond*), obveznico s stopničasto obrestno mero (angl. *step-up note*), obveznico z odloženim plačilom obresti (angl. *deferred coupon bond*) in obveznico s spremenljivo obrestno mero (angl. *floating –rate bond ali floater*) (Fabozzi, 2000, str.7).

Brezkuponska obveznica: Izdajatelj brezkuponske obveznice obresti ne plača v obliki kuponov, temveč imetnik obveznice obresti dobi v obliki nakupa obveznice s precejšnjim diskontom. Glede na to, da ob dospelosti dobi izplačano celotno glavnico, predstavlja razlika med glavnico in nakupno ceno obveznice znesek, ki predstavlja plačilo obresti.

Obveznica s stopničasto obrestno mero: Za to obveznico je značilno, da se kuponska obrestna mera v času po korakih zvišuje. Zviša se lahko enkrat ali večkrat v obdobju do zapadlosti.

Obveznica z odloženim plačilom obresti: Za obveznico z odloženim plačilom obresti je značilno, da nekaj let oz. nekaj običajnih kuponskim obdobjem ne prinaša obresti. Ob koncu obdobja neplačevanja obresti se zaostale obresti izplačajo v enkratnem znesku (angl. *lump sum payment*), nato pa se obresti do zapadlosti izplačujejo redno ob zapadlosti posameznih kuponov.

Obveznica s spremenljivo obrestno mero: Pri obveznici s spremenljivo obrestno mero je obrestna mera določena glede na izbrano referenčno obrestno mero. Spremenljiva obrestna mera je tako sestavljena iz referenčne obrestne mere (npr. EURIBOR, LIBOR, ipd.) in pribitka, ki je izražen v bazičnih točkah. Periodika izplačevanja kuponov se mora ujemati z obdobjem, za katerega je določena referenčna obrestna mera (npr. če gre za polletno izplačevanje kuponov, se vzame 6-mesečni EURIBOR, pri četrtletnem izplačevanju pa 3-mesečni EURIBOR). Dejanska višina obrestne mere se določi na začetku vsakega kuponskega obdobja (angl. *reset date*), ko je znana referenčna obrestna mera za to kuponsko obdobje.

Obveznice s spremenljivo obrestno mero so v tujini zanimive za določene vrste vlagateljev, ker jim omogočajo boljše uravnavanje sredstev in obveznosti glede vrste obrestne mere, oziroma jim znižujejo obrestno tveganje v primeru, če imajo tudi obveznosti vezane na spremenljivo obrestno mero⁵. Načeloma bi se moralo z obveznico, ki bi imela dovolj kratka

⁵ Med takšne vlagatelje sodijo predvsem banke.

obrestna obdobja, ko se obrestna mera na novo določa, trgovati vedno po ceni 100,00%, ob pogoju, da se pribitki od trenutka izdaje niso spremenili (Fabozzi & Fabozzi, 1989, str. 131).

Obveznica s spremenljivo obrestno mero ima lahko postavljeno omejitev glede višine obrestne mere. Najvišja višina obrestne mere se imenuje obrestna kapica (angl. *cap*) in zajema vrednost tako referenčne obrestne mere kot tudi pribitka. Za izdajatelje je takšna zaščita pred obrestnim tveganjem smiselna v obdobjih, ko se pričakuje zvišanje obrestnih mer. Na drugi strani pomeni seveda taka značilnost obveznice za imetnike obveznic manjšo privlačnost.

Ravno nasprotno omejitev obrestne mere predstavlja obrestno dno (angl. *floor*), ki pomeni zaščito pred obrestnim tveganjem za imetnika obveznice. Če obrestna mera pade pod določeno višino obrestnega dna, mora izdajatelj plačati obrestno mero v višini obrestnega dna.

V primeru, če ima obveznica tako obrestno dno kot tudi obrestno kapico, govorimo o obrestni ovratnici (angl. *collar*), ki pod določenimi pogoji spremenljivo obrestno mero pretvori v nespremenljivo.

3.5 Način štetja dni

Pri izračunu donosnosti do dospelja obveznic in pri izračunavanju natečenih obresti med dvema kuponskima zapadlostima je pomembo upoštevati, kakšen način štetja dni (angl. *day count convention*) uporablja določena obveznica. Način štetja dni zapišemo kot število dni v mesecu/število dni v letu. Poznamo več načinov štetja dni, od katerih pogledjmo štiri osnovne, in sicer:

- **30/360**, ki predpostavlja, da ima vsak mesec 30 dni in da ima leto 360 dni,
- **dejansko/dejansko**, ki upošteva dejansko število dni v mesecu in dejansko število dni v letu,
- **dejansko/365**, ki predpostavlja da ima vsako leto 365 dni, in
- **dejansko/360**, pri katerem izdajatelj plača obresti za dejansko število dni v mesecu, kar pomeni da plača za 5 ali 6 dni obresti več kot pri načinu 30/360.

Slovenski podjetniški in bančni izdajatelji uporabljajo večinoma način štetja dejansko/dejansko, v nekaterih primerih so uporabljeni tudi drugi načini, kar je predvsem odvisno od vrste in zahtev vlagateljev in od tega, kakšen način je v uporabi pri obveznici, s katero želi izdajatelj primerjati svojo obveznico.

3.6 Natečene obresti

Izdajatelji obveznic izplačujejo obresti na točno določene datume, zaradi česar v času med zapadlostjo enega in drugega kupona nastanejo natečene obresti (angl. *accrued interest*). V primeru, da imetnik obveznico proda med dvema kuponskima zapadlostima, mu kupec poleg cene obveznice plača tudi natečene obresti za obdobje od predhodnega kupona do dneva prodaje obveznice. V tečajnicah borz oziroma ostalih trgovalnih sistemov natečene obresti niso prikazane v ceni obveznice (angl. *clean price*), temveč jih je treba prišteti k ceni. Tako dobljena cena, ki vključuje tudi natečene obresti, se imenuje polna cena (angl. *full* oziroma *dirty price*) (Place, 2000, str. 8).

3.7 Navadne in podrejene obveznice

Glede na vrstni red poplačil obveznosti iz obveznic ločimo navadne in podrejene obveznice. Navadne obveznice (angl. *senior bonds*) so tiste, ki so z vidika prioritete poplačil v primeru stečaja enakovredne ostalim terjatvam »senior« upnikov, medtem ko so podrejene (angl. *subordinated* ali *junior bonds*) tiste, ki so poplačane šele po tem, ko so poplačani vsi dolgovi »senior« upnikov.

Slovenska podjetja še niso izdajala podrejenih obveznic, medtem ko banke ta instrument pogosto uporabljajo za povečevanje svojega kapitala. Od 49-ih bančnih obveznic, ki so na dan 31.12. 2008 kotirale na Ljubljanski borzi, jih je 18 podrejenih (podatki v prilogi 3).

3.8 V obveznico vključene pravice

Obveznica lahko vključuje določene pravice (angl. *embedded options*), od katerih nekatere pravice pripadajo izdajatelju, nekatere pa imetnikom. V nadaljevanju so navedene najpogostejše pravice, in sicer (Fabozzi, 2000, str. 21):

- pravice, ki pripadajo izdajatelju:
 - možnost predčasnega odpoklica, in
 - obrestna kapica, ter
- pravice, ki pripadajo imetnikom:
 - pravica do zamenjave obveznice za delnice,
 - pravica do predčasnega unovčenja, in
 - obrestno dno.

Obveznica načeloma velja za varen finančni instrument s predvidljivim denarnim tokom, vendar lahko zgoraj navedene pravice povzročijo nepredvidljivost njenega denarnega toka, zaradi česar je potrebno pri naložbah v obveznice z vključenimi pravicami upoštevati tudi

vpliv, ki ga ima morebitna izvršitev ene izmed pravic (npr. poleg donosnosti do dospelja obveznice je potrebno izračunati tudi donosnost do odpoklica).

3.8.1 Možnost predčasnega odpoklica obveznice

V nekaterih primerih imajo obveznice vključeno pravico izdajatelja do predčasnega odpoklica oziroma poplačila obveznice (angl. *call provision*). To možnost izdajatelj izkoristi v razmerah, ko pride do padca obrestnih mer, kar mu omogoči novo izdajo obveznic pod ugodnejšimi pogoji, kot jih je dosegal pri obstoječi izdaji. Ta pravica je za imetnika obveznice nepriljubljena, saj nima zagotovljenih denarnih tokov od obveznice, zaradi česar mora biti donosnost do dospelja take obveznice višja, kot če obveznica ne bi vsebovala pravice do predčasnega odpoklica.

Pogoji za izvrševanje pravice izdajatelja do predčasnega odpoklica obveznice morajo biti v prospektu natančno opredeljeni, in sicer morajo biti določeni vsaj naslednji pogoji:

- datumi ali obdobje, v katerem lahko izdajatelj izkoristi pravico do predčasnega odpoklica (običajno v prvih letih obveznice izdajatelj nima pravice do predčasnega odpoklica);
- cena, ki jo izdajatelj plača imetniku obveznice ob predčasnem odpoklicu (običajno ne obstaja ena cena odpoklica, temveč različne cene, glede na to, kdaj se izdajatelj odloči za odpoklic, pri čemer je cena odpoklica najvišja ob prvem možnem datumu za odpoklic (angl. *first call date*), nato pa cena odpoklica v času pada);
- možnost delnega predčasnega odpoklica in določitev načina izbora obveznic, ki bodo odpoklicane (pri tem obstajata dve možnosti, in sicer naključni izbor in sorazmerni izbor, pri katerem izdajatelj vsakemu imetniku poplača del obveznice, ki je sorazmeren z njegovim deležem v celotni izdaji obveznic)⁶; ter
- ostali pogoji (npr. kdaj in na kakšen način mora izdajatelj o predčasnem odpoklicu obvestiti imetnike, v koliko dneh mora izvršiti plačilo, ipd.).

3.8.2 Zamenljive obveznice

Značilno za zamenljive obveznice (angl. *convertible bonds*) je, da jih njihovi imetniki lahko zamenjajo za vnaprej določeno število navadih delnic izdajatelja. Število delnic, ki jih lahko na ta način pridobi imetnik, se imenuje stopnja zamenjave (angl. *conversion ratio*). Pravica do zamenjave lahko obstaja celotno obdobje trajanja obveznice ali samo določeno obdobje in tudi stopnja zamenjave se lahko v času spreminja.

⁶ Prvi način je pogostejši pri javnih ponudbah, drugi pa pri zaprtih ponudbah obveznic.

Cena, ki jo imetnik obveznice dejansko plača za delnico v trenutku zamenjave, se imenuje tržna cena zamenjave, in jo izračunamo kot razmerje med tržno ceno obveznice in stopnjo zamenjave. Tržna cena zamenjave za imetnika pomeni hkrati točko preloma, saj bo pravico zamenjave izkoristil, če bo tržna cena zamenjave nižja od takratne tržne cene delnice, v nasprotnem primeru se zamenjava ne izplača. Razlika med obema cenama se imenuje tržna premija zamenjave (angl. *market conversion premium per share*) (Fabozzi, 2000, str. 365).

Cena zamenjave je navadno 10 do 25% višja od tržne cene delnice v trenutku izdaje zamenljive obveznice. Za izdajatelja je izdaja take vrste obveznice zanimiva, ker lahko ponudi vlagateljem nižji kupon, za vlagatelje pa je prednost ta, da lahko zaslužijo kapitalski dobiček na delnicah, če njihova cena zraste ter so udeleženi pri izplačilu dividend (Hudson, Colley & Largan, 2000, str. 192).

3.8.3 Pravica imetnikov do predčasnega unovčenja obveznice

Pravica imetnikov do predčasnega unovčenja obveznice (angl. *put provision*) pomeni, da lahko imetniki na določene datume po določeni ceni (običajno po ceni 100%) prodajo obveznico pred datumom zapadlosti. To pravico imetniki izkoristijo, če po izdaji obrestne mere na trgu narastejo, zaradi česar lahko svoj denar od predčasne prodaje obveznice reinvestirajo po višji obrestni meri. Če ima obveznica vključeno to pravico, pomeni, da je zahtevana donosnost do dospelja nižja, kot bi bila pri enaki obveznici brez pravice do predčasnega unovčenja.

3.9 Valuta izdaje

Obveznice so lahko izdane v katerikoli valuti, pri čemer izdajatelj upošteva svoje potrebe in potrebe vlagateljev. Obstajajo tudi dvovalutne obveznice (angl. *dual-currency bonds*), pri katerih je glavnica denominirana v eni, obresti pa v drugi valuti.

3.10 Tveganja pri investiranju v obveznice

Poznamo naslednja tveganja, ki so jim izpostavljeni vlagatelji v obveznice (Fabozzi, 2000, str. 34):

- tveganje spremembe obrestne mere (angl. *interest rate risk*),
- tveganje predčasnega odpoklica (angl. *call risk*),
- tveganje krivulje donosnosti (angl. *yield curve risk*),
- tveganje reinvestiranja (angl. *reinvestment risk*),
- kreditno tveganje (angl. *credit risk*),
- likvidnostno tveganje (angl. *liquidity risk*),

- valutno tveganje (angl. *exchange-rate risk*),
- inflacijsko tveganje (angl. *inflation risk* ali *purchasing power risk*), in
- tveganje dogodka. (angl. *event risk*).

3.10.1 Tveganje spremembe obrestne mere

Tveganje spremembe obrestne mere je glavno tveganje, ki so mu izpostavljeni vlagatelji v obveznice. Sprememba obrestne mere vpliva na ceno obveznice v obratni smeri, torej če se obrestne mere zvišajo, cena obveznice pade in obratno. Če obrestne mere na trgu narastejo, obveznica pa prinaša določeno kuponsko obrestno mero (ki je bila postavljena ob izdaji, ko so bile obrestne mere nižje), mora cena obveznice na sekundarnem trgu pasti za toliko, da postane ob »prenizkem« kuponu, vendar ob tako znižani ceni, enako donosna za kupce kot ostale primerljive obveznice na trgu. Velikost vpliva spremembe obrestne mere na ceno obveznice je odvisna od dejavnikov, kot sta ročnost obveznice in kuponska obrestna mera.

Vpliv spremembe obrestne mere na ceno obveznice je večji pri obveznicah z daljšo ročnostjo in nižjo obrestno mero. Sprememba obrestne mere ima vpliv na ceno tudi pri obveznicah s spremenljivo obrestno mero, čeprav se na prvi pogled morebiti zdi, da temu ni tako, saj se referenčna obrestna mera vsako kuponsko obdobje spremeni, torej prilagodi tržni obrestni meri. Obstajajo trije razlogi za to, in sicer (Fabozzi, 2000, str. 38):

- referenčna obrestna mera se na novo določi zgolj nekajkrat letno (npr. vsakih šest mesecev), zaradi česar je v vmesnem obdobju lahko prenizka ali previsoka v primerjavi s tržno obrestno mero;
- navadno se v razmerah, ko se obrestne mere zvišujejo, zvišajo tudi pribitki, in ko se obrestne mere znižujejo, se znižajo tudi pribitki, kar prav tako vpliva na skupno obrestno mero;
- obveznice s spremenljivo obrestno mero včasih vključujejo obrestno kapico ali obrestno dno, zaradi česar se kuponska obrestna mera nad oziroma pod nekim nivojem ne prilagaja več tržnim razmeram.

3.10.2 Tveganje predčasnega odpoklica

Imetnik obveznice, ki vsebuje pravico do predčasnega odpoklica, je izpostavljen tveganju iz treh razlogov, in sicer (Fabozzi, 2000, str. 43):

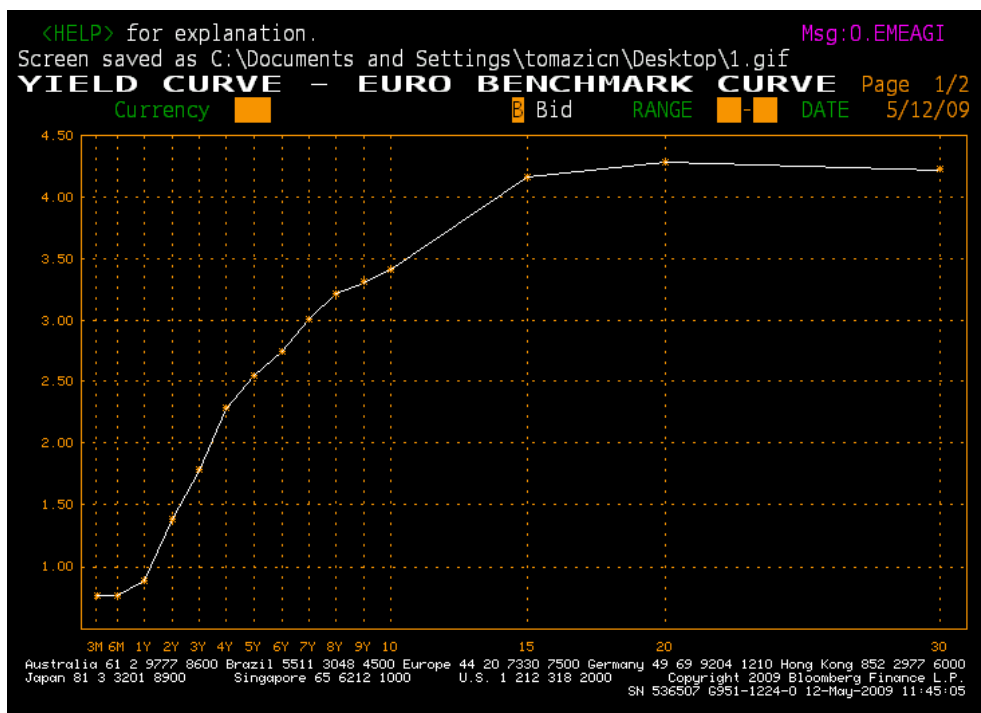
- zaradi nezagotovljenih denarnih tokov;
- imetnik bo moral predčasno izplačan znesek glavnice reinvestirati po nižji obrestni meri (izdajatelj bo odpoklical obveznico v razmerah znižanja obrestnih mer); ter
- cena takšne obveznice se ob padcu obrestnih mer dvigne za manj, kot bi se, če obveznica ne bi vsebovala pravice do predčasnega odpoklica.

3.10.3 Tveganje krivulje donosnosti

Krivuljo donosnosti (angl. *yield curve*) sestavlja skupek dolžniških vrednostnih papirjev najboljših bonitetnih ocen in največje likvidnosti na celotnem spektru ročnosti, od zakladnih menic, ki predstavljajo ročnosti do enega leta, do državnih obveznic z dospelostjo do 30 let. Sestava krivulje donosnosti se hitro spreminja, saj je likvidnost zadnjih izdaj največja, zaradi česar na krivulji donosnosti vsaka nova izdaja državne obveznice nadomesti prejšnjo (Križaj, 2003, str. 19).

Krivulja donosnosti predstavlja pomemben pripomoček pri določanju donosnosti, torej kuponske obrestne mere in prodajne cene obveznice, za izdajatelje v trenutku izdaje obveznice in seveda za odločanje o nakupih in prodajah obveznic na sekundarnem trgu. Krivulja donosnosti državnih (torej netveganih) obveznic je ena izmed osnov za primerjavo (angl. *benchmark*) za določanje donosnost posamezne obveznice.

Slika 1: Krivulja donosnosti do dospelja prvovrstnih državnih obveznic za evro območje na dan 12. 5. 2009



Opomba: na abscisni osi je prikazana preostala ročnost, na ordinatni pa donosnost do dospelja v odstotkih.
Vir: Bloomberg.

Slika 1 prikazuje krivuljo donosnosti za evro območje, pri čemer krivuljo sestavljajo nemške in francoske državne obveznice, ker imata Nemčija in Francija najvišjo bonitetno oceno izmed držav evro območja. Oblika krivulje je naraščajoča (razen v območju ročnosti od 20 do 30 let, ko je rahlo padajoča), kar pomeni, da vlagatelji za daljšo ročnost zahtevajo višjo donosnost do dospelja. Padajočo donosnost na delu krivulje od 20 do 30 let bi lahko razložili

z teorijo tržnih pričakovanj (na dolgi rok se pričakuje padec obrestnih mer) ali s teorijo segmentiranih trgov (na tem segmentu ročnosti ni tako velikega povpraševanja).

Poleg krivulje donosnosti, ki predstavlja netvegano donosnost oziroma benchmark obveznice, obstajajo tudi druge krivulje donosnosti, npr. krivulja donosnosti za obveznice BBB bonitete ali krivulja donosnosti za obveznice AA bonitete. Edini pogoj za oblikovanje krivulje donosnosti je, da imajo vse obveznice na krivulji enako kreditno tveganje.

Če se obrestne mere spremenijo, se ne spremenijo za enako število bazičnih točk za vse ročnosti. To dejstvo je pomembno v primeru, ko spremljamo gibanje vrednosti portfelja obveznic, ki ga sestavljajo obveznice različnih ročnosti. Upravljavec portfelja se mora zavedati, da obstaja tveganje krivulje donosnosti, zaradi česar se cene vseh obveznic v portfelju ob spremembi obrestne mere ne bodo spremenile v enaki višini (Fabozzi, 2000, str. 42).

3.10.4 Tveganje reinvestiranja

Poleg tveganja reinvestiranja, ki nastane za imetnika ob morebitnem odpoklicu obveznice, obstaja tveganje reinvestiranja pri vsaki obveznici, pri kateri se obresti in/ali glavnica izplačujejo periodično, torej pred dokončno zapadlostjo obveznice. Za vsak denarni znesek, ki ga imetnik dobi pred zapadlostjo obveznice, obstaja tveganje, da ga imetnik ne bo mogel reinvestirati po enaki obrestni meri, kot je znašala donosnost obveznice. Bolj ko so denarni tokovi v času oddaljeni, manjše je to tveganje. Brezkuponska obveznica tveganja reinvestiranja ne vsebuje, ker do zapadlosti nima nobenih izplačil.

3.10.5 Kreditno tveganje

Imetnik obveznice je izpostavljen kreditnemu tveganju iz treh razlogov, in sicer (Fabozzi, 2000, str. 44):

- zaradi tveganja neplačila ali nepravočasnega izplačila obresti ali glavnice (angl. *default risk*);
- zaradi tveganja pribitka za kreditno tveganje (angl. *credit spread risk*), ki pomeni, da se zaradi zvišanja pribitkov za kreditno tveganje na trgu (npr. zaradi recesije) zahtevana donosnost nedržavnih obveznic zviša, zaradi česar cene obveznic padejo; ter
- zaradi tveganja znižanja bonitetne ocene (angl. *downgrade risk*), ki jo dodeljujejo tri mednarodno priznane bonitetne agencije: Moody's Investor Service, Standard & Poor's Corporation in Fitch. Nepričakovano znižanje bonitetne ocene povzroči zvišanje

zahtevane donosnosti obveznice, to pa se odrazi na padcu cene obveznice⁷. To tezo lahko potrdijo različne empirične analize, med drugim analiza, ki je sicer temeljila na podatkih komunalnih obveznic in je dokazala, da obstaja velik vpliv poslabšanja bonitetne ocene na porast zahtevane donosnosti in s tem na zvišanje stroškov financiranja izdajateljev (Badu, Daniels & Amagoh, 2002, str. 31-47).

Bonitetne agencije lahko na osnovi analiz poslovanja in drugih dejavnikov ocenijo verjetnost, da izdajatelj ob zapadlosti ne bo poravnal svojih finančnih obveznosti, kar imenujemo bonitetna ocena (angl. *credit rating*) izdajatelja ali verjetnost, da ne bo poravnal obveznosti iz določenega finančnega instrumenta, kar pomeni bonitetno oceno instrumenta (Sporočilo Komisije o bonitetnih agencijah, 2006, str. 2). V tujini ima večina izdajateljev obveznic bonitetno oceno, ki velja za standard pri določanju tveganosti izdajatelja in pri določanju pribitkov, poleg tega imajo mnogi institucionalni vlagatelji notranje omejitve glede naložb v vrednostne papirje z določeno bonitetno oceno.

Izdajatelji posamezne države ne morejo imeti boljše bonitetne ocene kot sama država⁸. Države si izdelavo bonitetne ocene naročijo, ker jo potrebujejo za nastop na mednarodnem finančnem trgu in tudi zaradi določanja osnove za primerjavo za domače izdajatelje. Analiza, ki je bila izdelana na osnovi podatkov 26 držav, je pokazala, da obstaja velik vpliv spremembe bonitetne ocene države na donosnost državnih obveznic. Druga ugotovitev omenjene analize je ta, da je sprememba donosnosti državnih obveznic večja po objavah negativnih sprememb bonitetnih ocen držav, kot po objavah pozitivnih sprememb (Larrain, Reisen & Von Maltzan, 1997, str. 5-21). To dejstvo morajo izdajatelji upoštevati pri pripravljanju svojih izdaj in postavljanju cen obveznic v času, ko se pričakuje objava novih bonitetnih ocen države.

Za vlagatelje je predvsem pomembno, ali izdajatelj oziroma njegova obveznica sodi v investicijski ali špekulativni razred. Ocene investicijskega razreda predstavljajo relativno nizko verjetnost neizpolnitve obveznosti, medtem ko špekulativni razred pomeni visoko tveganje neizpolnitve pogodbenih obveznosti (Ljubanović, 2005, str. 24). V nadaljevanju

⁷ Priloga 4 vsebuje Moody's-ovo tranzicijsko matriko za ZDA za konec leta 1999, ki prikazuje, kakšna je bila verjetnost, da se izdajatelju, ki je imel v letu 1999 posamezno bonitetno oceno, ta bonitetna ocena v naslednjem letu ne spremeni, izboljša ali poslabša. Ugotovitve, do katerih pridemo ob pregledu matrike, so naslednje: spremembe v bonitetnih ocenah niso zanemarljive, saj se lahko pojavijo v 10% primerov (v času nastopa gospodarske krize bi bila ta verjetnost še višja), večinoma spremembe predstavljajo prehod za eno stopnjo, večji premiki so redki (če so pozitivni, se večinoma pojavijo ob nakupu opazovanega podjetja s strani podjetja z veliko boljšo bonitetno oceno) (Martellini, Priaulet & Priaulet, 2008, str. 439-440).

⁸ Državne obveznice vedno prejmejo za določen lokalni trg najvišjo možno bonitetno oceno iz dveh razlogov: ker ima izdajatelj – država pristojnost nad davki in ker ima centralna banka ekskluzivno pravico do tiskanja lokalnega denarja (Schinasi & Smith, 1998, str. 5).

podajamo pregled bonitetnih ocen obveznic ter poimenovanje stopnje (angl. *grade*) ter velikost tveganja.

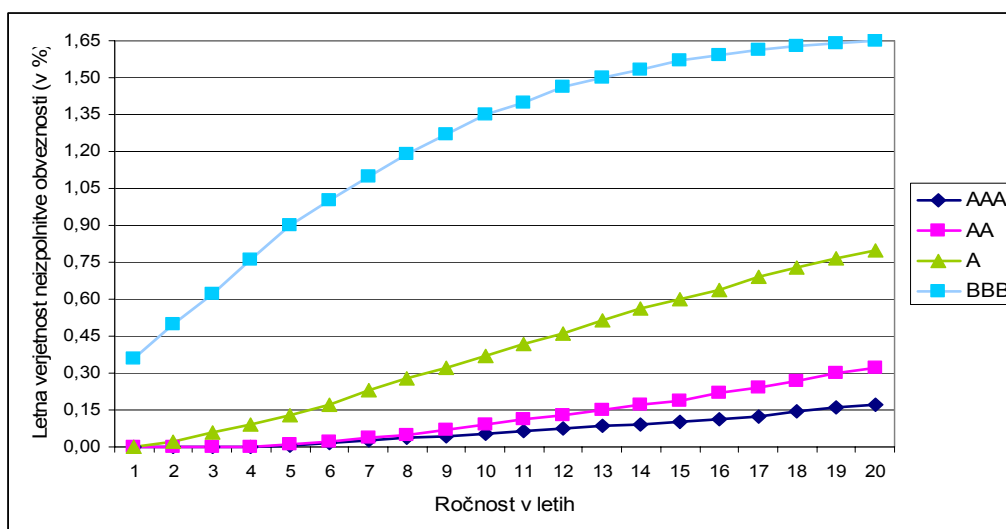
Tabela 4: Pregled bonitetnih ocen obveznic

Bonitetna ocena obveznic		Stopnja	Tveganje
Moody`s	Standard & Poor`s		
Aaa	AAA	Investicijska	najnižje
Aa1, Aa2,	AA	Investicijska	nizko
A1, A2, A3	A	Investicijska	nizko
Ba1, Ba2,	BBB	Investicijska	srednje
B1, B2, B3	BB, B	Špekulativna / Junk	visoko
Caa/Ca	CCC/CC/C	Špekulativna / Junk	najvišje
C	D	Špekulativna / Junk	v prekršku

Vir: <http://www.investopedia.com/articles/03/102203.asp>, dne 19. januar 2009.

Poleg zavedanja pomena bonitetnih ocen in verjetnosti njihove spremembe v enoletnem obdobju moramo za njihovo kritično uporabo poznati tudi verjetnost neizpolnitve pogodbenih obveznosti izdajatelja v različni časovni oddaljenosti, kar nam prikazuje slika 2. Verjetnost, da izdajatelj v prihodnjih letih ne bo zmožl izpolnjevati svojih finančnih obveznosti, se z leti povečuje. Slabša kot je bonitetna ocena, z višjo stopnjo se ta verjetnost povečuje. Omenjena zakonitost, s katero si hkrati lahko pojasnimo, zakaj so daljše ročnosti povezane z višjimi kreditnimi pribitki, velja le za izdajatelje z investicijsko bonitetno oceno⁹ (Martellini, Priaulet & Priaulet, 2008, str. 440-441).

Slika 2: Časovna struktura verjetnosti neizpolnitve pogodbenih obveznosti po letih za izdajatelje različnih investicijskih bonitetnih ocen



Vir: L. Martellini, P. Priaulet & S. Priaulet, *Fixed-income securities: valuation, risk management and portfolio strategies* 2008, str. 440.

⁹ Ravno nasprotno pri izdajateljih s špekulativno bonitetno oceno verjetnost neizpolnitve obveznosti z leti pada, pri čemer najhitreje pada pri izdajateljih z oceno CCC.

3.10.6 Likvidnostno tveganje

Likvidnostno tveganje predstavlja tveganje, da imetnik pred zapadlostjo obveznice le-te zaradi pomanjkanja povpraševanja ne bo mogel prodati po njeni pravi ceni, torej ceni, ki bi se oblikovala, če bi bila dosežena zadostna globina trga (veliko ponudbe in povpraševanja). Likvidnostno tveganje lahko razberemo z borzne tečajnice, kjer vidimo ceno, po kateri so vlagatelji pripravljeni obveznico kupiti (angl. *bid price*) in ceno, po kateri so pripravljeni obveznico prodati (angl. *ask price*). Večji kot je razkorak med obema cenama, višje je likvidnostno tveganje. Seveda je velikost razkoraka med nakupno in prodajno ceno neposredno povezana z velikostjo prometa z vrednostnim papirjem, kajti povečanje prometa takoj ustvari pritisk na zблиžanje obeh cen.

Za slovenski sekundarni trg obveznic je značilno, da je izrazito nelikviden. Razlog je v tem, da je večina obveznic (z izjemo državnih) izdanih v zaprti ponudbi, torej omejenemu številu vlagateljev, ki večinoma obveznice držijo do zapadlosti, v primeru pa, da jih prodajo na sekundarnem trgu, poiščejo nasprotno stranko izven organiziranega trga, zaradi česar se z večino nedržavnih obveznic v celotni dobi do zapadlosti sploh ne trguje. Tako je bilo v letu 2008 na Ljubljanski borzi za samo 227 mio EUR prometa z obveznicami. Če izračunamo koeficient obračanja za obveznice na Ljubljanski borzi v letu 2008 (letni promet v letu 2008 v primerjavi s tržno kapitalizacijo obveznic v letu 2008 po stanju 31.12.2008, ki znaša skoraj 6,8 mrd EUR) dobimo 3,3%, kar pomeni zelo nizko likvidnost (Ljubljanska borza).

3.10.7 Valutno tveganje

Za imetnike obveznic in za upravljavce portfeljev obveznic je pomembno, da se ob vlaganju v obveznice, ki denarne tokove nosijo v valuti, ki ni enaka njihovi domači valuti, zavedajo, da so izpostavljeni valutnemu tveganju. Zaradi neugodnih sprememb deviznih tečajev se njihova pričakovana donosnost lahko zniža. Kot primer vzemimo slovenskega imetnika obveznice, ki je denominirana v ameriških dolarjih. Če bo dolar v času izplačil denarnih tokov iz obveznice v primerjavi z evrom depreciral, bo imetnik prejel manj evrov, kot je pričakoval.

3.10.8 Inflacijsko tveganje

Inflacijsko tveganje oziroma tveganje spremembe kupne moči se pojavi zaradi spremembe vrednosti denarnih tokov iz obveznice, merjenih s kupno močjo. Če obveznica z nespremenljivo obrestno mero vlagatelju ob nakupu obljublja določeno donosnost in če obstaja inflacija, bo vlagatelj realiziral nižjo donosnost, kot jo je pričakoval ob nakupu, če ni pravilno ocenil stopnje inflacije. Vlagatelji v obveznice s spremenljivo obrestno mero so pred inflacijskim tveganjem deloma zaščiteni, in sicer v tolikšni meri, kolikor spremenljive obrestne mere odražajo inflacijske stopnje (Fabozzi, 2000, str. 50).

3.11 Zavarovanje

Podjetniške in bančne obveznice so načeloma nezavarovane (nezavarovane obveznice v anglosaksonski literaturi imenujejo *debentures*). Če so navadne (angl. *senior*), so njihovi imetniki v primeru stečaja izdajatelja v enakem položaju glede vrstnega reda poplačila kot ostali nadrejeni upniki z nezavarovanimi terjatvami, v primeru, da so podrejene (angl. *subordinated*), pa so njihove terjatve poplačane šele tik pred delničarji oziroma lastniki kapitala. Take obveznice lahko tveganje za vlagatelje namesto z zavarovanjem znižajo z dodajanjem različnih določil, na primer (Fabozzi, Fabozzi & Pollack, 1991, str. 266):

- določba o prepovedi obremenitve izdajateljevega premoženja (angl. *negative pledge clause*), ki izdajatelju prepoveduje nadaljnje zadolževanje z zavarovanjem na svojem premoženju;
- določba o enakopravnosti upnikov (angl. *pari passu clause*), ki pomeni, da izdajatelj ne sme imeti upnikov, ki bi imeli boljši položaj v primerjavi z imetniki obveznic; in
- določba o navzkrižni kršitvi (angl. *cross-default clause*), ki omogoča imetnikom obveznic začetek postopka izterjave svojih terjatev takoj, ko izdajatelj ne izpolnjuje svojih obveznosti po neki drugi pogodbi, čeprav še ni v prekršku iz naslova obveznice.

Podjetniške in bančne obveznice so lahko tudi zavarovane, kar pomeni, da je za namen jamstva za izplačilo obveznosti iz obveznice zastavljeno neko premoženje. Premoženje, ki lahko služi za zavarovanje, so tudi nepremičnine. V ZDA so največji izdajatelji obveznic, zavarovanih z nepremičninami, podjetja s področja elektro storitev. Poleg nepremičnin se lahko kot zavarovanje uporabljajo zaloge, finančna sredstva (denar, terjatve in vrednostni papirji) in jamstvo, ki ga izdajatelju da druga oseba (navadno je to lastnik izdajatelja ali država, če gre za izdajatelja posebnega državnega pomena) (Fabozzi, 1997, str.146-155).

Namen vključitve zavarovanja k obveznici je doseganje nižje zahtevane donosnosti in znižanje tveganja v primeru, da ne obstaja interes vlagateljev za nakup obveznic brez zavarovanja.

3.12 Posebne vrste obveznic

Na tem mestu se ne bom spuščala v podrobnosti posebnih vrst obveznic, saj zaenkrat na slovenskem trgu še niso zaživele, tako da bom nekaj posebnih vrst obveznic samo omenila, in sicer:

- **obveznica izdana na podlagi listinjenja bančnega premoženja** (angl. *asset-backed bond*), pri kateri banka oblikuje paket enakovrstnih posojil¹⁰ ter jih prenese na neko institucijo, ki na osnovi dinamike denarnega toka posojil izda obveznice. S tem banka iz svoje bilance izloči nelikvidno premoženje (posojila) in od izdajatelja obveznic prejme denar, ki ga lahko nameni za nove naložbe. V primeru, da obveznice izda banka sama, lahko v primeru, da je premoženje, ki je osnova za listinjenje, manj tvegano, kot je tvegana banka, doseže ugodnejše pogoje pri izdaji obveznic, kot če bi izdala običajno obveznico (Ribnikar, 1996, str. 48 – 51);
- **hipotekarna obveznica** (angl. *mortgage-backed bond*), ki pomeni obveznico, ki jo hipotekarna banka izda na podlagi paketa posojil, ki so zavarovana s hipotekami na nepremičnine, imetniki obveznic pa imajo v primeru stečaja banke prednostno pravico pri poplačilu svojih terjatev. V Sloveniji je bil sprejet Zakon o hipotekarni in komunalni obveznici (2006), ki naj bi uredil področje izdajanja hipotekarnih obveznic, vendar zaradi obilice tehničnih in vsebinskih vprašanj in problemov nobena banka še ni izdala hipotekarne obveznice, kljub temu da v nekaterih slovenskih bankah že leta potekajo priprave na izpolnjevanje zakonskih zahtev za tovrstno izdajo. Sredi leta 2009 je bil sprejet Zakon o dopolnitvah in spremembah Zakona o hipotekarni in komunalni obveznici (2009), ki naj bi upošteval pripombe bank na določila zakona, ki so preprečevala praktično izvedbo izdaj hipotekarnih obveznic;
- **strukturirana obveznica** (angl. *structured bond*), katere donos temelji na drugem vrednostnem papirju, izvedenem finančnem instrumentu, košarici vrednostnih papirjev ali izvedenih finančnih instrumentov, borznem indeksu, borznem blagu ali valuti. Poznamo dve osnovni vrsti strukturiranih obveznic, in sicer (Handbook on Securities Statistics, 2009, str. 55):
 - obveznice z zjamčenim izplačilom glavnice in omejeno udeležbo pri rasti cene blaga, na katerega je vezana obveznica (angl. *principal protected bonds*), in
 - obveznice s poudarjenim donosom brez zjamčenega izplačila glavnice (angl. *yield enhanced bonds*), ki imajo visoko potencialno navzgor neomejeno donosnost, vendar prinašajo visoko tveganje, ker izplačilo glavnice ni zjamčeno).

3.13 Donosnost do dospelja in kreditni pribitek

Vse zgoraj opisane značilnosti obveznic se izrazijo v zahtevani donosnosti do dospelja (angl. *yield to maturity*), ki jo zahtevajo vlagatelji za določeno obveznico. Donosnost do dospelja se izračuna s pomočjo standardnega programskega orodja za delo s preglednicami z uporabo naslednje enačbe (Brigham & Gapenski, 1999, str. 100):

¹⁰ Običajno so podlaga za listinjenje posojila za nakup avtomobilov, terjatve po plačilnih karticah, posojila podjetjem ali posojila, zavarovana s hipotekami na nepremičninah.

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{K}{(1+y)^t} + \frac{M}{(1+y)^n} \quad (2)$$

pri čemer imajo oznake naslednji pomen:

P	cena oziroma sedanja vrednost obveznice
K	vrednost kupona
M	vrednost glavnice
n	število obdobj
t	zaporedna številka obdobja
y	donosnost do dospelja

Enačba temelji na logiki, da je vrednost oziroma cena finančnega instrumenta enaka diskontirani vrednosti njegovih pričakovanih denarnih tokov. Ker cena obveznice predstavlja sedanjo vrednost pričakovanih denarnih tokov iz obveznice, se cena in donos (diskontna stopnja) gibljeta v obratni smeri. Če cena obveznice naraste, se donosnost zniža, in obratno.

Pri izdaji običajne obveznice je kuponska obrestna mera nespremenljiva, zaradi česar se lahko donosnost obveznice na sekundarnem trgu na spremembo obrestnih mer prilagodi edino s spremembo cene. Če donosnost primerljivih obveznic na trgu naraste nad kuponsko obrestno mero, se mora cena obveznice znižati, sicer po njej ne bi bilo povpraševanja (Zupančič, 2006, str. 29).

Na podlagi podatkov empirične raziskave, katere namen je bil ugotoviti, kateri faktorji najbolj vplivajo na donosnost do dospelja podjetniških obveznic in v kateri so bila zajeta 104 ameriška podjetja, je bilo ugotovljeno, da je donosnost podjetniških obveznic odvisna predvsem od verjetnosti, da podjetje ne bo sposobno odplačevati svojih obveznosti (ang. *default risk*), poleg tega pa še od likvidnostnega tveganja in davčnih elementov (Driessen, 2004, str. 166-167, 189).

Razliko med zahtevano donosnostjo do dospelja podjetniških obveznic določene ročnosti in zahtevano donosnostjo do dospelja netveganih državnih obveznic enake ročnosti¹¹ imenujemo kreditni pribitek. Višina kreditnega pribitka je odvisna od tveganosti oz. bonitete konkretnega izdajatelja. Za izdajatelja z višjim kreditnim tveganjem je verjetnost, da ob zapadlosti ne bo

¹¹ Glede na to, da pri določanju donosnosti pri obveznicah med seboj primerjamo večinoma obveznice z enkratnim izplačilom glavnice ob zapadlosti, lahko uporabljamo ročnost kot merilo časa. Drugo, natančnejše merilo časa pri obveznicah je trajanje obveznice, ki pomeni tehtano povprečje časa izplačil denarnih tokov iz obveznice, pri čemer uteži predstavljajo zneski posameznih izplačil. Več kot je izplačil pred končnim datumom zapadlosti obveznice, krajše je trajanje obveznice in večja je napaka, če kot merilo časa vzamemo ročnost (Britten-Jones, 1998, str. 21).

zmožen poravnati svojih obveznosti, višja, zaradi česar vlagatelji zahtevajo višjo donosnost do dospelja. V razmerah negotovosti in nezaupanja na finančnih trgih vlagatelji dvomijo v plačilno sposobnost izdajatelja, poleg tega se poveča še nezaupanje v bonitetne ocene podjetij, kar se odraža v povečanih kreditnih pribitkih. Kreditni pribitek je torej pomemben indikator percepcije kreditnega tveganja s strani vlagateljev, dostopnosti dolžniških virov financiranja in splošnega stanja na finančnih trgih in v gospodarstvu (Rupnik, 2008, str. 1).

V literaturi lahko zasledimo trditve, da v splošnem kreditni pribitek predstavlja le manjši del celotnih stroškov financiranja z izdajo obveznic ter da je veliko pomembnejši dejavnik splošna raven obrestnih mer v gospodarstvu, ki se zrcali v višini netvegane obrestne mere. Kreditni pribitek je pomemben samo v treh primerih, in sicer (Private Placements Guide, 1999, str. 86):

- v razmerah izredno visokih kreditnih pribitkov,
- če ima izdajatelj zelo slabo bonitetno oceno, zaradi česar bo kreditni pribitek predstavljal bistven del skupnega stroška financiranja, in
- pri izbiri med naložbami v različno tvegane obveznice.

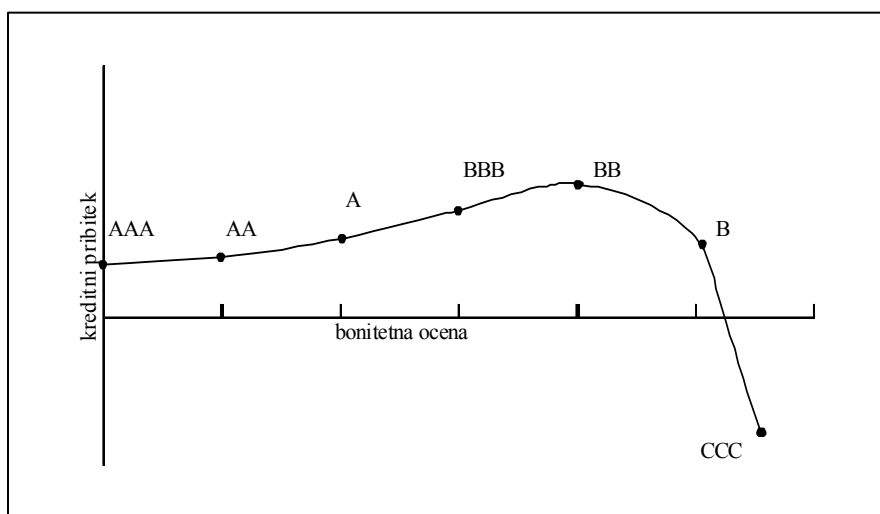
Kreditni pribitek se pogosto pripisuje samo tveganju neizpolnitve finančnih obveznosti (angl. *default risk*), vendar bi pri izdajateljih z zelo dobro boniteto težko pojasnili kreditni pribitek samo s tem tveganjem. Razliko med vrednostjo kreditnega pribitka in ocenjenim pribitkom zaradi tveganja neizpolnitve finančnih obveznosti imenujemo preostali pribitek (angl. *residual spread*). Za preostali pribitek lahko ugotovimo, da je rezultat dejavnikov, kot so davki, likvidnost in tržno tveganje. Te dejavnike je težko izmeriti, zaradi česar navadno celotni pribitek nad netvegano donosnostjo pripišemo kreditnemu tveganju (Delianedis & Geske, 2001, str. 2-3). Pravilneje bi bilo, da bi kreditni pribitek poimenovali premija za tveganje (angl. *risk premium*), vendar se ta izraz v teoriji in praksi le redko uporablja.

Izsledki empirične analize, ki je bila izvedena na podatkih kreditnih pribitkov za podjetniške obveznice, denominirane v evrih, dolarjih in angleških funtih za obdobje od konca leta 2002 do sredine leta 2007, so pokazali, da delež kreditnega pribitka, ki ga lahko pripišemo tveganju neizpolnitve finančnih obveznosti, ni enak pri vseh obveznicah. Višji je pri obveznicah s špekulativno oceno, kot pri obveznicah z investicijsko oceno. Temu primerno je pri obveznicah s špekulativno oceno nižji delež kreditnega pribitka, ki ga lahko pripišemo tveganju nelikvidnosti (Webber, 2007, str. 533-539).

Tudi drugi avtorji ugotavljajo obstoj t.i. »uganke kreditnega pribitka« (angl. *credit spread puzzle*), saj je kreditni pribitek prevelik, da bi bil lahko samo rezultat tveganja neizpolnjevanja izdajateljevih finančnih obveznosti, torej morajo obstajati še drugi dejavniki, ki prispevajo k velikosti kreditnega pribitka, kot so tveganje spremembe kreditnega pribitka, tveganje

nelikvidnosti in davki (Kozhemiakin, 2007, str. 102-107). Presenetljiva je ugotovitev na podlagi empiričnih raziskav historyčnih podatkov za obdobje 1985 do 2005, da povprečni kreditni pribitek narašča s slabšanjem bonitetne ocene samo do ocene BB, potem pa začne padati in je pri oceni CCC negativen¹². Kozhemiakin sklepa, da se dejanski kreditni pribitek razlikuje od pričakovanega, ker se vlagatelji motijo o pričakovanih prihodnjih donosih obveznic, morda zaradi relativno kratke zgodovine obstoja visoko tveganih obveznic podcenjujejo njihovo verjetnost neizpolnitve finančnih obveznosti. Obliko krivulje kreditnega pribitka glede na bonitetno oceno lahko vidimo v sliki 3 (Kozhemiakin, 2007, str. 102-107).

Slika 3: Oblika krivulje kreditnega pribitka v odvisnosti od bonitetne ocene



Vir: A. Kozhemiakin, *The Risk premium of corporate bonds – non-monotonically related to credit ratings*, 2007, str. 102.

V obdobjih dveh recesij (1990-1991 in 2001) so bili kreditni pribitki na obveznice CCC bonitete v ZDA negativni, tako da je bila njihova donosnost nižja od donosnosti ameriških državnih obveznic primerljive ročnosti. Na drugi strani je bila v obdobjih okrevanja po recesiji donosnost obveznic CCC bonitete višja kot donosnost obveznic slabše bonitete (Kozhemiakin, 2007, str. 105).

Prva empirična raziskava o strukturi kreditnega pribitka, ki ni temeljila na podatkih o obveznicah, temveč na podatkih o izvedenih kreditnih instrumentih, t.i. CDS-jih¹³ (angl. *credit default swaps*), s katerimi prav tako merimo oba sestavna dela kreditnega pribitka – tveganje neizpolnitve finančnih obveznosti in nekreditno tveganje, je bila opravljena leta

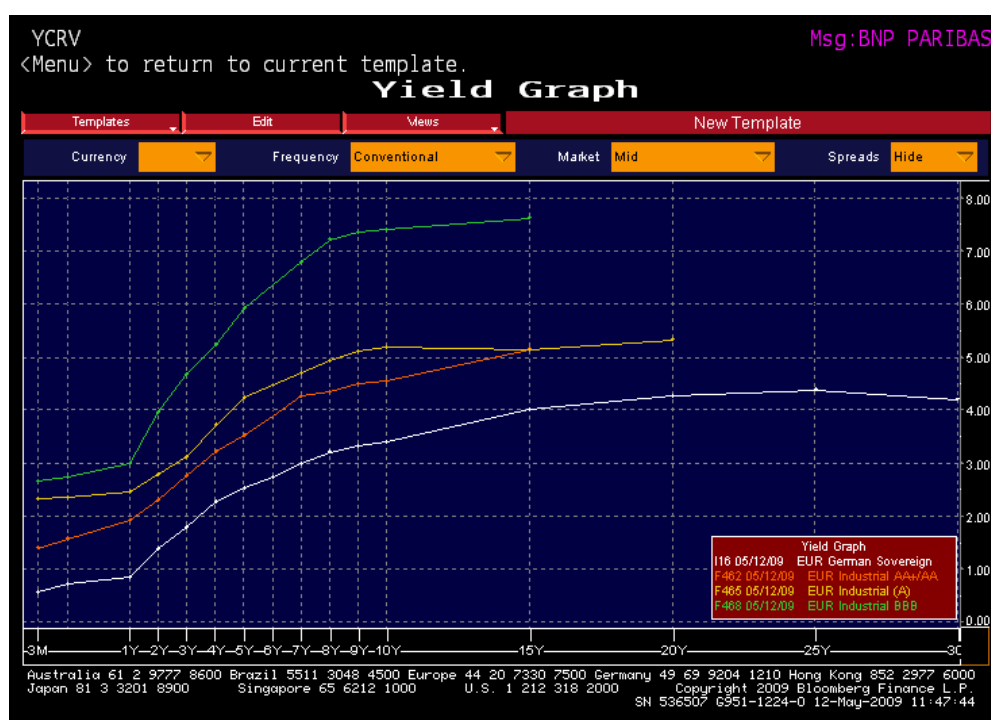
¹² Povprečna letna donosnost obveznic posameznih bonitetnih ocen v obdobju 1985-2005: AAA/AA 8,9%, A 9,2%, BBB 9,3%, BB 11,0%, B 9,7% in CCC 4,8%.

¹³ CDS predstavlja pogodbo, s katero pogodbeni stranka A, ki se želi zaščititi pred kreditnim tveganjem iz naslova posojilne pogodbe, plača pogodbeni stranki B določeno fiksno premijo za vsako obdobje do izteka posojilne pogodbe oziroma zapadlosti obveznice. V primeru, da posojiljemalec oziroma izdajatelj ob roku ne poravnava svoje pogodbene obveznosti, te obveznosti plača pogodbeni stranka B.

2005, v obdobju, ko je bil trg CDS-jev v polnem razmahu. Tudi ta raziskava je pokazala razlike v prisotnosti komponente tveganja neizpolnitve finančnih obveznosti v kreditnem pribitku v odvisnosti od bonitetne ocene: 51% za obveznice z bonitetno oceno AAA/AA-, 56% za oceno A, 71% za oceno BBB in 83% za oceno BB (Longstaff, Mithal & Neis, 2005, str. 2213-2215).

Če želimo ugotoviti velikost kreditnega pribitka določene vrste obveznic, navadno vzamemo skupek obveznic z enako bonitetno oceno (npr. AA bonitete) ter jih primerjamo z državnimi obveznicami iste države oz. območja.

Slika 4: Krivulje donosnosti do dospelja podjetniških obveznic različnih bonitet v primerjavi z državnimi obveznicami za države Euro območja na dan 12. 5. 2009



Opomba: Na abscisni osi je prikazana preostala ročnost, na ordinatni pa donosnost do dospelja v odstotkih. Slika prikazuje krivulje donosnosti do dospelja za naslednje vrste obveznic:

- nemške državne obveznice (oznaka 116 EUR German Sovereign),
- obveznice proizvodnih podjetij bonitetne ocene AA+/AA (oznaka F462 EUR Industrial AA+/AA),
- obveznice proizvodnih podjetij bonitetne ocene A (oznaka F465 EUR Industrial (A)) in
- obveznice proizvodnih podjetij bonitetne ocene BBB (oznaka F468 EUR Industrial BBB).

Vir: Bloomberg.

Kreditni pribitek je tem višji, čim slabša je boniteta obveznice, ter jo iz slike 4 lahko razberemo kot območje med krivuljo donosnosti državnih obveznic in krivuljo donosnosti za obveznico izbrane bonitete. V sliki 4 najnižje ležeča krivulja predstavlja krivuljo donosnosti za prvovrstno državno obveznico, nad njo ležijo krivulje donosnosti za podjetniške obveznice bonitete AA+/AA, A in BBB. Iz slike 4 lahko razberemo, da podjetniške obveznice trenutno dosegajo ročnosti do 15 ali največ 20 let in ne do 30 let, kot državne, ter da je kreditni pribitek za obveznice AA+/AA na celotni krivulji v območju ročnosti do 10 let praktično enak, medtem ko za obveznice BBB za ročnosti po 1 letu narašča in se za 10-letno ročnost že

podvoji. To dejstvo lahko razložimo s tem, da pri izdajateljih slabše bonitete verjetnost nezmožnosti odplačevanja obveznosti iz izdanih obveznic narašča iz leta v leto, zaradi česar vlagatelji zahtevajo vedno višji kreditni pribitek.

Da bi dokazala, da je donosnost obveznice odvisna od njene bonitetne ocene, sem s pomočjo programskega orodja za statistične obdelave SPSS for Windows izvedla še analizo variance, s katero sem preverjala ničelno hipotezo: »Aritmetične sredine posameznih vzorcev so med seboj enake.« in alternativno hipotezo: »Aritmetična sredina vsaj enega vzorca je različna od aritmetičnih sredin ostalih vzorcev.«.

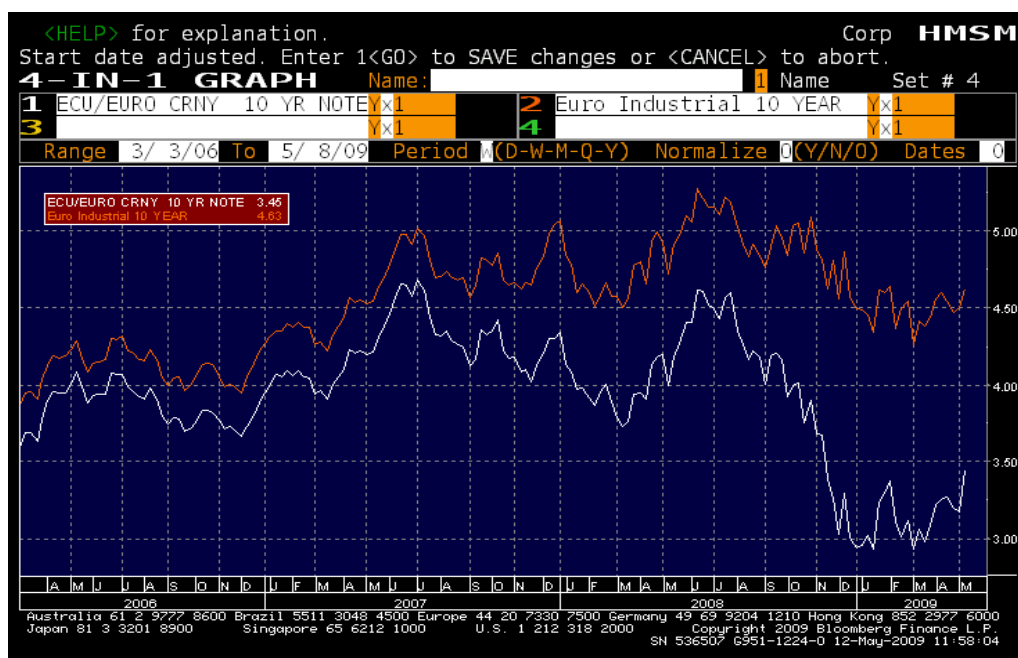
Pri preizkusu sem uporabila štiri velike ($n=401$ oziroma 402) vzorce, in sicer:

- 1. vzorec: časovna serija dnevnih donosnosti do dospelja za nemško državno obveznico za obdobje od 1. 1. 2008 do 15. 7. 2009;
- 2. vzorec: časovna serija dnevnih donosnosti do dospelja za obveznico proizvodnega podjetja z bonitetno oceno AA+/AA za obdobje od 1. 1. 2008 do 15. 7. 2009;
- 3. vzorec: časovna serija dnevnih donosnosti do dospelja za obveznico proizvodnega podjetja z bonitetno oceno A za obdobje od 1. 1. 2008 do 15. 7. 2009; in
- 4. vzorec: časovna serija dnevnih donosnosti do dospelja za obveznico proizvodnega podjetja z bonitetno oceno BBB za obdobje od 1. 1. 2008 do 15. 7. 2009.

Preizkus je pokazal, da lahko zavrnem ničelno hipotezo pri zanemarljivi stopnji značilnosti ($F=2.809,6$; $p<0,001$) in sprejemem alternativno hipotezo. Hkrati sem z Bonferronijevim Post Hoc preizkusom ugotovila, da se aritmetične sredine vseh vzorcev med seboj statistično značilno razlikujejo pri zanemarljivi stopnji značilnosti. Podrobni rezultati preizkusa so prikazani v prilogi 5.

Zanimivo je spremljati, kako se višina kreditnih pribitkov spreminja v času. Slika 5 prikazuje gibanje kreditnega pribitka za 10-letne obveznice panoge proizvodnja AA bonitete evro območja od marca 2006 do maja 2009.

Slika 5: Gibanje kreditnega pribitka za 10-letne obveznice AA bonitete v obdobju od 3.3.2006 do 8. 5. 2009



Opomba: Na abscisni osi je prikazan čas, na ordinatni pa donosnost do dospelja v odstotkih. Slika prikazuje gibanje donosnosti do dospelja za naslednji vrsti obveznic:

- 10-letne nemške državne obveznice (oznaka ECU/EURO CRNY 10 YR NOTE) in
- 10-letne obveznice proizvodnih podjetij bonitetne ocene AA (oznaka Euro Industrial 10 year).

Vir: Bloomberg.

Iz slike 5 je razvidno, da je kreditni pribitek v opazovanem obdobju naraščal, še posebej se je začel povečevati v drugem polletju leta 2007 in konec leta 2008 narasel na najvišji nivo v zadnjih treh letih, ko je za 10-letne podjetniške obveznice AA bonitete dne 30. 12. 2008 znašal več kot 150 bazičnih točk. Vzrok za tako podražitev zadolževanja podjetij je naraščanje nezaupanja do posameznih izdajateljev, ki mu je sledila finančna kriza, ki je dokončno izbruhnila konec poletja 2008 (posamezne banke in družbe so propadle že prej, takrat pa se je dokončno pokazalo, da ne gre samo za individualne primere, temveč da bo zaradi globalne narave vlaganja in poslovanja kriza vsesvetovna, in to ne samo finančna, ampak gospodarska¹⁴) in zaradi katere so se vlagatelji začeli obnašati bistveno previdneje, kar med drugim pomeni tudi umik iz finančnih instrumentov, ki niso povsem netvegani. Nekateri vlagatelji so se odločili prodati vse svoje naložbe v podjetniške obveznice, kar je imelo za posledico padec njihovih cen in dvig zahtevane donosnosti do dospelja. Takšno ravnanje je imelo seveda hude posledice tudi na primarni trg obveznic, saj do konca leta 2008 podjetniških izdaj praktično ni bilo. Dejstvo, da se je v tem času donosnost državnih obveznic

¹⁴ Finančna kriza se pojavi, ko pride do motenj v finančnem sistemu, ki povzročijo neracionalno obnašanje gospodarskih subjektov zaradi asimetričnosti informacij in velike probleme zaradi moralnega hazarda, zaradi česar finančni trgi svoje funkcije prenosa prihrankov ne morejo opravljati učinkovito. Rezultat je velik upad gospodarske aktivnosti (Mishkin, 2000, str. 409).

znižala, je vplivalo na to, da se je razkorak med donosnostjo podjetniških in državnih obveznic (kreditni pribitek) še bolj povečeval.

Če pogledamo gibanje donosnosti državnih obveznic v obdobju, prikazanem v sliki 5, lahko opazimo, da je bila donosnost državnih obveznic v času gospodarske rasti visoka, kar je neposredno povezano z visokimi obrestnimi merami. V času recesije, ko so obrestne mere padale, se je nižala tudi donosnost državnih obveznic, ki pa ji padec donosnosti podjetniških obveznic ni takoj sledil in tudi ne v tolikšni meri, da bi lahko ohranil enak kreditni pribitek. V prvih nekaj mesecih po izbruhu vsesvetovne gospodarske krize (od septembra do sredine decembra 2008), sta se tako donosnost državnih in podjetniških obveznic gibala celo v obratni smeri (zahtevana donosnost državnih obveznic je padala, zahtevana donosnost podjetniških obveznic pa rasla), kar je skladno z logiko odnosa do tveganja, ki so jo vlagatelji pokazali s tem, da so zahtevali večje nadomestilo za tveganje za vse instrumente, ki niso netvegani (angl. *risk free*).

To opažanje nam potrjuje dejstvo, da je višina kreditnega pribitka pomemben pokazatelj cikličnega gibanja in agregatne ravni kreditnega tveganja v gospodarstvu. V razmerah, ko je gospodarstvo v ekspanziji, je zaupanje v podjetja na visoki ravni in kreditni pribitki so nizki. V času recesije in gospodarskih kriz imajo vlagatelji manjšo željo po posedovanju finančnih instrumentov, zaradi česar se kreditni pribitek zviša ter podraži tako dolžniško kot tudi lastniško financiranje podjetij (Guha, Hiris & Visviki, 2008, str. 2).

4 NAČINI IZVEDBE IZDAJE OBVEZNICE

4.1 Javna in zaprta ponudba

Skladno z Zakonom o trgu finančnih instrumentov (v nadaljevanju: ZTFI) je izdajatelj oseba, ki izda vrednostne papirje, ponudnik pa oseba, ki vrednostne papirje ponuja javnosti. Običajno je izdajatelj hkrati tudi ponudnik, tako da bomo ti dve osebi obravnavali kot eno.

ZTFI v 30. členu navaja: »Ponudba vrednostnih papirjev javnosti je vsako sporočilo, dano v kateri koli obliki in z uporabo katerega koli sredstva, ki vsebuje zadosti informacij o pogojih ponudbe in o vrednostnih papirjih, ki so predmet ponudbe, da se na njihovi podlagi vlagatelj odloči za nakup oziroma vpis teh vrednostnih papirjev.« Po tej definiciji bi težko sploh našli možnost, da je lahko ponudba tudi zaprta, tako kot je lahko bila po starem Zakonu o trgu vrednostnih papirjev, ki ga je nadomestil ZTFI. ZTFI vsako ponudbo smatra kot javno (nikjer ne omenja termina zaprta ali nejavna), le da dopušča primere javnih ponudb brez objave prospekta, kar vsebinsko lahko enačimo z zaprto ponudbo.

V 36. členu ZTFI najdemo določilo, da nihče ne sme ponujati vrednostnih papirjev javnosti v RS, ne da bi prej objavil prospekt, razen če gre za posebne primere, ki jih določa ta zakon (torej primere, ko se lahko izvede zaprta ponudba). V nadaljevanju so naštet primeri, v katerih se lahko podjetja in banke odločijo obveznice ponuditi v zaprti ponudbi (angl. *private placement*), torej v nejavni ponudbi brez vnaprejšnje objave prospekta (49. člen ZTFI):

- če gre za ponudbo obveznic, ki je naslovljena izključno na dobro poučene vlagatelje¹⁵, oziroma
- če gre za ponudbo obveznic, naslovljeno na manj kot 100 fizičnih ali pravnih oseb, ki nimajo položaja dobro poučenega vlagatelja, oziroma
- če gre za ponudbo, naslovljeno na vlagatelje, od katerih vsak kupi obveznice v vrednosti najmanj 50.000 EUR, oziroma
- če gre za ponudbo, katere predmet so obveznice, od katerih se vsak glasi na znesek najmanj 50.000 EUR, oziroma
- če gre za ponudbo, pri kateri je skupna prodajna cena za obveznice, vključene v to ponudbo, v 12-mesečnem obdobju manjša od 100.000 EUR.

Izjema od objave prospekta prav tako velja za izdane obveznice, če za njih nepogojno in nepreklicno jamči država ali organ regionalne ali lokalne oblasti (41. člen ZTFI).

V primeru zaprte ponudbe, torej v primeru uporabe ene ali več izjem od objave prospekta, je izdajatelj dolžan o uporabi izjem obvestiti ATVP najkasneje tri dni pred začetkom izvajanja ponudbe (52. člen ZTFI).

Izvedba prodaje obveznic v javni ponudbi (angl. *public placement*) ima nekatere prednosti v primerjavi s prodajo obveznic v zaprti ponudbi, in sicer:

- zajame širši krog vlagateljev, torej poleg institucionalnih vlagateljev (ki so navadno vabljeni k nakupu pri zaprtih ponudbah) tudi podjetja s presežki finančnih sredstev in fizične osebe;

¹⁵ Dobro poučeni vlagatelji so skladno s 44. do 46. členom ZTFI:

- pravne osebe, ki so pridobile dovoljenje oziroma so subjekt nadzora v zvezi s poslovanjem na finančnih trgih (kreditne institucije, investicijska podjetja, zavarovalnice, pokojninske družbe, ipd.);
- pravni subjekti, katerih korporacijski namen je izključno vlaganje v vrednostne papirje;
- RS, Banka Slovenije in druge centralne banke, mednarodne in nadnacionalne institucije;
- podjetja, ki presegajo najmanj dve izmed treh kriterijev, in sicer: povprečno število zaposlenih večje od 250, bilančna vsota višja od 43 mio EUR in letni prihodki od prodaje višji od 50 mio EUR;
- mala in srednje velika podjetja, če so na svojo zahtevo vpisana v register dobro poučenih vlagateljev pri ATVP, in
- fizične osebe, ki imajo po zakonskih kriterijih dokazljivo znanje in izkušnje o trgu finančnih instrumentov ter so na svojo zahtevo vpisane v register dobro poučenih vlagateljev pri ATVP.

- vlagateljem je na voljo prospekt, ki vsebuje vse informacije o ponudbi in izdajatelju, ki so pomembne pri odločitvi o nakupu obveznice;
- postopek javne ponudbe je nadzorovan s strani ATVP, kar pomeni za vlagatelje (predvsem za male vlagatelje, ki imajo manj informacij) dodatno varnost.

V nadaljevanju bomo bolj podrobno pregledali še prednosti zaprte ponudbe oziroma razloge za njihovo razširjeno uporabo:

- zaprta ponudba je cenejša, saj ni naslednjih stroškov:
 - stroškov izdelave, oblikovanja, tiskanja in distribucije prospekta, povzetka prospekta in ostalih trženjskih materialov, ki so običajni na vpisnih mestih pri javnih ponudbah;
 - stroškov oglaševanja ponudbe v medijih;
 - stroška plačila nadomestila ATVP za potrditev prospekta;
 - stroškov organizacije vpisnih mest;
 - stroškov izobraževanja zaposlenih, ki izvajajo vpis obveznic na vpisnih mestih;
 - stroškov informacijske tehnologije, saj je pred vsako javno ponudbo potrebno testiranje oziroma morebitno prilagajanje računalniškega programa za izvedbo konkretne javne ponudbe;
- izvedba zaprte ponudbe je hitrejša, saj ni potrebno sestaviti prospekta niti organizirati mreže vpisnih mest;
- izvedba zaprte ponudbe je bolj prilagodljiva, saj izdajatelj med samim postopkom lahko spremeni pogoje ponudbe, česar pri javni ponudbi ne more, saj ko ATVP potrdi prospekt, se le-ta ne sme več spreminjati. Če se na primer v času trajanja zaprte ponudbe obveznic izkaže, da je povpraševanje po obveznici slabo, se lahko izdajatelj odloči za podaljšanje trajanja ponudbe (o tem obvesti vse vlagatelje, ki jih je povabil k nakupu obveznic in sicer na enak način, kot jih je obvestil o ponudbi). V primeru javne ponudbe bi moral za tako spremembo izdajatelj na ATVP podati vlogo za dodatek prospekta in če bi ATVP vlogi ugodila, bi moral izdajatelj spremembo objaviti, s tem da bi imeli vsi vlagatelji, ki so do tistega trenutka že vpisali obveznico, skladno s 5. odstavkom 80. člena ZTFI možnost odstopiti od vpisa;
- zaprta prodaja v praksi lahko zajame večino vlagateljev, ki imajo finančne presežke, saj se je v preteklosti izkazalo, da tudi v primeru javne ponudbe večino izdaje kupi malo število institucionalnih vlagateljev, majhen del izdaje pa veliko število fizičnih oseb, od katerih vsak kupi obveznice le za majhen znesek (primer javne prodaje obveznic NLB1 in NLB2 iz leta 1997, ko so maloštevilne pravne osebe (predvsem institucionalni vlagatelji) kupile 91% izdaje obveznice NLB1 in 85% izdaje obveznice NLB2).

Zaradi vseh zgoraj naštetih razlogov želijo slovenski izdajatelji, banke in podjetja, obveznice običajno prodati v zaprti ponudbi. Za javno ponudbo bi se izdajatelji kljub višjim stroškom in ostalim slabostim odločili, če bi na ta način zbrali več sredstev oziroma cenejša sredstva. To pa bi se zgodilo s pojavom novih vlagateljev na trgu, s čimer mislimo predvsem na fizične osebe, ki do sedaj niso imele veliko možnosti, da bi se seznanile z obveznico kot finančnim instrumentom. Vsak povprečni varčevalec ve kaj je depozit, medtem ko obveznice večina prebivalstva ne pozna. Pri obveznicah je potrebno razumeti določene značilnosti, kot so donos do dospelja, obdavčenje, možnost prodaje pred dospeljem, ipd. Po zaslugi finančne krize se je zaupanje v nepoznane finančne instrumente in njihove izdajatelje še poglobilo. Da bi varčevalci obveznico sprejeli kot alternativo depozitom, bi moral biti donos na obveznico ustrezno višji kot na depozite primerljive ročnosti.

Najprimernejši subjekt, ki bi se moral najprej pojaviti na primarnem trgu kot izdajatelj, ki ponuja svoje obveznice gospodinjstvom, je država, šele potem bi mu lahko sledile banke in nekatera podjetja. Pozitivna učinka, ki bi ju država dosegla, sta spodbuda prebivalstva k dodatnemu varčevanju in podlaga za razvoj trga podjetniških obveznic. Prebivalstvo ima drugačne zahteve pri nakupu obveznic v primerjavi z institucionalnimi vlagatelji, in sicer (Mc Connachie, 1997, str. 6-12):

- transparentnost – jasno in enostavno razlago instrumenta, njegove cene, donosa in načina izplačil;
- če je obveznica strukturirana, morajo vlagatelji prejeti natančne izračune donosa in pojasnitev pogojev, ob katerih bodo prejeli morebiten nižji donos;
- zaupanje – izdajatelj mora pri vlagateljih uživati zaupanje, ki si ga pridobi s preteklim poslovanjem, korektnimi postopki in nizkimi stroški pri morebitnem redokupu obveznice;
- nizke stroške trgovanja z obveznicami na sekundarnem trgu – prebivalstvo trguje z nizkimi zneski, ki ne prenesejo visokih fiksnih borznih nadomestil;
- negativen odnos do tveganja, zaradi česar v primeru strukturiranih obveznic preferirajo take z zajamčenim minimalnim donosom.

Glede na to, da so imela slovenska gospodinjstva konec leta 2008 13,3 mrd EUR vseh vlog pri bankah (Finančni računi Slovenije – četrletna informacija maj 2009, 2009, str. 4), lahko sklepamo, da v Sloveniji obstaja zadostna baza privarčevanih sredstev gospodinjstev, ki bi se ob primernih pogojih lahko v določenem odstotku prelila v nakupe državnih (in kasneje tudi bančnih in podjetniških) obveznic na primarnem trgu.

4.2 Prodaja z ali brez obveznosti odkupa

ZTFI v 8. členu definira vrste investicijskih storitev in poslov, med njimi tudi naslednji storitvi:

- izvedbo prve ali nadaljnje prodaje finančnih instrumentov z obveznostjo odkupa, in
- izvedbo prve ali nadaljnje prodaje finančnih instrumentov brez obveznosti odkupa.

V praksi najdemo tudi naslednja poimenovanja teh dveh storitev, in sicer:

- ponudba z obveznostjo odkupa oziroma odkup s trdno zavezo (angl. *underwriting* ali *firm commitment*), in
- ponudba po najboljših prizadevanjih (angl. *best efforts*).

Gre namreč za vprašanje, kdo prevzema tveganje uspešnosti prodaje obveznice – izdajatelj ali investicijska banka kot njegov svetovalec pri izdaji¹⁶. V primeru ponudbe z obveznostjo odkupa tveganje uspešnosti prodaje prevzame investicijska banka. Izdajatelj in investicijska banka skleneta pogodbo, v kateri opredelita pogoje, pod katerimi je investicijska banka zavezana odkupiti del izdaje, ki ne bi bila prodana ostalim vlagateljem. Ti pogoji morajo vsebovati ceno, po kateri bo investicijska banka odkupila preostanek izdaje, čas odkupa in plačila, ali velja zaveza za odkup za celotno izdajo ali samo za določen del izdaje, ipd. Na ta način izdajatelj prejme želen izkupiček od prodaje obveznice, ne glede na to, ali je celotna izdaja prodana vlagateljem ali ne¹⁷. Za prevzem tveganja izdajatelj plača investicijski banki posebno nadomestilo (angl. *underwriting fee*), zaradi česar je taka izdaja nekajkrat dražja od izdaje brez obveznosti odkupa.

Investicijska banka pred sklenitvijo take pogodbe podrobno prouči finančni položaj izdajatelja, da ugotovi, če je pripravljena odkupiti izdajo in po kakšni ceni ter, ali ji izpostavljenost do izdajatelja to dopušča. Kot posledica sklenitve take zaveze namreč lahko investicijski banki del obveznic ostane v aktivni bilanci, kjer jih banka drži do dospelja ali pa

¹⁶ Investicijske banke so zelo različno organizirane, kar je odvisno od zakonske urejenosti primarnih trgov vrednostnih papirjev v posameznih državah. V univerzalnih bančnih sistemih so investicijske banke sestavni del univerzalne banke ali pa delujejo kot samostojna pravna oseba v lasti univerzalne banke matere, ki samostojno opravlja le posle komercialnega bančništva. V nekaterih državah poslovanje investicijskega bančništva ne štejejo med prave bančne posle in zato strogo ločujejo med komercialnimi in investicijskimi bankami (Gregorec, 2002, str. 10).

¹⁷ Pri primarni prodaji vrednostnih papirjev lahko pride do treh situacij, in sicer do preseženega vpisa (angl. *oversubscribed issue*), nezadostnega vpisa (angl. *undersubscribed issue*) in izdaje, ki je v celoti prodana (angl. *fully subscribed issue*). Če je prišlo do preseženega vpisa, to ne pomeni nujno uspeha za investicijsko banko, ki je sodelovala pri izdaji, saj lahko sklepamo, da je bila cena postavljena prenizko. Poleg tega so nezadovoljni tudi vpisniki, saj pri dodelitvi dobijo manj obveznic, kot so jih želeli kupiti.

predčasno proda in pri tem lahko realizira kapitalski dobiček ali izgubo (s čimer si zviša ali zniža zaslužek od izvedbe storitve izdaje).

Izdajatelj in investicijska banka se v pogodbi dogovorita tudi o načinu plačila, in sicer je možnih več različic:

- investicijska banka izdajatelju denar plača vnaprej, nato pa sama zbira in obdrži kupnino od dejansko prodanih obveznic vlagateljem (v tujini najbolj običajen način);
- vlagatelji plačujejo kupnino izdajatelju, ki mu na koncu prodaje investicijska banka plača še razliko kupnine za neprodane obveznice; ali
- vlagatelji plačujejo kupnino investicijski banki, ta pa izdajatelju na koncu prodaje plača celotno kupnino, ne glede na to, koliko obveznic je bilo prodanih.

Pri ponudbi po najboljših močeh gre za obliko komisijske prodaje, kjer investicijska banka nastopa zgolj kot posrednik, ki v imenu in za račun izdajatelja po svojih najboljših prizadevanjih skuša prodati vrednostne papirje izdajatelja (Gregorec, 2002, str. 14). Če se izdajatelj odloči za ponudbo brez obveznosti odkupa, s tem tvega, da ne bo prodal celotne izdaje, lahko da bo sicer dosegel prag uspešnosti, ki si ga je sam postavil, vendar bo iztržil manj denarja, kot je predvideval, zaradi česar obstaja možnost, da ne bo zmožen izpeljati načrtovanega projekta. Poleg tega lahko vlagatelji ponudbo brez obveznosti odkupa razumejo kot slab signal o izdajatelju, ker naj bi bil dober izdajatelj sposoben od banke dobiti trdno zavezo, hkrati pa ne želijo sodelovati v ponudbi, ker se bojijo, da izdaja morda ne bo uspešna.

Večina dosedanjih podjetniških izdaj obveznic na slovenskem trgu je bila izvedena kot ponudba z obveznostjo odkupa, kajti v večini primerov je šlo za izdajatelje, ki so se na trgu pojavili prvič (angl. *first time issuers*). Banke so svoje izdaje izpeljale same, tako da so tudi tveganje prevzemale same. Od jeseni 2008 se je stanje na primarnem trgu obveznic precej spremenilo, banke so le izjemoma, in ne za celoten znesek izdaje, pripravljene ponuditi storitve odkupa s trdno zavezo.

4.3 Vrste avkcij

Izvedba avkcije prinaša izdajatelju tveganje, da bo ponujena količina nižja, kot je želena količina izdanih obveznic ali da bodo ponudniki ponudili ceno, ki bo nižja od želene cene. Izdajatelj se mora zavedati pomanjkljivosti in prednosti posameznega načina avkcije ter skušati zmanjšati tveganje in maksimizirati ponudbo ob zanj še sprejemljivih cenah (Gray, 1997, str. 6).

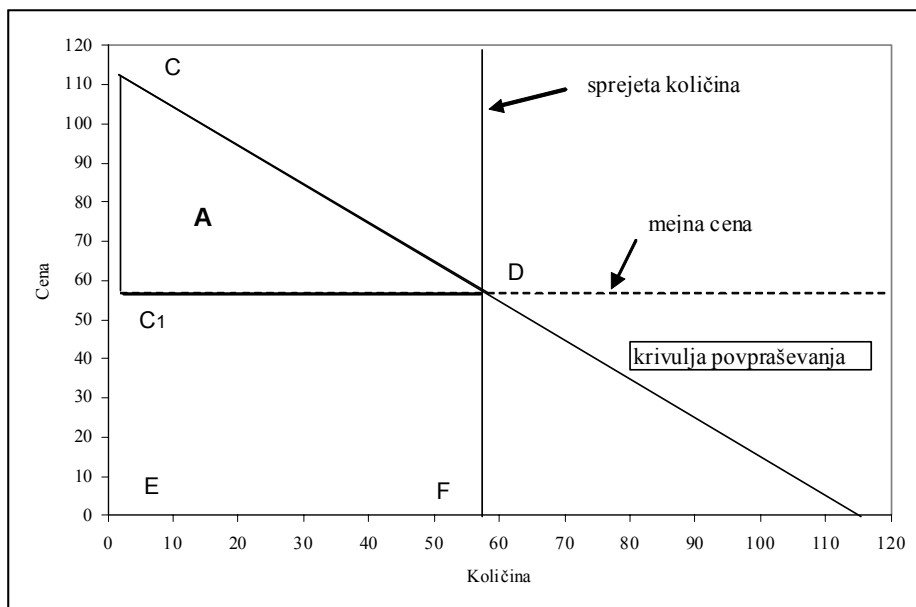
Poznamo dva osnovna načina izvedbe avkcij, in sicer (Eber, 2004, str. 33):

- avkcijo z diskriminatorno (ponujeno) ceno oziroma donosom (angl. *bid-price auction*), t.i. ameriško avkcijo, in
- avkcijo z enotno ceno oziroma donosom (angl. *common-price auction*), t.i. nizozemsko avkcijo.

Pri obeh načinih se ponudbe razvrstijo od najboljše (ponudba z najvišjo ponujeno ceno oziroma najnižjim donosom) do najslabše (ponudba z najnižjo ponujeno ceno oziroma najvišjim donosom). Nato izdajatelj sprejme vse ponudbe do želenega zneska izdaje ali do najnižje zanj še sprejemljive cene. Pri prvem načinu vsak izbrani ponudnik obveznice dobi po ceni, ki jo je sam ponudil, medtem ko pri drugem načinu vsi izbrani ponudniki dobijo obveznice po enaki ceni – tisti ceni, ki jo je ponudil ponudnik zadnje še sprejete ponudbe (Eber, 2004, str. 33).

V grafičnem prikazu v sliki 6 vidimo, da izkupiček od prodanih obveznic v primeru avkcije z diskriminatorno ceno predstavlja površina CDEF, v primeru avkcije z enotno ceno pa površina C₁DEF. Pri dani krivulji povpraševanja je torej izkupiček višji pri avkciji z diskriminatorno ceno, in sicer za znesek, ki ga prikazuje površina A (Gray, 1997, str. 9).

Slika 6: Izkupiček od prodanih obveznic pri obeh načinih avkcije pri dani krivulji povpraševanja

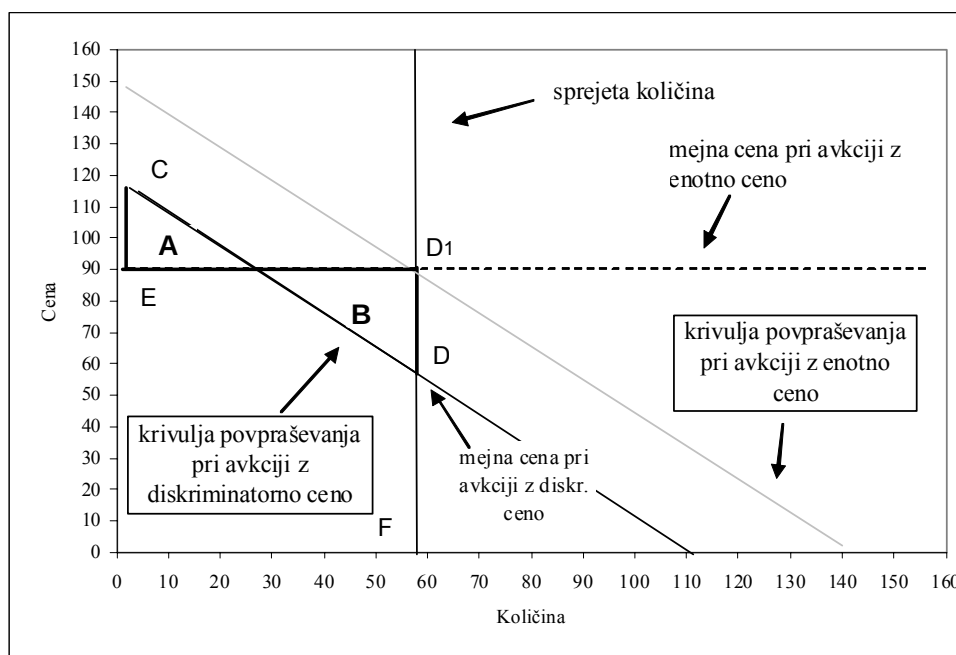


Vir: S. Gray, *Government Securities: Primary Issuance*, 1997, str. 9.

Na tem mestu bi lahko zaključili, da je avkcija z diskriminatorno ceno za izdajatelja ugodnejša, vendar ni nujno tako. Razlog je v tem, da krivulja povpraševanja ni fiksna, temveč se v primeru avkcije z enotno ceno pomakne desno, saj tak način avkcije za ponudnike zmanjšuje negotovost in jih spodbudi, da ponudijo višjo ceno, kot bi jo ponudili pri avkciji z

diskriminatorno ceno¹⁸. Če s premikom krivulje povpraševanja desno dobimo površino B (izkupiček, ki ga izdajatelj na novo pridobi zaradi uporabe avkcije z enotno ceno), ki je večja od površine A (izkupiček, ki ga izdajatelj izgubi, ker ne uporabi avkcije po diskriminatorni ceni), je za izdajatelja boljša izbira avkcija z enotno ceno, saj na ta način lahko doseže višjo ceno oziroma nižji donos (Gray, 1997, str. 10-11).

Slika 7: Krivulji povpraševanja pri avkcijah



Vir: S. Gray, *Government Securities: Primary Issuance*, 1997, str. 10.

Tudi ta zaključek ni nujno pravilen, saj krivulji povpraševanja za oba načina avkcij nista vedno vzporedni. Pri izbiri načina avkcije je tako predvsem potrebno upoštevati stabilnost in globino sekundarnega trga obveznic, ki vplivata na negotovost za ponudnike. Negotovost lahko v primeru avkcije po diskriminatorni ceni ponudnike odvrne od sodelovanja na avkciji, upajoč, da bodo obveznico dobili ceneje na sekundarnem trgu. Na drugi strani lahko, v razmerah stabilnega in globokega trga, povpraševanje po obveznicah na primarnem trgu preseže ponudbo, kar nakazuje, da je v tem primeru boljša izbira avkcije po diskriminatorni ceni, saj so nekateri ponudniki pripravljeni plačati več, da bi dobili želene obveznice (Gray, 1997, str. 11).

¹⁸ Pri avkciji z diskriminatorno ceno se ponudniki bojijo, da bi plačali več, kot je tržna cena obveznice. Mejna cena je najvišja cena, ki jo je trg še pripravljen plačati za količino obveznic, ki jo ponuja izdajatelj in zelo verjetno je, da se bo trgovanje na sekundarnem trgu začelo blizu te cene. Vsak ponudnik, ki bi ponudil višjo ceno, bi takoj utrpel izgubo, saj bi za obveznico plačal več, kot je potrebno. Ta pojav je znan pod imenom »prekletstvo zmagovalca« (angl. *winner's curse*). Negotovost ponudnikov je tem manjša, čim stabilnejši in globlji je trg ter če je cena obveznice ponudnikom znana.

5 POSTOPEK IZDAJE OBVEZNIC

5.1 Priprava na izdajo obveznice

5.1.1 Izbira svetovalca pri izdaji obveznice

Preden izdajatelj začne izbirati investicijsko banko, mora vedeti, koliko denarja želi z izdajo obveznice zbrati, vsi ostali pogoji se lahko določijo kasneje v sodelovanju z investicijsko banko.

Naslednji korak priprave na izdajo obveznice je izbira svetovalca pri izdaji oziroma investicijske banke. Izdajatelj lahko eno ali več investicijskih bank prosi za ponudbo za izvedbo svetovanja pri izdaji. Drugi način, ki pride v poštev predvsem za velika ali javna podjetja (ki jih k temu zavezuje zakonodaja), je objava razpisa, v katerem podjetje povabi vse ali samo nekatere investicijske banke k predložitvi ponudb za svetovanje (angl. *request for proposal*). Razpis naj bi vseboval vse elemente, za katere izdajatelj želi, da se investicijske banke o njih opredelijo v ponudbi, in sicer predvsem:

- ali je pripravljena skleniti pogodbo s trdno zavezo za obveznico z določenimi značilnostmi;
- predlagan terminski okvir izdaje oziroma koledar aktivnosti;
- skupine vlagateljev, ki jih bo investicijska banka povabila k vpisu in morebitne trženjske aktivnosti;
- predstavitev ekipe strokovnjakov, ki bodo sodelovali pri izdaji;
- indikacijo cene oziroma donosa do dospetja glede na izbrano primerjalno osnovo;
- višino nadomestila investicijske banke;
- višino ostalih stroškov.

Ko izdajatelj prejme ponudbe, jih analizira oziroma ovrednoti in opravi izbor. Izbor lahko poteka tudi dvofazno, kar pomeni da izdajatelj najprej izbere ožji krog ponudnikov, ki jih povabi k pogajanju o elementih njihove ponudbe ali pa jih pozove, naj predložijo popravljeno ponudbo (popravek se navadno nanaša na strošek nadomestila za svetovanje).

Pri izboru investicijske banke mora izdajatelj upoštevati njene dotedanje reference na primarnem trgu obveznic, kajti nekatere investicijske banke so aktivne le na sekundarnem trgu, na primarnem pa nimajo izkušenj. Izdajatelj se mora zavedati, da bo investicijska banka, ki za seboj nima vsaj nekaj uspešno izpeljanih izdaj obveznic, težko prodala izdajo, posebej če gre za izdajatelja, ki se na primarnem trgu pojavlja prvič. »Bogastvo« investicijske banke

namreč ne izvira le iz znanja njenih zaposlenih, temveč ga predstavljajo predvsem njene stranke, torej vlagatelji, s katerimi redno sodeluje (Private Placement Guide, 1999, str. 28).

Če je izdajatelj že izdal vrednostne papirje, bo najverjetneje tudi za naslednjo izdajo izbral isto investicijsko banko kot prvič, saj je to smiselno tako z vidika zaupanja, kot tudi s stroškovnega vidika. Ta investicijska banka bo namreč finančni položaj izdajatelja proučila hitreje in z manj stroški, saj izdajatelja v veliki meri že pozna, kot pa investicijska banka, ki ne ve nič o poslovanju tega podjetja.

Ko podjetje sprejme odločitev o izbiri investicijske banke, z njo podpiše pogodbo o svetovanju in izvedbi izdaje obveznice. Pogodba mora vsebovati vsaj naslednje določbe:

- ugotovitvene določbe (osnovni podatki o ponudbi in okoliščinah glede izdaje ter o pravni podlagi za izdajo);
- ali bo obveznica prodana v zaprti ali javni ponudbi;
- navedba aktivnosti, ki jih bo izvedla investicijska banka;
- navedba obveznosti izdajatelja (predvsem zagotovitev vseh potrebnih podatkov ter sprejem sklepov njegovih pristojnih organov);
- časovni rok za izvedbo izdaje;
- višina nadomestila, ki ga zaračuna investicijska banka ter višina ostalih stroškov in način njihovega plačila;
- okoliščine, v katerih lahko ena ali druga stranka pogodbe odstopita od pogodbe in posledice oziroma plačilo nadomestila v tem primeru.

S podpisom pogodbe izdajatelj investicijski banki podeli mandat, oziroma jo pooblasti za vodenje in opravljanje vseh poslov, ki so potrebni v zvezi z izdajo obveznice. V primeru, da izdajatelj želi od investicijske banke odkup obveznic s trdno zavezo, mora le-ta v nadaljevanju opraviti pregled poslovanja in finančnega položaja izdajatelja¹⁹. Investicijska banka lahko tak pregled izvede sama ali v sodelovanju s podizvajalci, predvsem pravniki in revizorji. Na njegovi osnovi se investicijska banka odloči, ali bo pristopila k sodelovanju z izdajateljem na podlagi odkupa s trdno zavezo ali ne. Tudi v primeru izdaje brez obveznosti odkupa mora investicijska banka izvesti nekoliko manj obsežen pregled poslovanja, saj mora izdajatelja spoznati do te mere, da lahko njegovo obveznico uspešno trži oziroma ponuja vlagateljem.

Če investicijska banka pri izdaji sodeluje kot prevzemnik izdaje (angl. *underwriter*) je potrebna med njo in izdajateljem še pogodba o izvedbi prodaje obveznice z obveznostjo

¹⁹ To ni skrbni pregled izdajatelja (ang. *due diligence*), saj ni tako temeljit in njegov rezultat ni celovito poročilo, tako kot pri skrbnem pregledu.

odkupa (angl. *underwriting agreement*), v katerem se določijo natančni pogoji odkupa, med katerimi je najpomembnejši cena obveznice, po kateri bo investicijska odkupila preostanek izdaje, ki ne bo prodan vlagateljem in pa strošek nadomestila za prevzem izdaje.

Investicijska banka in izdajatelj se lahko dogovorita tudi o dodatni agentski storitvi, ki je povezana z izdajo obveznic, in sicer o storitvi izvajanja plačil obveznosti iz naslova obveznice (torej obresti in glavnice).

Slovenske banke, ki so do sedaj izdajale obveznice, imajo vse tudi dovoljenje za opravljanje investicijskih storitev ali pa so lastnice borzno posredniških družb, tako da za izdajo obveznic na domačem trgu ne potrebujejo svetovalca.

5.1.2 Določitev značilnosti obveznice

Na osnovi podatkov, ki jih investicijska banka pridobi o izdajatelju, z njegovim soglasjem določi značilnosti obveznice. Ponovno je treba pretehtati odločitev izdajatelja glede vrste obveznice in velikosti izdaje, ki mora biti utemeljena z njegovimi nameni glede porabe sredstev od izdaje, predvsem pa mora biti iz projekcije denarnih tokov izdajatelja razvidno, da denarni tok v prihodnjih letih prenese novo zadolžitev z izdajo obveznic. Glede na denarni tok se določi tudi ročnost obveznice in način odplačila glavnice.

Izdajatelji navadno stremijo k daljši ročnosti, s čimer želijo razbremeniti denarni tok v prvih letih investicije, ko ta še ne kaže pozitivnih rezultatov. Glede načina odplačevanja glavnice so želje izdajateljev različne, nekateri želijo odplačilo v enkratnem znesku ob zapadlosti (nekateri takrat izdajo novo obveznico, s katero poplačajo obstoječo izdajo), nekateri želijo določen odlog odplačila glavnice in nato odplačevanje v obrokih, tako kot so vajeni pri bančnih posojilih (pri obveznicah so možni daljši odlogi kot pri bančnih posojilih).

Zelo pomembna odločitev za izdajatelja je izbira vrste obrestne mere, ki je lahko nespremenljiva ali spremenljiva. Obresti se pri obveznicah navadno izplačujejo polletno ali letno.

Obveznica naj bo nominirana v tisti valuti, v kateri so tudi prihodki izdajatelja (izvozniki so zato že v obdobju pred uvedbo EUR, kot valuto zadolževanja izbirali DEM ali EUR namesto SIT), saj se izdajatelj na ta način ne izpostavlja valutnemu tveganju. Taka obveznica je bila v tuji valuti samo nominirana, vsa vplačila in izplačila pa so bila izvedena v domači valuti, ker je tako zahteval stari Zakon o deviznem poslovanju.

Izdajatelj in investicijska banka morata doreči še morebitne ostale značilnosti obveznice, kot so različne pravice (možnost predčasnega odpoklica, pravica do predčasnega unovčevanja, ipd.) ter zavarovanja. Če bo obveznica zavarovana s poroštvom, je treba pridobiti poroštveno

izjavo, ki mora natančno opredeliti, pod kakšnimi pogoji je poroštvo unovčljivo. V primeru zavarovanja s hipoteko na nepremičninah je potrebno narediti točen popis teh nepremičnin, preveriti njihov zemljiškoknjižni status in pravno urediti vse potrebno za njihovo zastavo. Investicijska banka navadno izdajatelju ponudi tudi storitev agenta pri izvrševanju hipotek, kar pomeni, da v primeru neizpolnitve izdajateljeve obveznosti iz naslova obveznice investicijska banka v imenu in za račun vsakokratnih imetnikov poskrbi za unovčenje hipoteke, saj je v praksi težko izvedljivo, da bi imetniki obveznic, ki jih je lahko zelo veliko, to lahko sami storili.

Za strukturirane obveznice (obveznice, katerih donos je vezan na določeno blago ali košarico) se naša podjetja zaenkrat ne odločajo, to je namreč korak, ki ga bodo verjetno pred podjetji naredile banke, ki imajo več znanja in izkušenj z izdajanjem obveznic, poleg tega pa je za izdajatelje, ki so na trgu prvič, priporočljivo, da izdajo povsem navadno obveznico (angl. *plain vanilla*). Slovenske banke so na primarnem trgu precej prisotne z izdajami podrejenih obveznic (angl. *subordinated bonds*), s katerimi si zvišujejo dodatni kapital I in II, oziroma izboljšujejo količnik kapitalske ustreznosti.

Po določitvi glavnih značilnosti obveznice je naloga investicijske banke, da te značilnosti testira pri nekaj izbranih večjih vlagateljih (če gre za zaprto prodajo) in ugotovi, ali so pod temi pogoji pripravljeni kupiti to obveznico in kakšen je njihov zahtevan donos. Investicijska banka nato odgovore vlagateljev analizira in sprejme končno odločitev o ceni obveznice in s tem o donosu. Ceno lahko določi na dva načina:

- kot vnaprej določeno fiksno ceno v odstotku od nominalne vrednosti (npr. 99,70%), ali
- kot pribitek na primerljivo osnovo (pri obveznicah s spremenljivo obrestno mero se navadno vzame nemško državno obveznico ali obveznico RS enake ročnosti (če obstaja in če je dovolj likvidna, da odraža pravo ceno), pri tistih s stalno obrestno mero pa ceno obrestne zamenjave, t.j. IRS (angl. *interest rate swap*), enake ročnosti. Če gre za obveznico, pri kateri se del glavnice izplačuje pred dospeljem, je potrebno namesto ročnosti primerjati trajanje obveznic.

V pogojih, ko se stanje na finančnih trgih zelo hitro spreminja, je bolj običajna druga izbira, kajti od trenutka odločitve o ceni in do trenutka začetka izdaje mine nekaj časa, v katerem se lahko nivoji donosov tako spremenijo, da je lahko izdaja povsem napačno cenovno postavljena (angl. *mispriced issue*). Če je donos prenizek, ne bo zanimanja med vlagatelji in izdaja ne bo uspešna, oziroma v primeru odkupa s trdno zavezo bo celotna izdaja ostala v bilanci investicijske banke. Če je donos previsok, bo obveznica razprodana, izdajatelja pa bo stala več, kot bi bilo potrebno glede na tržne razmere.

Če se cena določi kot pribitek na primerljivo osnovo, je potrebno določiti, na kateri dan ob kateri uri na katerem trgovalnem sistemu se bo odčitala ta osnova. Slika 10 prikazuje kotacije cen obrestnih zamenjav za različne ročnosti na trgovalnem sistemu Bloomberg, ki lahko služijo za določitev primerljive osnove oziroma reference.

Slika 8: Prikaz cen obrestnih zamenjav za različne ročnosti

<HELP> for explanation, <MENU> for similar functions. Msg: J.GROSS

SwapTrader: €uro Swaps vs 3m/6m Page 1/ 2

12.00

3m Euribor				6m Euribor			
1) 1 Year	1.285 / 1.305	o	+0.023	20) 1 Year	1.502 / 1.516	o	+0.000
2) 18 Mon	1.429 / 1.440	o	+0.024	21) 18 Mon	1.604 / 1.615	o	+0.018
3) 2 Year	1.619 / 1.632	o	+0.034	22) 2 Year	1.774 / 1.784	o	+0.033
4) 3 Year	2.035 / 2.045	o	+0.031	23) 3 Year	2.155 / 2.166	o	+0.031
5) 4 Year	2.380 / 2.390	o	+0.031	24) 4 Year	2.481 / 2.490	o	+0.032
6) 5 Year	2.661 / 2.670	o	+0.027	25) 5 Year	2.747 / 2.757	o	+0.029
7) 6 Year	2.897 / 2.907	o	+0.022	26) 6 Year	2.975 / 2.984	o	+0.023
8) 7 Year	3.095 / 3.105	o	+0.020	27) 7 Year	3.163 / 3.173	o	+0.020
9) 8 Year	3.251 / 3.260	o	+0.014	28) 8 Year	3.314 / 3.323	o	+0.016
10) 9 Year	3.381 / 3.391	o	+0.013	29) 9 Year	3.439 / 3.449	o	+0.014
11) 10 Year	3.490 / 3.500	o	+0.008	30) 10 Year	3.545 / 3.554	o	+0.010
12) 12 Year	3.676 / 3.688	o	+0.010	31) 12 Year	3.724 / 3.735	o	+0.008
13) 15 Year	3.869 / 3.881	o	+0.008	32) 15 Year	3.910 / 3.923	o	+0.007
14) 20 Year	3.984 / 3.999	o	+0.012	33) 20 Year	4.020 / 4.035	o	+0.013
15) 25 Year	3.932 / 3.947	o	+0.014	34) 25 Year	3.966 / 3.980	o	+0.017
16) 30 Year	3.860 / 3.875	o	+0.017	35) 30 Year	3.891 / 3.905	o	+0.019
17) 35 Year	3.762 / 3.787	o	+0.010	36) 35 Year	3.788 / 3.813	o	+0.010
18) 40 Year	3.677 / 3.702	o	+0.016	37) 40 Year	3.706 / 3.730	o	+0.014
19) 50 Year	3.594 / 3.625	o	+0.015	38) 50 Year	3.623 / 3.655	o	+0.018

SWAPEUS SWAPEUS SWAPEONI GBPIRS SWAPEURC USDSEMI USDANN

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2009 Bloomberg Finance L.P.
SN 536507 6951-1224-2 12-May-2009 12:00:36

Opomba: Leva polovica slike prikazuje kotacije cen obrestnih zamenjav za finančne instrumente, ki uporabljajo 3-mesečni EURIBOR, desna pa instrumente s 6-mesečnim EURIBOR-jem. Kotacije so prikazane kot trenutni najboljši prodajni in najboljši nakupni tečaj. Primer iz slike: za dobo enega leta banka z najugodnejšim tečajem ponuja zamenjavo 3-mesečnega EURIBOR-ja za 1,305% nespremenljivo obrestno mero (prodajni tečaj), na drugi strani pa obstaja banka, ki je takšno zamenjavo pripravljena kupiti po 1,285% obrestni meri (nakupni tečaj).

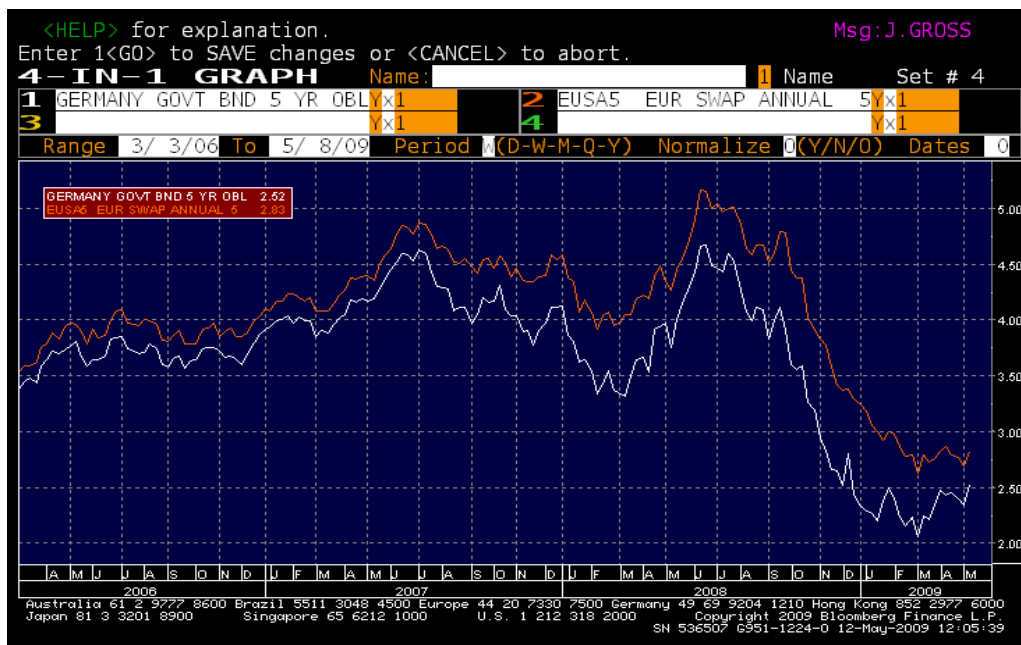
Vir: Bloomberg.

Cene obrestnih zamenjav²⁰ se vedno pogosteje uporabljajo kot primerljiva osnova za določanje donosnosti podjetniških in bančnih obveznic, saj prav tako kot donosnost državnih obveznic nudijo informacije o sedanjih in bodočih ekonomskih razmerah, zaradi česar se krivulja cene obrestne zamenjave določene ročnosti giblje vzporedno s krivuljo donosnosti netvegane državne obveznice enake ročnosti (Haubrich, 2001, str.1-3). Krivulja cen obrestnih zamenjav ima namreč večjo uporabno vrednost kot krivulja donosnosti državnih obveznic, saj poleg pričakovanj o gibanju EURIBOR-ja v prihodnosti vključuje tudi informacijo o tržni

²⁰ Obrestna zamenjava pomeni pogodbo med dvema strankama, s katero le-ti zamenjata obrestne tokove iz dolžniškega instrumenta, pri čemer ena stranka plačuje nespremenljivo obrestno mero, druga pa spremenljivo. Glavnica se v tem poslu ne zamenja. Z zamenjavo spremenljive obrestne mere za nespremenljivo se dolžnik oz. izdajatelj zavaruje pred tveganjem spremembe obrestne mere. Cena obrestne mere se oblikuje tržno in odraža pričakovanja o gibanju obrestnih mer v prihodnje.

percepciji kreditnega tveganja bank z boniteto AA²¹, s čimer predstavlja izredno pomemben indikator razmer na trgu instrumentov s stalnim donosom (Bond Basics: What Are Interest Rate Swaps and How Do They Work?, 2008, str. 5).

Slika 9: Gibanje donosnosti 5-letne nemške državne obveznice ter 5-letne cene obrestne zamenjave za obdobje od 3. 3. 2006 do 8. 5. 2009



Opomba: Na abscisni osi je prikazan čas, na ordinatni pa donosnost do dospelja oziroma obrestna mera v odstotkih. Slika prikazuje gibanje donosnosti do dospelja za naslednja finančna instrumenta:

- 5-letne nemške državne obveznice (oznaka GERMANY GOVT BND 5 YR OBL) in
- 5-letno ceno obrestne zamenjave za 6-m EURIBOR (oznaka EUSA5 EUR SWAP ANNUAL 5Y).

Vir: Bloomberg.

Oblikovanje prave cene, torej tiste cene, ki bo pri določeni kuponski obrestni meri pomenila tako donosnost do dospelja, da bo pritegnila vlagatelje in izdajo naredila uspešno, na drugi strani pa za izdajatelja predstavljala ugoden strošek zadolževanja, je verjetno najzahtevnejši del postopka izdaje obveznice. Neuspešna izdaja je slaba reklama za izdajatelja, za investicijsko banko pa lahko pomeni zelo negativno popotnico pri pridobitvi nadaljnjih podobnih poslov.

V primeru, da je izdajatelj na sekundarnem trgu že prisoten z obveznicami, je ceno za novo izdajo lahko postaviti, saj naj ne bi odstopala od obstoječe tržne, razen seveda zaradi razlike v pribitku zaradi različne ročnosti (pod predpostavko, da so vse ostale značilnosti obveznice enake) (Svilan, 1990, str. 115). V Sloveniji to pravilo zaenkrat ni uporabno, saj med podjetji ni izdajateljev, ki bi obveznice izdajali redno. Nekatere banke se sicer redno pojavljajo na primarnem trgu z novimi izdajami, vendar so te izdaje med seboj zelo različne (ne samo po

²¹ V izračun EURIBOR-ja so vključeni podatki o medsebojnem posojanju denarja med bankami z bonitetno oceno AA ali boljšo.

ročnosti, temveč so nekatere obveznice navadne, nekatere podrejene različnih redov, nekatere imajo določila glede posebnih pravic, ipd.), glavna ovira pa je seveda njihova nelikvidnost, zaradi česar njihove tržne cene niti ne poznamo.

Problem pravilne postavitve cene ob primarni izdaji je obravnavala ameriška empirična raziskava, ki je pokazala, da prihaja do prenizko postavljene cene (angl. *underpricing*) predvsem pri obveznicah s špekulativno bonitetno oceno. Raziskava je pokazala, da prenizko postavljene cene niso rezultat premije za (ne)likvidnost, kar si lahko razlagamo z dejstvom, da je trgovanja s podjetniškimi obveznicami v splošnem malo, zaradi česar vlagatelji, ki se tega zavedajo, niti ne pričakujejo premije za (ne)likvidnost. Bistveni razlog za prenizko postavljanje cene obveznic ob primarni izdaji je pomanjkanje informacij, kar še posebej velja za nove izdajatelje, ki z nižjo ceno skušajo nadomestiti nerazkritje določenih informacij vlagateljem (Cai, N. K., Helwege, J. & Warga, A., 2007, str. 2021- 2023).

5.1.3 Sprejem sklepov pristojnih organov

Ko investicijska banka in izdajatelj skupaj zaključita s procesom določanja značilnosti obveznice, morajo pristojni organi izdajatelja sprejeti ustrezne sklepe, ki so potrebni za izdajo obveznice.

Običajno uprava izdajatelja sprejme sklep o izdaji obveznice, ki je sestavljen iz obveznih in neobveznih elementov. Obvezne elemente sklepa o izdaji obveznic določa še vedno veljavni 29. člen jugoslovanskega Zakona o vrednostnih papirjih (1989 in nadaljnji)²², ki pravi, da mora sklep vsebovati najmanj naslednje značilnosti obveznice, in sicer: celotni znesek izdaje, namen izdaje, podatke o morebitnem garantu, način izdaje, roke za odplačilo glavnice, višino obrestne mere, način obračunavanja in plačevanja obresti, morebitno udeležbo pri dobičku, vire sredstev za odplačevanje obveznosti iz obveznice, pravice iz prenosa obveznic, sodno varstvo ter možnost zamenjave za druge vrste vrednostnih papirjev.

Uprava izdajatelja lahko v sklep o izdaji doda še nekatere neobvezne sestavine (ki se večinoma nanašajo na značilnosti same prodaje), vendar si s tem onemogoči njihovo kasnejše spreminjanje in prilagajanje morebitnim novim okoliščinam. Nekatere podrobnosti lahko izdajatelj določi šele tik pred začetkom prodaje obveznice oziroma pred potrditvijo prospekta s strani ATVP, zato se je o njih nesmiselno odločati prekmalu. Naj naštejemo nekaj takšnih neobveznih sestavin sklepa o izdaji:

²² Edino poglavje Zakona o vrednostnih papirjih, ki še vedno velja, je poglavje o obveznicah, ostala poglavja ne veljajo več in so nadomeščena z določbami več drugih zakonov.

- cena obveznice oziroma kriteriji za izbor ponudnikov,
- čas trajanja ponudbe,
- prag uspešnosti prodaje (odstotek izdaje, ki mora biti prodan, da se prodaja šteje za uspešno),
- seznam vpisnih mest, in
- navedba ali bo obveznica po izdaji uvrščena v trgovanje na organiziranem trgu.

Navadno je k sklepu uprave o izdaji obveznice potrebno še soglasje nadzornega sveta izdajatelja, odvisno od določil statuta izdajatelja, ki razmejujejo pristojnosti uprave in nadzornega sveta glede zadolževanja izdajatelja. V redkih primerih mora izdajatelj v primeru izdaje obveznice pridobiti sklep skupščine.

V primeru, da gre za javno podjetje, so običajno potrebni tudi sklepi ali soglasja različnih državnih organov. Če bo obveznica zavarovana z državnim poroštvom, mora izdajatelj pridobiti tudi poroštveno izjavo, ki je sestavni del dokumentacije v zvezi z izdano obveznico.

5.1.4 Izdelava predstavitvenega memoranduma ali prospekta

Če izdajatelj obveznice ponuja v zaprti ponudbi, ni zavezan k sestavi in objavi prospekta pred začetkom ponudbe. Običajno je, da investicijska banka skupaj z izdajateljem pri zaprti ponudbi izdela predstavitveni memorandum (angl. *information memorandum* ali *offering circular*), v katerem so predstavljeni pogoji ponudbe in značilnosti obveznice, poleg tega pa še podatki o izdajatelju, v obsegu, ki je primeren za konkretno ponudbo.

Če gre za vlagateljem nepoznanega izdajatelja, je potrebna širša predstavitev izdajatelja in njegovega poslovanja, predvsem pa predstavitev projekta, za katerega izdajatelj išče vir (kot je primer pri podjetniških izdajah). Na drugi strani posebna predstavitev izdajatelja ni potrebna, če ga vlagatelji že poznajo, kar je primer pri slovenskih bančnih obveznicah, ki se ponujajo domačim vlagateljem (ki so večinoma banke). V nasprotju s prospektom, katerega oblika in vsebina sta predpisani, je predstavitveni memorandum trženjsko gradivo, ki naj bi privabilo in prepričalo vlagatelje k nakupu obveznice, vendar morajo biti podatki v njem vseeno pravilni in nezavajajoči.

Predstavitveni memorandum običajno zajema naslednja poglavja:

- **uvodno opozorilo** (angl. *disclaimer*), v katerem uprava izdajatelja izjavlja in omejuje svojo odgovornost glede podatkov, ki so vsebovani v dokumentu. Navadno je tu zapisano tudi, komu je namenjen dokument in prepovedi njegovega razširjanja ostalim osebam;
- **tveganja**, ki se nanašajo na vrednostni papir in na izdajatelja; to poglavje je izjemno pomembno, saj vlagatelja opozarja in seznaja z vrstami tveganj, ki se jim izpostavlja z nakupom te obveznice, hkrati pa široko razkrivanje tveganj ščiti izdajatelja pred tožbami

in odškodninskimi zahtevki, ki bi jih lahko vložili posamezni vlagatelji, ki bi utrpeli finančno izgubo in ki bi se sklicevali na dejstvo, da niso vedeli za določena tveganja²³;

- **značilnosti obveznice in ponudbe** (angl. *terms and conditions*); ta del pri izdaji obveznic vsebinsko nadomešča pogodbo, saj vlagatelji s predložitvijo svojih ponudb za nakup obveznic sprejmejo tu določene pogoje. Vse značilnosti in postopek zbiranja in izbora ponudb morajo biti določeni natančno in nedvoumno ter se jih mora izdajatelj povsem držati.
- **način obdavčenja**, iz katerega vlagatelj pridobi informacije o obdavčenju, ki se nanaša na imetništvo in prodajo obveznic za različne vrste vlagateljev;
- **podatki o izdajatelju**, o njegovem pravnem statusu, njegovi zgodovini, dejavnosti, položaju na trgu, viziji in strategiji, organizacijski strukturi in ključnih finančnih kazalnikih. Če deluje izdajatelj v skupini povezanih podjetij, mora biti vključena predstavitev celotne skupine;
- **pretekli finančni podatki**, ki običajno zajemajo računovodske izkaze, obrazložitve nekaterih najpomembnejših postavk in finančne kazalnike za dve ali tri leta;
- **podatki o projektu in napovedi prihodnjega poslovanja** oziroma o namenu porabe izkupička od prodanih obveznic. Priporočljiv je tudi prikaz oziroma projekcija finančnega stanja podjetja v prihodnjih letih, ki naj bi vlagatelje prepričala v donosnost projekta in zmožnost izpolnjevanja obveznosti izdajatelja iz naslova izdane obveznice.

Na drugi strani je oblika in vsebina prospekta podvržena določbam Uredbe o izvajanju Uredbe Komisije (ES), št. 809/2004 z dne 29. aprila 2004 o izvajanju Direktive 2003/71/ES o informacijah, ki jih vsebujejo prospekti in o obliki prospektov, vključitvi informacij s sklicevanjem in objavi teh prospektov in o razširjanju oglaševanj (2005) (v nadaljevanju: Uredba), ki natančno določa seznam poglavij in njihovo vsebino. Uredba temelji na Direktivi 2003/71/ES o prospektu, ki se objavi ob javni ponudbi ali sprejemu vrednostnih papirjev v trgovanje na organiziranem trgu in o spremembi Direktive 2001/34/ES (2003) (v nadaljevanju Prospektna direktiva).

Eden od osnovnih ciljev Prospektne direktive je zaščita vlagateljev, pri čemer se upošteva njihova raven strokovnega znanja, na podlagi katerega se postavijo različne zahteve za

²³ Poglavje tveganj smo v Sloveniji »odkrili« dokaj pozno, vsekakor pred manj kot desetimi leti, ko smo se z njim srečali pri izdajah vrednostnih papirjev, v katerih so sodelovali tujci (v vlogi investicijske banke ali vlagateljev oziroma obojega). Če pogledamo tuje memorandume in prospekte, naletimo ponekod na naštevane tveganj, ki obsega že absurden seznam možnih dogodkov, ki se lahko pripetijo izdajatelju, vendar tu velja pravilo »raje eno tveganje preveč kot eno premalo«. Slovenski izdajatelji pristopajo k opredelitvi tveganj precej bolj realistično, čeprav smo tudi že pri naših prospektih (ki pa so jih pisali tujci) opazili nekatera zanimiva in »novodobna tveganja«, kot so npr. neuspešnost uveljavljanja novih strategij, pomanjkanje informacij o strankah, možnost terorističnega napada ali možnost naravnih nesreč.

varstvo različnih kategorij vlagateljev. Sestava in objava prospekta tako ni potrebna za ponudbe, ki so namenjene dobro poučenim vlagateljem. Nasprotno pa je sestava in objava prospekta potrebna za nadaljnjo javno prodajo ali za uvrstitev v trgovanje na organiziranem trgu, kajti prospekt jim omogoča, da na podlagi informacij ocenijo tveganja naložbe v vrednostni papir ter sprejmejo naložbene odločitve.

Uredba določa minimalni standard razkritja informacij, tako da za vsako posamezno vrsto ponujenega vrednostnega papirja določa seznam poglavij, ki morajo biti vključena v prospekt. Pri ponudbi obveznic morajo biti zajete vsaj naslednje informacije v predpisani strukturi, in sicer (Uredba, 2005, Priloga IV):

- navedba odgovornih oseb in njihova izjava o odgovornosti;
- dejavniki tveganja izdajatelja in vrednostnega papirja;
- podatki o izdajatelju (o preteklem poslovanju, dejavnosti, naložbah in njihovem financiranju, organizacijski strukturi, pričakovanih trendih, ocenah dobička, poslovnih organih, delničarjih, preteklih računovodskih izkazih in revizorjih, pravnih postopkih, statutu in pomembnih pogodbah).

5.2 Prodaja obveznice

Način prodaje obveznice se razlikuje glede na to, ali gre za javno ali zaprto ponudbo. Pri zaprti ponudbi mora investicijska banka najprej oblikovati seznam vlagateljev, ki jih bo povabila k nakupu obveznice. Pri ponudbah podjetniških in bančnih obveznic slovenskih izdajateljev se naslavlja predvsem slovenske vlagatelje (slovenske banke vedno bolj iščejo vlagatelje v tujini in pri tem svetovanje prepustijo tujim investicijskim bankam, vendar se v tej magistrski nalogi osredotočamo na slovenski trg kapitala), med katere sodijo:

- banke, ki so v Sloveniji največji vlagatelji v bančne in podjetniške obveznice. Zaradi finančne krize se pri nakupih obveznic brez zavarovanja obnašajo zelo zadržano, trenutno nekatere banke celo kupujejo samo tuje likvidne državne obveznice;
- zavarovalnice, ki iščejo dolgoročne in varne naložbe, torej večinoma obveznice;
- borzno posredniške družbe, pri čemer obveznice kupujejo deloma za svoj portfelj, deloma za stranke, katerih sredstva imajo v individualnem upravljanju;
- pokojninske družbe in investicijski skladi, katerih naložbe v domače obveznice so glede na znesek relativno majhne.

Najpogostejše investicijska banka pristopi k izbranemu krogu vlagateljev na enega izmed spodaj opisanih načinov (lahko pa kombinira tudi oba), in sicer:

- s pripravo **skupinske predstavitve** (angl. *roadshow*), na katere povabi izbrane vlagatelje. Na predstavitvi najprej uprava izdajatelja predstavi podjetje oziroma banko, ki jo zastopa

ter načrte, ki jih namerava uresničiti z zbranim denarjem, v nadaljevanju pa predstavnik investicijske banke predstavi podrobnosti o obveznici in ponudbi. Po zaključku predstavitve imajo vlagatelji možnost zastavljati vprašanja, za katera je izredno pomembno, da nanje nosilci predstavitve korektno in dobro odgovarjajo. Naloga investicijske banke je, da upravo dobro pripravi na predstavitev in na odgovarjanje na morebitna neugodna vprašanja;

- z **individualnimi obiski** vlagateljev (angl. *one-to-one meetings*), na katerih se lahko uprava in predstavniki investicijske banke posameznim pomembnejšim vlagateljem posebej posvetijo.

Če gre za poznanega izdajatelja, ki je na trgu prisoten z rednimi izdajami, navedena aktivnost vzbujanja zanimanja vlagateljev ni potrebna. V tem primeru se vlagateljem pošlje pisno vabilo k predložitvi ponudb, ki se mu priloži predstavitveni memorandum in obrazec, na katerem vlagatelji predložijo svoje ponudbe.²⁴

Ponudbe je potrebno predložiti na način, določen v predstavitvenem memorandumu, sicer se ponudbe štejejo za neveljavne. Način predložitve ponudb je odvisen od vrste vlagateljev, časa, ki je na voljo in vrste izbora ponudb, in sicer se investicijska banka odloča med naslednjima načinoma:

- ponudbe se predložijo v zaprtih ovojnicah najkasneje do določenega trenutka na določen naslov, ali
- ponudbe se pošiljajo po elektronski pošti, faxu ali redni pošti.

Prvi način je smiseln pri prodajah obveznic, pri katerih sledi izbor, kjer je pomembno, da ne pride do uhajanja informacij o ponudbah posameznih ponudnikov. Drugi način se uporablja predvsem pri ponudbah, kjer ni izbora, oziroma se zbira ponudbe, dokler ni prodana celotna izdaja, pri čemer je pomemben čas prejema ponudbe.

Čim prej po končanem zbiranju ponudb investicijska banka opravi izbor, kar pomeni, da komisija, v kateri lahko sedi tudi predstavnik izdajatelja, najprej pregleda vse ponudbe, da ugotovi, če so veljavne (če so podpisane s strani pooblaščenih oseb in vsebujejo vse zahtevane podatke o ponudniku in ponudbi). Podatke veljavnih ponudb vnesejo v za to posebej razvit računalniški program ali uporabijo običajna računalniška orodja, ki so na voljo na osebnih računalnikih. Izbor mora biti opravljen skladno s kriteriji, ki so določeni v informacijskem memorandumu.

²⁴ V tujini se uporabljajo tudi drugi načini, kot so telefonsko zbiranje ponudb in različni elektronski sistemi zbiranja naročil.

O rezultatih izbora je potrebno obvestiti ponudnike, pri čemer se vsakemu ponudniku poda samo informacija o njegovih ponudbah in njihovem sprejemu ali nesprejemu in ne o vseh ostalih ponudbah. Navede se število njegovih sprejetih apoenov obveznice (ki je lahko manjše od želene količine) in sprejeta cena obveznice (ki je lahko drugačna od ponujene, če je šlo za nizozemsko avkcijo). Če investicijska banka nastopa v vlogi prevzemnika izdaje, v tem trenutku ugotovi, kolikšen del izdaje mora odkupiti sama. S trenutkom, ko je ponudba določenega ponudnika sprejeta, se ta oseba šteje za vpisnika. V obvestilu vpisnikom je navedena točna inštrukcija za plačilo obveznice (datum in ura, do katere je vpisnik dolžan nakazati znesek kupnine in račun, na katerega je potrebno kupnino plačati).

Vplačevanje se običajno izvede v enem dnevu (navadno na prvi dan začetka obrestovanja obveznice), saj je to najenostavneje z vidika spremljanja vplačil in ostalih zalednih poslov (knjiženje, prenakazovanje sredstev izdajatelju, izračunavanja dnevnih cen). Če se obveznice vplačujejo v določenem časovnem obdobju, cena dnevno narašča zaradi natečenih obresti.

Ko banka prejme plačilo določenega vlagatelja, izdela potrdilo o vpisu in vplačilu obveznice, ki ga pošlje vpisniku. To je dokument, ki vpisniku dokazuje imetništvo obveznice do trenutka, ko bo le-ta izdana v nematerializirani obliki v KDD (navadno ga vlagatelji potrebujejo za potrebe svojih revizorjev).

V primeru javne ponudbe obveznic je postopek prodaje seveda povsem drugačen, precej daljši in zahtevnejši, saj zahteva veliko opravil, in sicer:

- sestavo, oblikovanje, tiskanje in distribucijo prospekta in trženjskih gradiv, ki morajo biti na dan začetka prodaje na voljo na vpisnih mestih. Sem sodijo tudi različni plakati in označbe, s katerimi se označijo vpisna mesta;
- priprava oglaševalske akcije, ki se lahko izvede v različnem obsegu in v različnih medijih, njen namen pa je javnost pritegniti k vpisu obveznice;
- priprava oziroma prilagoditev informacijske podpore za vpis obveznic. Banka, ki izvaja vpis obveznic v svoji poslovni mreži, mora imeti računalniški program, ki bančnemu uslužbencu omogoča hiter in enostaven postopek vpisa na vpisnem mestu in pa celotno spremljanje in nadzor nad potekom vpisovanja in vplačevanja obveznice;
- izobraževanje zaposlenih, ki bodo v bančnih poslovalnicah izvajali vpis. Zaposleni morajo biti podučeni o finančnem instrumentu, ki ga tržijo (oni so tisti, ki bodo največkrat strankam dajali informacije) in o operativnem postopku vpisa, ki je drugačen kot pri sklepanju depozitov;
- izobraževanje zaposlenih v klicnem centru (klicni center običajno organizira izdajatelj v sodelovanju in po navodilih investicijske banke), ki prav tako odgovarjajo na vprašanja strank oz potencialnih vlagateljev. Običajno investicijska banka sestavi seznam predvidenih »pogostih vprašanj« in oblikuje odgovore, da lahko zaposleni jasno in

uniformirano odgovarjajo vlagateljem. Pogosta vprašanja je smiselno vključiti tudi na spletno stran izdajatelja, kjer precej vlagateljev išče informacije o ponudbi.

Šele ko so vse zgoraj naštetе aktivnosti opravljene, lahko izdajatelj javno objavi prospekt in datum začetka prodaje. Skladno s 74. členom ZTFI mora biti prospekt dostopen oziroma objavljen na enega izmed spodaj naštetih načinov, in sicer:

- z objavo v dnevniku, ki se prodaja na celotnem ali pretežnem območju Republike Slovenije;
- na razpolago v tiskani obliki, ki je javnosti na razpolago brezplačno;
- v prostorih upravljavca organiziranega trga, na katerega bodo vrednostni papirji uvrščeni v trgovanje, oziroma v prostorih izdajatelja in v vseh poslovalnicah finančnih posrednikov, ki opravljajo storitve in posle v zvezi z izvedbo vpisa oziroma prodaje in vplačila vrednostnih papirjev;
- v elektronski obliki na spletnih straneh izdajatelja in finančnih posrednikov, če se prodaja javnosti opravlja prek finančnih posrednikov;
- v elektronski obliki na spletnih straneh organiziranega trga; ali
- v elektronski obliki na spletnih straneh ATVP.

Pri javnih ponudbah obveznic se običajno ne opravlja izbora, temveč vsak vlagatelj, ki želi kupiti obveznico, pride na vpisno mesto, kjer opravi vpis želene količine obveznic. Na vpisnem mestu dobi dokument oziroma obračun za vplačilo. Obveznice mora še isti dan vplačati, saj naslednji dan vpisno potrdilo ne velja več, ker ima zaradi večjih natečenih obresti napačno ceno in zato napačen znesek za plačilo. Ko banka ugotovi priliv kupnine, vpisniku pošlje potrdilo o vpisu in vplačilu.

5.3 Izdaja obveznice v KDD

Skladno z 81. členom ZTFI mora izdajatelj, ki je opravil prvo prodajo vrednostnih papirjev na podlagi ponudbe javnosti, v zvezi s katero je potrebno objaviti prospekt, ali ki zahteva uvrstitev svojih vrednostnih papirjev v trgovanje na organiziranem trgu, vrednostne papirje, ki so bili predmet te ponudbe oziroma zahteve, izdati v nematerializirani obliki.

Način izdaje vrednostnih papirjev ureja Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih (2007) (v nadaljevanju: ZNVP). Skladno z drugim členom ZNVP je nematerializirani vrednostni papir izjava izdajatelja, vpisana v centralni register nematerializiranih vrednostnih papirjev, s katero se izdajatelj zavezuje, da bo izpolnil obveznost iz vrednostnega papirja osebi, ki je kot zakoniti imetnik vrednostnega papirja vpisana v ta register.

Izdajatelj mora glede na določbo 8. člena ZNVP klirinško depotni družbi izročiti ustrezen nalog za izdajo v 15 dneh od dneva, ko so izpolnjeni pogoji za izdajo teh vrednostnih papirjev, torej, ko so vse obveznice vpisane in vplačane. Nalog za izdajo mora skladno z 11. členom ZNVP vsebovati:

- navedbo značilnosti obveznice,
- podatke o primarnih vpisnikih (enolična identifikacijska številka, naslov in število vpisanih obveznic),
- podatke o izdajatelju (firma, sedež, naslov in kontaktna oseba izdajatelja), in
- priloge (statut izdajatelja, izpis iz sodnega registra, sklepi pristojnih organov, datoteka s podatki o imetnikih obveznice, prospekt ali predstavitveni memorandum).

V skladu s 442. členom ZTFI mora KDD v treh delovnih dneh po prejemu izdajateljevega naloga za izdajo obveznice izdajatelju poslati v podpis pogodbo o storitvah v zvezi z izdajo, pogodbo o vodenju registra vrednostnih papirjev, ki so predmet izdajateljevega naloga ter poziv za plačilo nadomestila. Izdajatelj mora obveznosti, za katere je bil pozvan, izpolniti v osmih dneh, sicer KDD njegov nalog zavrže.

KDD po izpolnitvi naštetih izdajateljevih obveznosti izda odločbo o vpisu obveznice v centralni register, s čimer za izdajatelja začnejo teči obveznosti iz izdanih obveznic.

5.4 Uvrstitev obveznice v trgovanje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev

Ko je obveznica izdana v nematerializirani obliki v KDD, se lahko izdajatelj odloči za njeno uvrstitev na organiziran trg (ta odločitev je navadno sprejeta že pred samim začetkom prodaje vlagateljem, saj vlagatelji želijo že pred nakupom poznati namero izdajatelja glede kotacije na borzi).

Uvrstitev vrednostnih papirjev na Ljubljansko borzo prinaša izdajateljem predvsem naslednji prednosti, in sicer (Zakaj in kako na Ljubljansko borzo, 2008, str. 6):

- lažji dostop do dolžniškega in lastniškega financiranja, in
- povečanje prepoznavnosti izdajatelja, kar pozitivno vpliva na zaupanje poslovnih partnerjev, vlagateljev in ostalih interesnih skupin v izdajatelja, kar se lahko odrazi v nižjih stroških financiranja izdajatelja.

Če je izdajatelj obveznico prodal v javni ponudbi, je moral že takrat objaviti prospekt, v katerem je med drugimi informacijami lahko navedel tudi zavezo, da bo obveznica uvrščena v trgovanje na organiziranem trgu. V primeru, da je bila obveznica prodana v zaprti ponudbi in

prospekt ni bil sestavljen in objavljen, mora izdajatelj to obvezno storiti pred začetkom trgovanja. Investicijska banka v sodelovanju z izdajateljem pripravi prospekt, ki ga potrdi ATVP. Pred začetkom trgovanja na Ljubljanski borzi izdajatelj prospekt javno objavi.

Postopek na Ljubljanski borzi je hiter in enostaven. Investicijska banka po pooblastilu izdajatelja Ljubljanski borzi pošlje nalog za uvrstitev obveznic v trgovanje na organiziranem trgu, skupaj z nekaterimi dokumenti in prilogami, in sicer (Zakaj in kako na Ljubljansko borzo, 2008, str. 15):

- odločbo ATVP o potrditvi prospekta,
- statutom izdajatelja,
- izpisom iz sodnega registra, ter
- odločbo KDD o izdaji vrednostnih papirjev v nematerializirani obliki.

Borza sprejme odločitve o uvrstitvi obveznice v trgovanje običajno v osmih dneh po prejemu zahteve. Izdajatelj mora najkasneje do dneva odločanja borze objaviti potrjen prospekt ter o času in mestu objave obvestiti borzo. Po veljavni zakonodaji je lahko mesto objave tudi SEOnet, ki je centralno mesto objav izdajateljev. Odločitev o uvrstitvi vrednostnega papirja borza objavi na SEOnetu in pisno obvesti izdajatelja (Zakaj in kako na Ljubljansko borzo, 2008, str. 16).

6 STROŠKI FINANCIRANJA Z IZDAJO OBVEZNIC V SLOVENIJI

Eden najpomembnejših razlogov, ki nekatere potencialne izdajatelje v Sloveniji odvrnejo od tega, da bi izdali obveznico in namesto tega raje najamejo bančno posojilo, so stroški. Stroški izdaje so namreč relativno visoki, torej so racionalni oziroma upravičeni le pri večjih izdajah, to pa pomeni, da je izdaja obveznic primerna le za večja podjetja in banke.

Stroški financiranja z izdajo obveznic vključujejo obrestne stroške, stroške priprave izdaje obveznice in stroške, povezane s postopki pri pristojnih institucijah.

6.1 Donosnost do dospelja oziroma obrestni stroški

V nadaljevanju bo sledila analiza donosov primerljivih obveznic, s pomočjo katere bom določila zahtevano donosnost do dospelja za dve hipotetični slovenski podjetji in dve hipotetični slovenski banki.

Če pogledamo podjetja iz prve kotacije Ljubljanske borze, ugotovimo, da ima izmed njih le Telekom Slovenije d.d. bonitetno oceno ene izmed mednarodno priznanih ocenjevalskih agencij (Moody's A3). Na drugi strani z bonitetno oceno, podeljeno v zadnjih 12-ih mesecih,

razpolagajo nekatere banke in zavarovalnice, in sicer SID banka d.d. (Moody's Aa2), NLB d.d. (Moody's Aa3, Capital Intelligence A+ in Fitch AA), Abanka Vipa d.d. (Moody's A3, Capital Intelligence BBB in Fitch BBB).²⁵

V nadaljevanju bomo ocenili zahtevano donosnost do dospelja za naslednje hipotetične izdajatelje:

- izdajatelja A: slovensko proizvodno podjetje bonitete Aa po Moody's oz. AA po S&P,
- izdajatelja B: slovenska banka bonitete Aa po Moody's oz. AA po S&P,
- izdajatelja C: slovensko proizvodno podjetje bonitete Ba po Moody's oz. BBB po S&P, in
- izdajatelja D: slovenska banka bonitete Ba po Moody's oz. BBB po S&P.

Kot pomemben podatek nam bo služila tudi bonitetna ocena Republike Slovenije (Moody's Aa2), kajti noben izdajatelj ne more imeti boljše ocene, kot jo ima država, v kateri je njegov sedež (SID banka ima dodeljeno enako bonitetno oceno kot država zaradi svojega posebnega statusa in zaradi tega, ker za vse njene obveznosti jamči država).

Pri presojanju donosnosti do dospelja določene obveznice moramo ugotoviti, koliko znaša donosnost do dospelja primerljivih obveznic. Pogledali bomo donosnosti do dospelja naslednjih obveznic:

- nemških državnih obveznic (3, 5, 7 in 10 letne), ki imajo vse visoko likvidnost;
- obveznic Republike Slovenije RS64 (3 letna), RS65 (5 letna), RS59 (7 letna) in RS63 (10 letna) na sekundarnem trgu; in
- podjetniških obveznic panog industrija in bančništvo bonitete Aa3/AA ter BBB v evroobmočju²⁶.

²⁵ Za izdajo obveznic na domačem trgu mednarodna bonitetna ocena ni potrebna. Uporabimo jo za potrebe analize, saj lahko kreditni pribitek določimo le na osnovi določitve tveganja izdajatelja.

²⁶ Upoštevane so obveznice z nespremenljivo obrestno mero, ki se trenutno tudi največ izdajajo. Tudi slovenski institucionalni vlagatelji trenutno dajejo prednost obveznicam z nespremenljivo obrestno mero.

Tabela 5: Donosnost do dospelja slovenskih in nemških državnih obveznic različnih preostankov ročnosti na dan 12. 5. 2009

Ime obveznice	Koda obveznice	Preostanek ročnosti	Donosnost do dospelja	Pribitek nad /pod IRS*	Pribitek nad Bundom
Obveznice Republike Slovenije					
RS64	SLOREP4 1/4 02/12	3 leta	2,91%	75 b.t.	115 b.t.
RS65	SLOREP4 3/8 04/14	5 let	3,79%	104 b.t.	137 b.t.
RS59	SLOREP4 02/16	7 let	3,99%	82 b.t.	101 b.t.
RS63	SLOREP4 3/8 02/19	10 let	4,66%	111 b.t.	126 b.t.
Nemške državne obveznice					
3y Bundesobligation	OBL4 04/13/12 #150	3 leta	1,76%	-40 b.t.	
5y Bundesobligation	OBL4 13 #153	5 let	2,42%	-33 b.t.	
7y Bund	DBR3 1/2 01/04/16	7 let	2,98%	-19 b.t.	
10y Bund	DBR3 3/4 01/19	10 let	3,40%	-15 b.t.	

*Opomba: Cene obrestnih zamenjav (angl. interest rate swap oz. IRS) na dan 12. 5. 2009 so znašale 2,16% za 3 leta, 2,75% za 5 let, 3,17% za 7 let in 3,55% za 10 let.

Vir: Bloomberg in lastni preračuni.

Tabela 6: Povprečne donosnosti do dospelja obveznic panog proizvodnja in bančništvo bonitete AA v evroobmočju za različne preostanke ročnosti na dan 12. 5. 2009

Preostanek ročnosti	Obveznice panoge proizvodnja AA		Bančne obveznice AA	
	Donosnost do dospelja	Pribitek nad IRS	Donosnost do dospelja	Pribitek nad IRS
3 leta	2,29%	13 b.t.	3,35%	119 b.t.
5 let	3,50%	75 b.t.	3,96%	121 b.t.
7 let	4,24%	107 b.t.	4,45%	128 b.t.
10 let	4,54%	99 b.t.	4,80%	125 b.t.

Vir: Bloomberg in lastni preračuni.

Tabela 7: Povprečne donosnosti do dospelja obveznic panog proizvodnja in bančništvo bonitete BBB v evroobmočju za različne preostanke ročnosti na dan 12. 5. 2009

Preostanek ročnosti	Obveznice panoge proizvodnja BBB		Bančne obveznice BBB	
	Donosnost do dospelja	Pribitek nad IRS	Donosnost do dospelja	Pribitek nad IRS
3 leta	4,66%	250 b.t.	5,43%	327 b.t.
5 let	5,91%	316 b.t.	6,00%	325 b.t.
7 let	6,78%	361 b.t.	6,47%	330 b.t.
10 let	7,38%	383 b.t.	6,99%	344 b.t.

Vir: Bloomberg in lastni preračuni.

Prva ugotovitev, ki jo lahko postavimo glede na podatke v tabelah 6 in 7, je, da se zahtevana donosnost obveznic razlikuje glede na panogo, kljub temu, da opazujemo obveznice iste bonitetne skupine. Razlog za to je v tem, da se cena, in s tem donosnost, oblikujeta tržno, očitno torej povpraševanje in ponudba na obeh segmentih ceno oblikujeta na različnih nivojih. Sklepamo lahko, da na obeh segmentih ne nastopajo isti vlagatelji, zaradi česar ne pride do

popolne arbitraže. Zahtevana donosnost je višja za bančne izdajatelje kot za proizvodna podjetja, kar bi lahko pomenilo, da vlagatelji smatrajo banke za bolj tvegane, vendar ta teza ne zdrži, saj to razmerje velja za boniteto AA, za boniteto BBB pa le do ročnosti 5 let, medtem ko je pri daljši ročnosti zahtevana donosnost višja za proizvodna podjetja.

V primeru, da bi določali zahtevano donosnost za konkretnega izdajatelja, bi lahko kreditni pribitek v manjši meri še korigirali, saj nekatere informacije po mnenju izdajatelja, njegovega svetovalca in vlagateljev morda niso zajete v bonitetno oceno. Tu pridejo v poštev predvsem informacije o panogi izdajatelja (za katero se morda pričakuje visoka rast) in o samem izdajatelju (njegov tržni položaj, vodstvo, prihodnje investicijske potrebe), na podlagi katerih bi lahko kreditni pribitek določili višje ali nižje od opazovanega povprečja (Private Placements, 1999, str. 87).

Pri določanju zahtevane donosnosti za obveznice slovenskih izdajateljev institucionalni vlagatelji zahtevajo še premijo za nelikvidnost, ki po njihovi oceni trenutno znaša približno 100 bazičnih točk nad donosnostjo primerljivih evropskih obveznic. Poleg tega je potrebno opozoriti, da slovenski vlagatelji trenutno niso pripravljeni kupiti obveznic slovenskih podjetniških in bančnih izdajateljev z ročnostjo več kot 5 let, zato je izračun za obveznice z ročnostjo 7 in 10 let zgolj informativen.

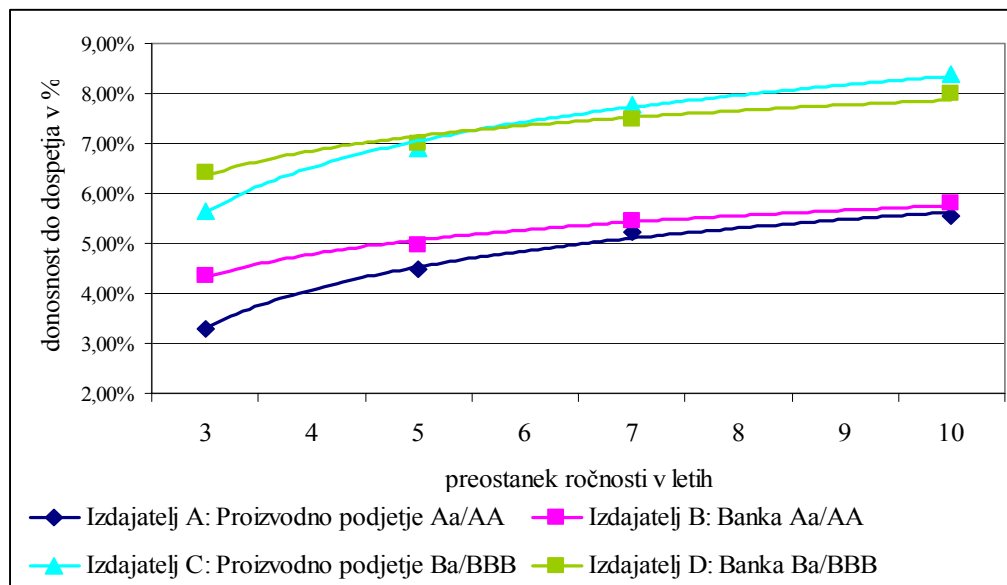
Najrelevantnejši podatek pri določanju zahtevane donosnosti so tržne donosnosti primerljivih navadnih nezavarovanih obveznic enake ročnosti izdajateljev enake bonitete iz iste panoge, ki smo jih prikazali v tabelah 6 in 7. Tem donosnostim nato prištejemo še premijo za tveganje, ki smo jo prej predpostavili in dobimo zahtevane donosnosti do dospelja, ki so prikazane v tabeli 8 in še grafično v sliki 10. Dobljene donosnosti izrazimo še v obliki pribitka na IRS, Bund in obveznico RS in IRS, s čimer naredimo še dodatno kontrolo rezultatov.

Tabela 8: Zahtevana donosnost do dospelja za štiri hipotetične slovenske izdajatelje za navadne nezavarovane obveznice različnih ročnosti

Preostanek ročnosti	Donosnost do dospelja	Pribitek nad IRS	Pribitek nad Bund	Pribitek nad obveznico RS
Izdajatelj A: Proizvodno podjetje Aa/AA				
3 leta	3,29%	113 b.t.	153 b.t.	38 b.t.
5 let	4,50%	175 b.t.	208 b.t.	71 b.t.
7 let	5,24%	207 b.t.	326 b.t.	125 b.t.
10 let	5,54%	199 b.t.	214 b.t.	88 b.t.
Izdajatelj B: Banka Aa/AA				
3 leta	4,35%	219 b.t.	259 b.t.	144 b.t.
5 let	4,96%	221 b.t.	254 b.t.	117 b.t.
7 let	5,45%	228 b.t.	347 b.t.	146 b.t.
10 let	5,80%	225 b.t.	240 b.t.	114 b.t.
Izdajatelj C: Proizvodno podjetje Ba/BBB				
3 leta	5,66%	350 b.t.	390 b.t.	275 b.t.
5 let	6,91%	416 b.t.	449 b.t.	312 b.t.
7 let	7,78%	461 b.t.	580 b.t.	379 b.t.
10 let	8,38%	483 b.t.	498 b.t.	372 b.t.
Izdajatelj D: Banka Ba/BBB				
3 leta	6,43%	427 b.t.	467 b.t.	352 b.t.
5 let	7,00%	425 b.t.	458 b.t.	321 b.t.
7 let	7,47%	430 b.t.	549 b.t.	348 b.t.
10 let	7,99%	444 b.t.	459 b.t.	333 b.t.

Vir: Lastni preračuni.

Slika 10: Prikaz zahtevane donosnosti do dospelja za štiri hipotetične slovenske izdajatelje za navadne nezavarovane obveznice različnih ročnosti



Vir: lastni preračuni.

6.2 Stroški priprave izdaje obveznice

Potencialni izdajatelj mora za izvedbo postopka izdaje obveznice najeti osebo, ki je skladno z ZTFI pristojna opravljati investicijske storitve izvedbe prve prodaje finančnih instrumentov z ali brez obveznosti odkupa. Banke lahko postopek izdaje izpeljejo same, če imajo dovoljenje Banke Slovenije za opravljanje prej omenjenih poslov. V nadaljevanju bomo te osebe imenovali investicijske banke.

Investicijske banke izdajateljem zaračunajo nadomestilo za opravljeno storitev, katerega višina je odvisna od več dejavnikov, med katerimi naj omenimo naslednje:

- če gre za storitev, ki vključuje obveznost odkupa, je nadomestilo bistveno višje, kot če gre za storitev izdaje brez obveznosti odkupa;
- nadomestilo v odstotku od velikosti izdaje je tem manjše, čim večja je izdaja; in
- raven nadomestil je odvisna od nivoja obrestnih mer in stopnje konkurenčnosti v panogi. V Sloveniji se je raven nadomestil v zadnjih desetih letih bistveno znižala.²⁷

Glede na zgoraj naštetе dejavnike je zelo težko govoriti o konkretnih nivojih višine nadomestil, vseeno pa lahko ocenjujemo, da naj nadomestilo za izdajo obveznice brez obveznosti odkupa ne bi presegalo 0,5% od zneska izdaje, nadomestilo za izdajo obveznice z obveznostjo odkupa pa ne 1,5% od zneska izdaje.

Stroški priprave izdaje obveznice vključujejo tudi morebitne stroške pravnega svetovanja, stroške oblikovanja in tiskanja prospekta ali predstavitvenega memoranduma ter morebitno trženje obveznice.

6.3 Stroški institucij trga vrednostnih papirjev

6.3.1 Stroški izdaje obveznice v nematerializirani obliki

Obveznice so pravno formalno izdane v trenutku, ko so vpisane na registrske račune njihovih prvih imetnikov pri KDD. KDD za vpis izdajatelju zaračuna nadomestilo skladno z vsakokratno veljavno Tarifo klirinškodpotne družbe.

²⁷ Pri posameznih izdajah so bila nadomestila že blizu 0%, ker so storitev ponujale banke, ki so imele interes dobiti in izpeljati posel, pa čeprav brez zaslužka, saj so videle svojo priložnost in zaslužek drugje. Slovenske univerzalne banke torej posle izdaje obveznic ne presojuje posamično, temveč z vidika presojanja celotne dobičkonosnosti strank, ki jo realizirajo tudi z opravljanjem drugih storitev za stranko.

Glede na trenutno veljavno tarifo izdajatelj ob izdaji plača fiksno nadomestilo KDD v višini 472,79 EUR, poleg tega pa plačuje letno nadomestilo za vodenje registra imetnikov obveznic, ki se odmeri v odstotku od nominalne vrednosti izdaje po lestvici, navedeni v tabeli 9, in se deli s številom let do zapadlosti.

Tabela 9: Letno nadomestilo za vodenje registra imetnikov obveznice

Nominalna vrednost izdaje		% od nominalne vrednosti izdaje	ne manj kot
od vključno	do vključno		
	4.170.000,00 EUR	0,2552%	572,86 EUR
4.170.001,00 EUR	20.860.000,00 EUR	0,1672%	10.649,30 EUR
20.860.001,00 EUR	41.725.000,00 EUR	0,1056%	34.885,66 EUR
41.725.001,00 EUR	208.645.000,00 EUR	0,0440%	44.066,10 EUR
in nad 208.645.001,00 EUR		0,0220%	91.804,38 EUR in največ 146.887,00 EUR

Vir: Tarifa klirinškodopotne družbe z vključenimi spremembami in dopolnitvami z dne 11. 12. 2008, 15. člen.

6.3.2 Stroški Agencije za trg vrednostnih papirjev

Kot pravna podlaga za nadomestilo za odločanje o zahtevi za potrditev prospekta, ki ga izdajateljem zaračunava ATPV, se uporablja drugi odstavek tarifne številke 3 Tarife o taksah in nadomestilih (Uradni list RS, št. 54/08). Ta določa, da znaša taksa za potrditev prospekta 1.250 točk (trenutno veljavna vrednost točke je 4 EUR).

6.3.3 Stroški Ljubljanske borze

Na podlagi Cenika za storitve Ljubljanske borze, d.d., Ljubljana izdajatelj pred uvrstitvijo obveznic v trgovanje plača nadomestilo za odločanje v višini 400,00 EUR in pristojbino za uvrstitev obveznic v trgovanje, ki znaša 1.600,00 EUR. Poleg tega je potrebno plačati še letno pristojbino za vzdrževanje kotacije, ki znaša 1.200,00 EUR. K vsem tem zneskom je potrebno prišteti še davek na dodano vrednost v višini 20%.

6.4 Izračun skupnih stroškov izdaje obveznic in primerjava s stroškom najema posojila

Na tem mestu bomo prikazali izračun celotnih stroškov izdaje obveznic. Glede na to, da na stroške izdaje obveznic, izražene relativno, vpliva velikost izdaje in ročnost obveznice, bomo prikazali izračun stroškov za nekaj različnih primerov. Predpostavili bomo, da je strošek investicijske banke 0,75% od vrednosti izdaje (npr. da gre za izdajo z obveznostjo odkupa).

Metoda »all-in cost« upošteva vse zgoraj navedene stroške (obrestne stroške, stroške investicijske banke, stroške KDD, stroške ATPV in stroške Ljubljanske borze), in sicer tako, da se stroški upoštevajo glede na časovno dinamiko njihovega plačila (denarni tokovi plačil

stroškov). Izračun izvedemo s pomočjo MS Excela, kjer izračunamo notranjo stopnjo donosa (uporabimo funkcijo XIRR, angl. *modified internal rate of return*) vseh plačil stroškov, ki jih pravilno razporedimo skozi obdobje do zapadlosti obveznice. Rezultat lahko prikažemo na dva načina, in sicer kot:

- pribitek v bazičnih točkah na obrestno mero oz. donosnost do dosvetja, ali
- odstotek od velikosti izdaje obveznic.

Najprej naredimo izračun vseh stroškov izdaje, razen obrestnih, da dobimo prikaz odvisnosti neobrestnih stroškov od ročnosti obveznice in velikosti izdaje.

Tabela 10: Prikaz neobrestnih stroškov izdaje obveznic za različne ročnosti in velikosti izdaj

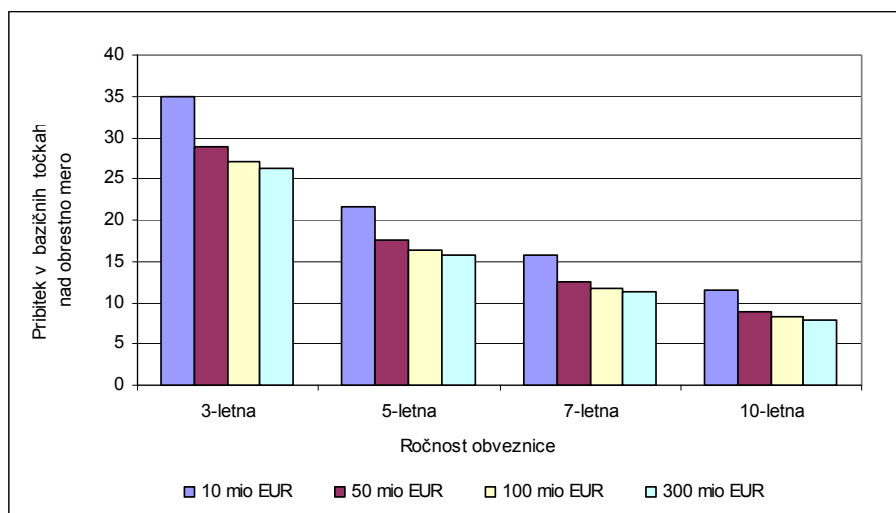
Ročnost	Velikost izdaje			
	10 mio EUR	50 mio EUR	100 mio EUR	300 mio EUR
3-letna	35,0 b.t. nad OM 1,04% od VI	28,9 b.t. nad OM 0,86% od VI	27,0 b.t. nad OM 0,81% od VI	26,3 b.t. nad OM 0,78% od VI
5-letna	21,6 b.t. nad OM 1,07% od VI	17,5 b.t. nad OM 0,87% od VI	16,3 b.t. nad OM 0,81% od VI	15,8 b.t. nad OM 0,79% od VI
7-letna	15,8 b.t. nad OM 1,10% od VI	12,6 b.t. nad OM 0,88% od VI	11,7 b.t. nad OM 0,81% od VI	11,3 b.t. nad OM 0,79% od VI
10-letna	11,5 b.t. nad OM 1,15% od VI	8,9 b.t. nad OM 0,88% od VI	8,2 b.t. nad OM 0,82% od VI	7,9 b.t. nad OM 0,79% od VI

Legenda: b.t. – bazične točke, OM – obrestna mera, VI – velikost izdaje.

Vir: Lastni izračuni.

Za boljšo ponazoritev nam bo v pomoč grafični prikaz v sliki 11, iz katerega je razvidno, da so stroški izdaje, izraženi kot pribitek v bazičnih točkah nad obrestno mero, odvisni predvsem od ročnosti obveznice, pa tudi od velikosti izdaje. Stroški padajo z večanjem velikosti izdaje, predvsem pa z daljšo ročnostjo.

Slika 11: Stroški izdaje obveznic v odvisnosti od ročnosti in velikosti izdaje



Vir: Lastni izračuni.

Če neobrestnim stroškom izdaje prištejemo obrestne stroške (zahtevano donosnost do dospetja, ki smo jo prej določili), dobimo rezultate, kot jih prikazuje tabela 11.

Tabela 11: Skupni stroški izdaje za štiri hipotetične slovenske izdajatelje za navadne nezavarovane obveznice različnih ročnosti v odvisnosti od ročnosti in velikosti izdaje

Preostanek ročnosti	Velikost izdaje			
	10 mio EUR	50 mio EUR	100 mio EUR	300 mio EUR
Izdajatelj A: Proizvodno podjetje Aa/AA				
3 leta	3,64%	3,58%	3,56%	3,55%
5 let	4,72%	4,68%	4,66%	4,66%
7 let	5,40%	5,37%	5,36%	5,35%
10 let	5,66%	5,63%	5,62%	5,62%
Izdajatelj B: Banka Aa/AA				
3 leta	4,70%	4,64%	4,62%	4,61%
5 let	5,18%	5,14%	5,12%	5,12%
7 let	5,61%	5,58%	5,57%	5,56%
10 let	5,92%	5,89%	5,88%	5,88%
Izdajatelj C: Proizvodno podjetje Ba/BBB				
3 leta	6,01%	5,95%	5,93%	5,92%
5 let	7,13%	7,09%	7,07%	7,07%
7 let	7,94%	7,91%	7,90%	7,90%
10 let	8,50%	8,47%	8,46%	8,46%
Izdajatelj D: Banka Ba/BBB				
3 leta	6,78%	6,72%	6,70%	6,69%
5 let	7,22%	7,18%	7,16%	7,16%
7 let	7,63%	7,60%	7,59%	7,58%
10 let	8,11%	8,08%	8,07%	8,07%

Vir: Lastni izračuni.

Dobljene stroške izdaje obveznic lahko primerjamo s skupnimi stroški najema posojila enake ročnosti. Pri tem se moramo zavedati omejitev oziroma slabosti takšne primerjave, in sicer:

- interni pravilnik o določanju obrestnih mer, ki ga bomo uporabili pri primerjavi, je samo okvir, po katerem banka določa obrestne mere. Veliki in pomembni komitenti (med katere potencialni izdajatelji obveznic zagotovo sodijo) lahko dobijo posojilo po ugodnejši obrestni meri, kot je določeno v pravilniku, če tako odloči uprava banke;
- vsaka banka ima drugačno politiko določanja obrestnih mer. Ta problem smo skušali zmanjšati s tem, da smo za primer vzeli interni pravilnik o določanju obrestnih mer največje oziroma glede na tržni delež v posojilih najpomembnejše slovenske banke;
- banke so pri dajanju posojil omejene glede višine zneska posojila, ki ga lahko odobrijo posameznemu komitentu. Skladno s 165. členom Zakona o bančništvu (2006 in nadaljnji) izpostavljenost banke do posamezne osebe ne sme presegati 25% njenega kapitala, razen v posebnih primerih. Ker so podjetja pri velikih slovenskih bankah že zadolžena, je zaradi te določbe najem posojila v zneskih, kot jih prikazujemo v analizi, zgolj hipotetičen;

- banke v stanju recesije posojila daljših ročnosti (7 in 10 let) odobravajo le v izjemnih primerih;
- predpostavili smo, da je strošek obdelave prošnje 0,75% od zneska posojila. Višino tega stroška, ki se giblje v razponu od 0,25% do 1,5%, namreč banka podjetju določi glede na njegovo boniteto, preteklo sodelovanje ter glede na ostale subjektivne dejavnike. Strošek obdelave prošnje se plača ob prvem črpanju posojila;
- predpostavili smo, da je posojilo zavarovano s tržnimi vrednostnimi papirji, zaradi česar smo lahko zanemarili stroške vzpostavitve zavarovanja posojila. Ti stroški bi bili namreč v primerih zavarovanja s hipoteko na nepremičnini, z zastavo netržnih vrednostnih papirjev ali deležev v podjetjih lahko zelo visoki, saj je potrebna cenitev omenjenega premoženja, ki jo plača posojiljemalec.

V nadaljevanju sledi prikaz izhodiščnih obrestnih mer za posojila v Novi Ljubljanski banki d.d. Ljubljana za mesec maj 2009. Obrestne mere rastejo z daljšo ročnostjo in slabšo boniteto. V prikazu v tabeli 12 smo zajeli samo prva dva bonitetna razreda.

Tabela 12: Izhodiščne aktivne nespremenljive obrestne mere za maj 2009 v NLB d.d.

Ročnost	Izhodiščna nespremenljiva obrestna mera	
	Bonitetni razred I	Bonitetni razred II
3 leta	6,87%	7,62%
5 let	7,28%	8,03%
7 let	7,76%	8,51%
10 let	7,99%	8,74%

Vir: Sklep o obrestnih merah NLB d.d.

Da lahko obrestni meri dodamo strošek obdelave prošnje za odobritev posojila, ga moramo izraziti kot pribitek na obrestno mero. Ker je strošek podan v odstotku od zneska odobrenega posojila, se njegova velikost v odstotku ne spreminja v odvisnosti od zneska, temveč se spreminja le kot pribitek na obrestno mero, in sicer v odvisnosti od ročnosti posojila. Daljša kot je ročnost, manjši je strošek obdelave prošnje.

Tabela 13: Prikaz stroškov obdelave prošnje za različne ročnosti posojila kot pribitek na obrestno mero

Ročnost	Strošek obdelave prošnje
3 leta	25,1 b.t. nad OM
5 let	15,1 b.t. nad OM
7 let	10,8 b.t. nad OM
10 let	7,5 b.t. nad OM

Legenda: b.t. – bazične točke, OM – obrestna mera.

Vir: Lastni izračuni.

V tabeli 14 so prikazani skupni stroški najema posojila, ki so primerljivi s skupnimi stroški financiranja z izdajo obveznic.

Tabela 14: Skupni stroški najema posojila različnih ročnosti z upoštevanjem izhodiščne obrestne mere

Ročnost	Skupni stroški najema posojila	
	Bonitetni razred I	Bonitetni razred II
3 leta	7,12%	7,87%
5 let	7,43%	8,18%
7 let	7,87%	8,62%
10 let	8,07%	8,82%

Vir: Lastni izračuni.

Na podlagi izračunov in uporabljenih predpostavk lahko trdimo, da so stroški financiranja z izdajo obveznic za podjetja in banke na opazovani dan nižji od stroškov financiranja z najemom bančnega posojila. Skupni strošek financiranja z izdajo obveznic namreč znaša med 3,64% in 8,50% (odvisno od bonitete, ročnosti in velikosti izdaje), medtem ko znaša strošek najema posojila med 7,12% in 8,82% (odvisno od bonitete in ročnosti). Kljub izračunu ne moremo sprejeti splošno veljavnega sklepa, katera oblika financiranja je za podjetje cenejša, saj smo uporabili kar nekaj predpostavk, ki morda v konkretnem primeru ne bi držale. Odločitev glede oblike zadolževanja je vedno potrebno presojati za vsak posamezen primer, ko imamo na voljo dejanske oz. trenutne podatke in konkretne posojilne ponudbe bank oz. ponudbe investicijskih bank za izdajo obveznic. Lahko pa, na podlagi izračunov, trdimo, da je financiranje z izdajo obveznic lahko stroškovno upravičena alternativa najemu posojila.

V tabeli 15 na pregleden način povzemamo vrste stroškov, ki jih je potrebno upoštevati v izračunu celotnih stroškov financiranja na oba alternativna načina.

Tabela 15: Pregled stroškov, ki jih upoštevamo pri primerjavi stroškov financiranja z izdajo obveznic in z najemom bančnega posojila

Stroški ob izdaji obveznic	Stroški ob najemu bančnega posojila
• Strošek plačanih obresti • Strošek nadomestila svetovalca pri izdaji • Strošek izdaje obveznic v nematerializirani obliki • Strošek ATP • Strošek Ljubljanske borze	• Strošek plačanih obresti • Strošek obdelave prošnje za odobritev • Morebitni strošek ceditve premoženja namenjenega zavarovanju posojila

Vir: Lastni prikaz.

7 PRAVNI OKVIR IZDAJE OBVEZNIC

Z avgustom 2007 je v Sloveniji začel veljati ZTFI, ki je nadomestil Zakon o trgu vrednostnih papirjev. Pravna podlaga za sprejetje ZTFI je evropska Direktiva 2004/39/ES o trgih finančnih instrumentov (angl. *Market in Financial Instruments Directive*, v nadaljevanju MiFID).

Osnovni nameni MiFID direktive in s tem ZTFI²⁸ so (Podboršek, 2006, str. 37-38):

- postaviti temelje za integrirano in konkurenčno infrastrukturo trgovanja na vseevropskem trgu (direktiva priznava tudi načine trgovanja izven reguliranih trgov, ki so se v praksi razvili že prej);
- določiti visoke standarde preglednosti transakcij, ki so pogoj za nemoteno in učinkovito delovanje kapitalskega trga;
- zaščita interesov vlagateljev nasproti interesom investicijskih podjetij, ki postaja temeljno vodilo pri izvrševanju investicijskih storitev skladno s pravilom najboljše izvedbe (angl. *best execution*)²⁹ in s pomočjo delitve strank na neprofesionalne stranke, profesionalne stranke in primerne nasprotne stranke³⁰.

Z dnem 31. 12. 2003 je stopila v veljavo Prospektna direktiva, ki določa načela, ki jih je potrebno upoštevati pri sestavljanju prospektov. Komisija Evropskih skupnosti je ob upoštevanju Prospektne direktive dne 29. 4. 2004 sprejela Uredbo. Z uveljavitvijo Uredbe je poenotena vsebina prospektov na celotnem območju Evropske unije, kar pomeni prednost tako za vlagatelje kot tudi za izdajatelje. Vlada Republike Slovenije je s tem v zvezi izdala Uredbo o izvajanju Uredbe Komisije (ES), št. 809/2004 z dne 29. aprila 2004 o izvajanju Direktive 2003/71/ES o informacijah, ki jih vsebujejo prospekti in o obliki prospektov, vključitvi informacij s sklicevanjem in objavi teh prospektov in o razširjanju oglaševanj (Ur. RS št. 61/05, 30. junij 2005), s katero je kot pristojni organ v zvezi z izvajanjem Uredbe določila ATVP.

Ključne določbe Prospektne direktive so naslednje (Markovič Čas, 2006, str. 50-52):

- **dolžnost objave prospekta:** pred vsako javno ponudbo ali pred začetkom organiziranega trgovanja je potrebno objaviti prospekt, razen v določenih izjemnih primerih, ko veljajo **oprostitve dolžnosti objave prospekta**;
- **vsebina prospekta:** prospekt mora vsebovati vse informacije, ki so glede na posameznega izdajatelja in vrsto vrednostnih papirjev potrebne, da lahko vlagatelji na njihovi osnovi presodijo finančni položaj, poslovni izid in pričakovanja izdajatelja. Sestavni del prospekta je tudi **povzetek prospekta**, ki kratko in razumljivo povzema bistvene lastnosti vrednostnega papirja in tveganja, vsebovati pa mora tudi izjavo o odgovornosti in opozorilo, da je povzetek prospekta potrebno brati skupaj s prospektom;

²⁸ V ZTFI so vključena osnovna načela direktive, podrobni izvedbeni ukrepi pa so urejeni s podzakonskimi akti.

²⁹ Prilagoditev zahtevam tega pravila povzroča slovenskim bankam največ težav, saj morajo vzpostaviti načine in kriterije za ugotavljanje najboljše izvedbe določene transakcije (glede na ceno, ostale stroške, hitrost).

³⁰ Najbolj zaščiten skupina so neprofesionalne stranke, s katerimi mora investicijsko podjetje še posebej skrbno ravnati, jih seznaniti s tveganji, ipd.

- **veljavnost prospekta** je dvanajst mesecev po objavi, pri čimer ga je ob novih dejavnikih potrebno dopolnjevati z dodatki, ki morajo biti odobreni in objavljeni na enak način kot prospekt;
- **možnost sestave registracijskega dokumenta**, kar pomeni sestavo prospekta v delu, ki se nanaša na izdajatelja, izpuščen pa je del, ki se nanaša na vrednostni papir. Ta del se nato odobri in objavi pred vsakokratno izdajo vrednostnega papirja na podlagi že odobrenega registracijskega dokumenta;
- **odločanje o odobritvi prospekta se lahko prenese na pristojni organ druge države članice**, če le-ta s tem soglaša;
- **način objave prospekta**: prospekt mora biti objavljen na enega izmed naslednjih načinov: v enem ali dveh časopisih, ki se prodajajo na območju celotne države, kjer se ponuja vrednostni papir, v tiskani obliki pri udeležencih trga vrednostnih papirjev in na sedežu izdajatelja, v elektronski obliki na spletni strani izdajatelja, udeleženca trga vrednostnih papirjev ali pristojnega organa matične države članice;
- **način oglaševanja**: v oglasu mora biti navedeno, da je bil v zvezi s ponudbo objavljen prospekt in kje je dostopen vlagateljem. Oglas lahko vsebuje samo informacije, ki so skladne s tistimi v prospektu in ne smejo biti zavajajoče ali netočne. Pristojnost nadzora nad oglaševanjem ima pristojni organ matične države članice.

Za nadzor nad izvajanjem zakonodaje s področja trga finančnih instrumentov je pristojna ATVP, ki izdaja dovoljenja oziroma soglasja in opravlja nadzor ter izvršuje druge naloge in pristojnosti skladno z ZTFI in drugimi zakoni, ki urejajo trg kapitala. Poleg tega ATVP sodeluje pri pripravi podzakonskih aktov, vodi različne registre in izdaja odločbe o prekrških (spletna stran ATVP <http://www.a-tvp.si>). Posebno pozornost, ki se kaže v vseh vidikih njenega delovanja, posveča ATVP zaščiti malih delničarjev.

Posebej naj omenimo še možnost izdajanja obveznic v okviru ponudbenega programa, ki ga ZTFI opredeljuje v svojem 30. členu, in sicer kot »načrt, ki omogoča izdajo dolžniških vrednostnih papirjev, vključno z nakupnimi boni v kateri koli obliki, ki so podobne vrste ali kategorije, stalno ali ponavljajoče se v obdobju, ki je določeno v programu«. Ta možnost pride v poštev predvsem za banke, ki izdajajo obveznice na več ali manj redni osnovi.

Gre za princip izdajanja obveznic, ki ga v tujini poznamo pod imenom MTN program (angl. *Medium Term Note Programme*), katerega pomen je v zadnjih letih močno zrastel. Tako je bilo leta 1996 v okviru MTN programa izdanih nekaj več kot 100 obveznic, leta 2006 pa se je število izdaj približalo 47.000. Med izdajatelji v okviru MTN programa prevladujejo banke. MTN program je okvirni sporazum oziroma pravni okvir v obliki prospekta, na podlagi katerega lahko izdajatelj v obdobju enega leta izdaja različne vrste dolžniških instrumentov po različnih pogojih, do določenega maksimalnega zneska. Izdajatelj se lahko ob vsakokratni

izdaji fleksibilno odloča glede zneska izdaje, ročnosti, vrste in višine obrestne mere, morebitne podrejenosti, valute in drugih značilnosti obveznice. Po izteku veljavnosti MTN programa se njegova veljavnost podaljšuje (takrat se tudi najlažje zviša znesek izdaje), pri čemer število obnovitev ni omejeno (Lavrič & Skvarča, 2007, str. 35). Bistvena prednost MTN programa je ta, da izdajatelj pripravi prospekt, ki ga potrdi ustrezen organ, samo enkrat, pred vsako posamično izdajo pa se podpiše le dokument, v katerem so določene značilnosti vsakokratne obveznice (angl. *Final Terms* ali *Pricing Supplement*). Tak postopek za izdajatelja pomeni velik prihranek časa in denarja.

Ostalo pravno podlago s področja izdajanja vrednostnih papirjev omenjamo na drugih mestih v magistrskem delu.

8 OBVEZNOSTI IZDAJATELJA GLEDE POROČANJA IN OBVEŠČANJA

V zadnjih letih se je v Sloveniji, vzporedno z razvojem kapitalskega trga, z zorenjem regulative in tudi ozaveščanja vlagateljev in izdajateljev, razvijal in dopolnjeval tudi način in urejenost obveščanja izdajateljev.

Ljubljanska borza d.d., Ljubljana je oblikovala Priporočila javnim družbam za obveščanje (v nadaljevanju: Priporočila), ki temeljijo na veljavni zakonodaji, dobri poslovni praksi ter na podobnih tovrstnih priporočilih drugih držav članic Evropske unije. Namen Priporočil je določiti standard obveščanja javnosti s strani izdajateljev, ki imajo svoje delnice uvrščene v Prvo in Standardno kotacijo, za ostale izdajatelje (tudi izdajatelje obveznic) pa velja, da lahko tem standardom sledijo, saj le tako lahko vlagateljem zagotovijo kakovostne, pravočasne in verodostojne informacije. Priporočila poleg vsebine obveščanja določajo tudi način, na katerega je potrebno objavljati informacije. S tem je vlagateljem omogočena podpora pri sprejemanju njihovih odločitev o nakupu in prodaji vrednostnih papirjev, preprečena je informacijska asimetrija ter možnost trgovanja na podlagi notranjih informacij (Priporočila javnim družbam za obveščanje, 2009, str. 5).

Priporočila se nanašajo na razkritje nadzorovanih informacij, ki jih opredeljuje ZTFI v 106. členu, in sicer so to zlasti:

- letno poročilo in revizorjevo poročilo,
- sprejetje letnega poročila,
- polletno poročilo,
- vmesno poročilo posloводства (velja za izdajatelje delnic),
- vsaka sprememba deleža glasovalnih pravic, o kateri ga je obvestil njegov član organa vodenja ali nadzora,

- vsaka sprememba pomembnega deleža, o kateri ga je obvestil delničar,
- informacija o spremembi deleža lastnih delnic,
- sprememba skupnega števila delnic z glasovalno pravico,
- sprememba vsebine pravic iz vrednostnih papirjev,
- informacija o novih izdajah dolžniških vrednostnih papirjev, in
- notranja informacija, ki je natančneje opredeljena v 373. členu ZTFI, in sicer kot natančna, še neobjavljena informacija, ki se nanaša na izdajatelja ali na finančni instrument in ki bi, če bi postala javna, verjetno pomembno vplivala na ceno tega finančnega instrumenta ali z njim povezanega izvedenega finančnega instrumenta.

S trenutkom, ko izdajatelj svoje vrednostne papirje (velja tudi za izdajatelje obveznic) uvrsti v trgovanje na organiziranem trgu, postane skladno z 99. členom ZTFI javna družba, kar pomeni, da zanj veljajo določbe 3. poglavja ZTFI, ki določa obveznosti glede razkrivanja nadzorovanih informacij.

Nadzor nad izpolnjevanjem obveznosti razkrivanja nadzorovanih informacij je skladno s 142. členom ZTFI v pristojnosti ATVP. Določene pristojnosti nad spremljanjem in preverjanjem izpolnjevanja teh obveznosti ima tudi Ljubljanska borza, ki skladno z 69. členom Pravil borze spremlja in preverja izpolnjevanje obveznosti razkrivanja nadzorovanih informacij na podlagi prejetih obvestil izdajateljev, njihovih javnih objav, dostopnih informacij v medijih, morebitnih obvestil s strani tretjih oseb in nadpovprečnih odstopanj pri trgovanju z vrednostnim papirjem.

Ljubljanska borza ima v primeru suma na kršitev skladno s 70. členom Pravil borze na voljo več možnih ukrepov:

- izdajatelja pozove, da pojasni razloge za neizpolnjevanje obveznosti glede objave nadzorovanih informacij;
- začasno zaustavi trgovanje z vrednostnim papirjem; ali
- o sumu kršitve obvesti ATVP.

ATVP predvideva, da naj bi se jeseni 2009 začel uporabljati sistem za centralno shranjevanje nadzorovanih informacij, ki ga predpisuje 137. člen ZTFI. Omenjeni sistem bo predstavljal enotno informacijsko točko, v katero bodo vse javne družbe vlagale nadzorovane informacije in bo pomembna pridobitev za vlagatelje in izdajatelje, kajti ne bo jim potrebno več posebej obveščati ATVP ob vsaki objavi nadzorovane informacije (Okrožnica javnim družbam, 2009, str. 7).

SKLEP

Slovenija sodi med bančna gospodarstva, kar se kaže v pretežnem financiranju gospodarskih subjektov z bančnimi posojili, le malo pa je takih, ki se financirajo preko trga kapitala. Razlog je na eni strani slaba razvitost slovenskega trga kapitala, na drugi strani pa pri nas obstaja relativno majhno število podjetij in bank, ki sodijo med potencialne izdajatelje. Njihovo število je relativno nizko, ker mora biti podjetje veliko, imeti dobro boniteto, jasno strategijo razvoja oziroma dobičkonosno načrtovano investicijo oziroma projekt, za katerega bo namenilo sredstva od izdanih obveznic. Ostala podjetja, razen če imajo na voljo kvalitetno zavarovanje, so glede financiranja omejena na bančna posojila, saj bi bili za njih stroški financiranja z izdajo obveznic previsoki.

Kljub zavedanju, da je Slovenija z vidika števila primarnih izdaj obveznic majhen trg, sem v nalogi želela prikazati, kakšen je učinkovit pristop k izdaji obveznic, kateri so dejavniki, ki jih mora izdajatelj upoštevati in kakšni so celotni stroški izdaje obveznic na slovenskem trgu ter na ta način preveriti hipotezo, da je izdaja obveznic za nekatera slovenska podjetja in banke primeren ter stroškovno upravičen način financiranja.

Najpomembnejša značilnost obveznice, od katere je odvisen uspeh prodaje in strošek financiranja za izdajatelja, je cena obveznice, ki se izrazi v donosnosti do dospelja. Donosnost do dospelja določene obveznice je odvisna od ravni netvegane donosnosti in od kreditnega pribitka, ki je odvisen od več dejavnikov, največ od kreditnega tveganja izdajatelja. Da je donosnost obveznice odvisna od bonitete izdajatelja, sem dokazala s statistično analizo variance in Bonferronijevim Post Hoc preizkusom. Donosnost do dospelja ni enaka za vse ročnosti obveznice določene bonitete, običajno se z ročnostjo viša.

Glede na veljavno zakonodajo, značilnosti slovenskih izdajateljev in vlagateljev je za izdajatelje načeloma bolj priporočljiv način prodaje obveznic preko zaprte ponudbe, t.j. preko ponudbe omejenemu krogu vlagateljev. V tem primeru pred ponudbo ni potrebno sestaviti in objaviti prospekta. Prospekt je potrebno objaviti pred uvrstitvijo obveznice v trgovanje na organiziranem trgu, za kar se odloča večina izdajateljev, ki svoje obveznice ponudi v zaprti prodaji. Razlog je v tem, da institucionalni vlagatelji sodelujejo pri nakupu obveznic le pod pogojem, če so le-te po končani izdaji uvrščene na organiziran trg. Na ta način obveznice formalno postanejo tržni vrednostni papir, s čimer institucionalni vlagatelji zadostijo svojim naložbenim politikam. Ko izdajatelj svoje vrednostne papirje uvrsti v trgovanje na organiziranem trgu, postane javna družba, s čimer zapade pod obveznost razkrivanja nadzorovanih informacij.

V nalogi sem izračunala stroške izdaje obveznice preko zaprte ponudbe, pri čemer sem v izračunu upoštevala tako obrestne stroške (donosnost do dospelja), kot tudi vse ostale stroške.

Izračun sem izvedla na osnovi nekaj predpostavk, in sicer sem si zamislila štiri različne izdajatelje (dveh bonitet iz panog bančništva in proizvodnje), obveznice štirih različnih ročnosti in štirih različnih velikosti izdaj. Najprej sem na določen izbrani datum pogledala tržne podatke o donosih primerljivih nemških in slovenskih državnih obveznic ter cenah obrestnih zamenjav in predpostavila premijo za nelikvidnost slovenskih obveznic. Na podlagi teh podatkov sem dobila paleto zahtevanih donosnosti za obveznice različnih ročnosti za izbrane štiri izdajatelje. Donosnostim sem prištela še ostale stroške izdaje, pri čemer sem predpostavila stroške odkupa s trdno zavezo v višini 0,75% od zneska izdaje in stroške zunanjih institucij skladno z njihovimi veljavnimi tarifami. Stroške sem izračunala s pomočjo »all-in cost« metode, kjer je upoštevana časovna dinamika plačevanja posameznih stroškov. Ugotovila sem, da ti ostali stroški padajo z večanjem velikosti izdaje, predvsem pa z daljšo ročnostjo. Nato sem ostale stroške prištela k obrestnim stroškom in dobila skupne stroške izdaje, izražene v odstotkih. Izračunani skupni stroški so znašali od 3,64% za najnižjo ročnost (3 leta) za proizvodno podjetje Aa/AA bonitete, do 8,50% za najvišjo ročnost (10 let), za proizvodno podjetje Ba/BBB bonitete.

Za primerjavo sem analizirala še stroške, ki bi jih imeli ti isti izdajatelji, če bi se namesto za izdajo obveznic odločili za financiranje z najemom bančnega posojila. Na podlagi nekaterih predpostavk sem ugotovila, da so skupni stroški najema bančnega posojila med 7,12% in 8,82%,

Na podlagi uporabljenih predpostavk in izračuna stroškov ter glede na spoznanja o prednosti in omejitvah obveznic kot instrumenta financiranja podjetij in bank ugotavljam, da so obveznice za subjekte dobre bonitete primeren in stroškovno ugodnejši instrument financiranja v primerjavi z bančnim posojilom. Kljub temu je potrebno vsako odločitev o konkretnem financiranju sprejeti na osnovi primerjave več ponudb bank ter jo presojati na podlagi vsakokratne tržne situacije.

Na tem mestu povzemam še ključne ugotovitve glede specifičnih značilnosti slovenskega trga bančnih in podjetniških obveznic v primerjavi z razvitejšimi trgi, in sicer: a.) obveznica je na slovenskem trgu kapitala relativno nov finančni instrument, b.) obseg sredstev, ki ga slovenski institucionalni vlagatelji namenjajo za nakup domačih nedržavnih obveznic, ne zadošča za pokrivanje potreb izdajateljev na slovenskem finančnem trgu, c.) obveznice se v Sloveniji ponujajo v zaprtih krogih vlagateljev, med katerimi so daleč največji vlagatelji banke, č.) gospodinjstva večinoma niso seznanjena z obveznico kot naložbeno možnostjo, d.) izdajatelji obveznic so večinoma banke, medtem ko se podjetja redko pojavijo med izdajatelji, e.) do sedaj izdane obveznice so večinoma enostavne oziroma nestrukturirane, f.) vse do sedaj izdane obveznice so bile ponujene v samostojnih izdajah, torej še ni bil uporabljen princip izdaje na podlagi ponudbenega programa, g.) zaradi omejenega števila izdaj slovenskih

državnih obveznic in njihove nizke likvidnosti nedržavni izdajatelji pri določanju zahtevane donosnosti svojih obveznic za primerljivo osnovo raje vzamejo nemške državne obveznice, h.) sekundarni trg obveznic je izrazito nelikviden, i.) neobrestni stroški izdaje obveznic v Sloveniji so bistveno nižji kot v tujini, saj za izdajo ni potrebno imeti izdelane mednarodne bonitetne ocene, niti ni potrebno sodelovanje odvetniških pisarn pri pripravi ponudbene dokumentacije.

LITERATURA IN VIRI

1. Altunbaş, Y., Kara, A. & Marqués-Ilbáñez, D. (2009, marec 2009). *Large debt financing: Syndicated loans versus corporate bonds*. ECB Working paper series. Najdeno 23. maja 2009 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp1028.pdf>
2. Badu, Y. A., Daniels, K. N. & Amagoh, F. (2002). An empirical analysis of net interest cost, the probability of default and the credit risk premium: a case study using the Commonwealth of Virginia. *Managerial Finance*. Najdeno 9. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://www.emeraldinsight.com.nukweb.nuk.uni-lj.si/Insight/viewPDF.jsp?contentType=Article&Filename=html/Output/Published/EmeraldAbstractOnlyArticle/Pdf/0090280404.pdf>
3. *Bond Basics: What Are Interest Rate Swaps and How Do They Work?* (2008, januar). Pimco. Najdeno 15. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.pimco.com/LeftNav/Bond+Basics/2008/Interest+Rate+Swaps+Basics+1-08.htm>
4. Brigham, E. F. & Gapenski, L. C. (1996). *Intermediate financial management*. (5th ed.) Orlando: The Dryden Press.
5. Britten-Jones, M. (1998). *Fixed Income and Interest Rate Derivative Analysis*. Oxford: Butterworth-Heinemann.
6. Cai, N. K., Helwege, J. & Warga, A. (2007, 28. september). *Underpricing in the corporate bond market*. The Review of Financial Studies. Najdeno 9. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://rfs.oxfordjournals.org.nukweb.nuk.uni-lj.si/cgi/reprint/20/6/2021?maxtoshow=&HITS=10&hits=10&RESULTFORMAT=1&title=fixed-income+bonds&andexacttitle=or&andexacttitleabs=and&andexactfulltext=and&searchid=1&FIRSTINDEX=0&sortspec=relevance&fdate=11/1/1990&resourcetype=HWCIT>
7. *Cenik za storitve Ljubljanske borze, d.d., Ljubljana*. (2008). Ljubljana: Ljubljanska borza, d.d., Ljubljana.
8. Choudhry, M. (2004). *Fixed Income Markets – Instruments, Applications, Mathematics*. Singapore: Wiley Finance.
9. Delianedis, G. & Geske, R. (2001). The Components of Corporate Credit Spreads: Default, Recovery, Tax, Jumps, Liquidity And Market Factors. *eScholarship repository*.

- Najdeno 15. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://repositories.cdlib.org/cgi/viewcontent.cgi?article=1025&context=anderson/fin>
10. Directive 2004/39/EC on markets in financial instruments (2004). *Official Journal of the European Union* (30. april 2004).
 11. Direktiva 2003/71/ES Evropskega parlamenta in sveta z dne 4. novembra 2003 o prospektu, ki se objavi ob javni ponudbi ali sprejemu vrednostnih papirjev v trgovanje in o spremembi Direktive 2001/34/ES (2003). *Uradni list Evropske unije* (št. 345/64, 31. december 2003).
 12. Dittmar, R. F. & Yuan, K. (2008, 14. marec). *Do sovereign bonds benefit corporate bonds in emerging markets? The Review of Financial Studies*. Najdeno 9. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://rfs.oxfordjournals.org.nukweb.nuk.uni-lj.si/cgi/reprint/21/5/1983?maxtoshow=&HITS=10&hits=10&RESULTFORMAT=1&title=fixed-income+bonds&andorexacttitle=or&andorexacttitleabs=and&andorexactfulltext=and&searchid=1&FIRSTINDEX=0&sortspec=relevance&fdate=11/1/1990&resourcetype=HWCIT>
 13. Downes, J. & Goodman, J. E. (1987). *Dictionary of Finance and Investment Terms*. U.S.A.: Barron's.
 14. Driessen, J. (2005, 3. november). *Is default event risk priced in corporate bonds? The Review of Financial Studies*. Najdeno 9. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://rfs.oxfordjournals.org.nukweb.nuk.uni-lj.si/cgi/reprint/18/1/165?maxtoshow=&HITS=10&hits=10&RESULTFORMAT=1&title=fixed-income+bonds&andorexacttitle=or&andorexacttitleabs=and&andorexactfulltext=and&searchid=1&FIRSTINDEX=0&sortspec=relevance&fdate=11/1/1990&resourcetype=HWCIT>
 15. Duhovnik, M. (1995). *Dolgoročno financiranje podjetja z vrednostnimi papirji*. Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
 16. Eber, M. (2004). Avkcija kot najbolj razširjen način prodaje državnih vrednostnih papirjev. Ljubljana: *Bančni vestnik*. 53(12), 32-37.
 17. Euro area yield curve. ECB. Najdeno 16. marca 2009 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/stats/money/yc/html/index.en.html>

18. Fabozzi, F. J. & Fabozzi, T.D. (1989). *Bond markets, analysis and strategies*. U.S.A.: Prentice-Hall, Inc.
19. Fabozzi, F. J. (1997). *Fixed income securities*. New Hope: Frank J. Fabozzi Associates.
20. Fabozzi, F. J. (2000). *Fixed Income Analysis – for the Chartered Financial Analyst Program*. U.S.A.: Frank J. Fabozzi Associates.
21. Fabozzi, F. J. , Fabozzi, T. D. & Pollack, I. M. (1991). *The Handbook of fixed Income securities* (3rd ed.) U.S.A.: Business One Irwin.
22. *Finančni računi Slovenije – četrtletna informacija maj 2009*. (2009). Banka Slovenije. Najdeno 13. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.bsi.si/publikacije-in-raziskave.asp?MapaId=922>
23. Gray, S. & Talbot, N. (2006). Developing financial markets. *Bank of England*. Najdeno 20. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://www.bankofengland.co.uk/education/ccbs/handbooks/ccbshb26.htm>
24. Gray, S. (1997). *Government Securities: Primary Issuance*. *Bank of England*. Najdeno 20. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://www.bankofengland.co.uk/education/ccbs/handbooks/ccbshb11.htm>
25. Gregorec, B. (2002). *Primarni trg kapitala kot vir financiranja slovenskih podjetij*. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
26. Guha, D., Hiris, L. & Visviki, D. *Forecasting the Quality Spread Using Business Cycle Indicators*. Najdeno 15. aprila 2009 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=267004
27. *Handbook on Securities Statistics* (2009). Bank for International Settlements, European Central Bank & International Monetary Fund.
28. Haubrich, J. G. (2001). Swaps and swaps yield curve. *Federal Reserve Bank of Cleveland*. Najdeno 16. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://ideas.repec.org/a/fip/fedcec/y2001idec.html>
29. Heakal, R. What is a corporate credit rating? *Investopedia*. Najdeno 19. januarja 2009 na spletnem naslovu <http://www.investopedia.com/articles/03/102203.asp>
30. Hudson, R., Colley, A. & Largan, M. (2000). *The capital markets & financial management in banking*. U.S.A.: The Glenlake Publishing Company, Lth.

31. *International Capital Markets: International Bond Markets* (1991). A DC Gardner Workbook. DC Gardner Group plc.
32. Jernejčič, M. (2003). Domače obveznice v letu 2002. Ljubljana: *Bančni vestnik*, 52(3), 28-31.
33. Kozhemiakin, A. (2007). The Risk premium of corporate bonds – non-monotonically related to credit ratings. *The Journal of Portfolio Management*. Najdeno 9. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://web.ebscohost.com.nukweb.nuk.uni-lj.si/ehost/pdf?vid=2&hid=103&sid=f01911b6-2474-4f64-8076-a9b8ceb0a881%40sessionmgr102>
34. Križaj, D. (2003). Krivulja donosnosti v valuti EUR. *Bančni vestnik*, 52(3), 19-22.
35. Larrain, G., Reisen, H. & Maltzan, J. (1997). Emerging market risk and sovereign credit ratings – working paper no. 124. *OECD Development Centre*. Najdeno 9. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://ideas.repec.org/p/oec/devaaa/124-en.html>
36. Lavrič, D. & Skvarča, M. (2007). Zadolževanje bank v okviru programa MTN. *Bančni vestnik*, 56(11), 34-39.
37. Ljubanović, P. (2005). *Vloga bonitetnih agencij pri listinjenju premoženja*. Diplomsko delo. Ekonomska fakulteta: Ljubljana.
38. Longstaff, F. A., Mithal, S. & Neis, E. (2005). Corporate yealds spreads: default risk or liquidity? New evidence from the credit default swap market. *The Journal of Finance*. Najdeno 9. aprila na spletnem naslovu <http://web.ebscohost.com.nukweb.nuk.uni-lj.si/ehost/pdf?vid=2&hid=108&sid=37731ad7-54e2-4849-a849-b6e68ab999c2%40sessionmgr103>
39. Markovič Čas, A. (2006). Direktiva o prospektu – spremembe na področju trga vrednostnih papirjev. *Bančni vestnik*, 55(4), 48-53.
40. Martellini, L., Priaulet, P. & Priaulet, S. (2008). *Fixed-income securities: valuation, risk management and portfolio strategies*. Chichester: Wiley Finance.
41. Mc Connachie, R. (1997). The retail market for government debt. *Centre for Central Banking Studies – Bank of England*. Najdeno 20. aprila na spletnem naslovu <http://www.bankofengland.co.uk/education/ccbs/handbooks/ccbshb13.htm>
42. *Mesečne in letne statistike Ljubljanske borze – december in leto 2008 - letnik XIV, št. 12/08*. (2008). Ljubljana: Ljubljanska borza.

43. Mishkin, F. S. & Eakins, S. G. (2000). *Financial markets and institutions*. (3rd ed) U.S.A.: Addison – Wesley Longman, Inc.
44. Mizen, P., Tsoukalas, J. & Tsoukas, S. (2008). What influences a firm's decision to issue corporate bonds? *The role of creditworthiness, reputation and incentives*. University of Nottingham. Najdeno 1. maja 2009 na spletnem naslovu http://www.aueb.gr/conferences/Crete2008/papers_doctoral/Tsoukas.pdf
45. Mramor, D. (1993). *Uvod v poslovne finance*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
46. *Naloge in pristojnosti [Agencije za trg vrednostnih papirjev RS]*. Najdeno 19. februarja 2009 na spletnem naslovu <http://www.a-tvp.si/content.asp?IDm=16>
47. *Okrožnica javnim družbam, februar 2009*. Agencija za trg vrednostnih papirjev.
48. Pagano, M. & Von Thadden, E. L. (2004). The European bond markets under EMU. *Oxford Review of Economic Policy*. Najdeno 9. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://oxrep.oxfordjournals.org.nukweb.nuk.uni-lj.si/cgi/reprint/20/4/531?maxtoshow=&HITS=10&hits=10&RESULTFORMAT=1&title=fixed-income+bonds&andorexacttitle=or&andorexacttitleabs=and&andorexactfulltext=and&searchid=1&FIRSTINDEX=10&sortspec=relevance&fdate=11/1/1990&resourcetype=HWCIT>
49. Place, J. (2000). Basic bond analysis. *Bank of England*. Najdeno 20. aprila na spletnem naslovu <http://www.bankofengland.co.uk/education/ccbs/handbooks/pdf/ccbshb20.pdf>
50. Podboršek, U. (2006). Vpliv direktive o trgih finančnih instrumentov na slovenski trg. *Bančni vestnik*, 55(5), 37-42.
51. *Poročilo o finančni stabilnosti*. (2009). Ljubljana: Banka Slovenije.
52. *Poročilo o razvoju 2009*. (2009). Ljubljana: UMAR.
53. *Poročilo o stanju na trgu finančnih instrumentov v letu 2007*. (2008). Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev RS.
54. *Pravila borze (2008)*. Ljubljana: Ljubljanska borza.
55. *Priporočila javnim družbam za obveščanje*. (2009). Ljubljana: Ljubljanska borza.
56. *Private Placements Guide*. (1999). Bank of Montreal Institute for Learning.

57. Rebernik, M. & Repovž, L. (2000). *Od ideje do denarja: podjetniški proces*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
58. *Register izdanih odločb o potrditvi prospekta [Agencije za trg vrednostnih papirjev RS]*. Najdeno 3. marca 2009 na spletnem naslovu <http://www.a-tvp.si/content.asp?IDm=41>
59. Ribnikar, I. (1996). Listinjenje. *Bančni vestnik*, 45(1-2), 48-51.
60. Ribnikar, I. (2001). Razredi ročnosti in/ali lestvica dospetij terjatev in dolgov banke. *Bančni vestnik*, 50 (9), 50-53.
61. Rupnik, K. (2008). *Dejavniki kreditnega razmika v ameriški finančni krizi 2007*. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
62. Schinasi, G. J. & Smith, T. (1998). Fixed-Income Markets in the United States, Europe, and Japan: Some Lessons for Emerging markets. *IMF Working paper*. Washington: International Monetary Fund.
63. Sklep o izračunu kapitala bank in hranilnic (2007). *Uradni list RS*. (Št. 135/2006, 21. december 2006 in 104/2007, 16. november 2007).
64. *Sklep o obrestnih merah NLB d.d. – maj 2009* (2009). Ljubljana: Nova Ljubljanska banka d.d.
65. Sluga, G. (2002). Vloga trga podjetniških obveznic v Sloveniji (1). *Bančni vestnik*, 51(9), 31-33.
66. Sporočilo Komisije o bonitetnih agencijah. (2006). *Uradni list Evropske Unije*. (Št. 2006/C 59/02, 11. marec 2006).
67. Svilan, S. (1990). *Vrednostni papirji – namen in vrste, oblikovanje in trgovanje ter upravljanje*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
68. *Tarifa klirinškodpotne družbe z vključenimi spremembami in dopolnitvami z dne 11. 12. 2008*. (2008). Ljubljana: KDD – centralno klirinško depotna družba d.d., Ljubljana.
69. Tarifa o taksah in nadomestilih. *Uradni list RS*. (Št. 54/2008, 2. junij 2008).
70. The External financing of households and non-financial corporations: a comparison of the Euro area and the United States. (2009). *ECB Monthly Bulletin April 2009*. Frankfurt: ECB.

71. Uredba o izvajanju Uredbe Komisije (ES), št. 809/2004 z dne 29. aprila 2004 o izvajanju Direktive 2003/71/ES o informacijah, ki jih vsebujejo prospekti in o obliki prospektov, vključitvi informacij s sklicevanjem in objavi teh prospektov in o razširjanju oglaševanj (2005). *Uradni list RS*. (št. 61/05, 30. junij 2005).
72. Webber, L. & Churm R. (2007). Decomposing corporate bonds spreads. *Bank of England Quoterly Bulletin*. Najdeno 9. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://web.ebscohost.com.nukweb.nuk.uni-lj.si/ehost/pdf?vid=2&hid=115&sid=37e24f73-0199-41c9-87c5-8927c45829a6%40sessionmgr103>
73. Zadavec, S. (2004). Razvoj slovenskega primarnega trga dolgoročnih državnih vrednostnih papirjev. *Bančni vestnik*, 53(1-2), 64-67.
74. *Zakaj in kako na Ljubljansko borzo*. (2008). Ljubljana: Ljubljanska borza.
75. Zakon o hipotekarni in komunalni obveznici s spremembami in dopolnitvami (2006, 2009). *Uradni list RS*. (Št. 17/2006, 9. februar 2006 in št. 58/2009, 27. julij 2009).
76. Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih - uradno prečiščeno besedilo (2007). *Uradni list RS*. (Št. 2/2007, 9. januar 2007).
77. Zakon o trgu finančnih instrumentov (2007, 2008). *Uradni list RS*. (Št. 67/2007, 27. julij 2007, 100/2007, 2. november 2007 in 69/2008, 8. julij 2008).
78. Zakon o vrednostnih papirjih (1989, 1990, 1991, 1992, 1993, 1994). *Uradni list SFRJ* (Št. 64-977/1989, 83-1293/1989 in 29-550/1990) in *Uradni list RS* (17-599/1991, 55-2515/1992, 30-1298/1993, 66-2402/1993 in 6-267/1994).
79. Zupančič, L. N. (2006). *Investiranje v tuje dolžniške vrednostne papirje kot del naložbene politike pokojninskih družb v Sloveniji*. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

PRILOGE

Priloga 1: Seznam pogosto uporabljenih okrajšav

ATVP	Agencija za trg vrednostnih papirjev RS
BDP	bruto domači proizvod
CDS	credit default swap oziroma pogodba o prenosu kreditnega tveganja
EBITDA	poslovni izid iz poslovanja plus amortizacija
EURIBOR	medbančna referenčna obrestna mera, po kateri so prvovrstne banke znotraj evropske monetarne unije pripravljene dati depozit drugi prvovrstni banki za določeno obdobje
IRS	interest rate swap oziroma cena obrestne zamenjave
KDD	Centralna klirinško depotna družba d.d., Ljubljana
MiFID	Evropska Direktiva 2004/39/ES o trgih finančnih instrumentov
MTN	Medium Term Note Programme oziroma program izdaj obveznic
Priporočila	Priporočila javnim družbam za obveščanje
Prospektna direktiva	Direktiva 2003/71/ES o prospektu, ki se objavi ob javni ponudbi ali sprejemu vrednostnih papirjev v trgovanje in o spremembi Direktive 2001/34/ES
RS	Republika Slovenija
SEONet	sistem elektronskega obveščanja Ljubljanske borze
SIKBH	Sklep o izračunu kapitala bank in hranilnic
SIT	slovenski tolar
Uredba	Uredba o izvajanju Uredbe Komisije (ES), št. 809/2004 z dne 29. aprila 2004 o izvajanju Direktive 2003/71/ES o informacijah, ki jih vsebujejo prospekti in o obliki prospektov, vključitvi informacij s sklicevanjem in objavi teh prospektov in o razširjanju oglaševanj
ZNVP	Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih
ZTFI	Zakon o trgu finančnih instrumentov

Priloga 2: Slovenski prevodi angleških izrazov

accrued interest	natečene obresti
affirmative covenants	pozitivna zavezujoča pogodbeno določila
all-in-cost method	metoda vključitve vseh stroškov in upoštevanja časovne komponente posameznih denarnih tokov
amortizing bon	amortizacijska obveznica
ask price	ponudbena cena
asset beta	beta sredstev
asset-backed bond	obveznica izdana na podlagi listinjenja bančnega premoženja
benchmark	osnova za primerjavo
best efforts	ponudba po najboljših prizadevanjih
best execution	pravilo najboljše izvedbe
bid price	cena povpraševanja
bid-ask spread	razpon med ponudbeno ceno in ceno povpraševanja
bid-price auction	avkcija z diskriminatorno ceno
bullet repayment	odplačilo glavnice v enkratnem znesku ob zapadlosti
call provision	pravica izdajatelja do predčasnega odpoklica obveznice
call risk	tveganje predčasnega odpoklica
cap	obrestna kapica
clean price	cena obveznice brez natečenih obresti
collar	obrestna ovratnica
common-price auction	avkcija z enotno ceno
convertible bond	zamenljiva obveznica
conversion ratio	stopnja zamenjave
coupon	kupon
covenants	zavezujoča pogodbeno določila
credit default swap	pogodba o zamenjavi kreditnega tveganja
credit rating	bonitetna ocena
credit risk	kreditno tveganje
credit spread puzzle	uganka kreditnega pribitka
cross-default clause	določba o navzkrižni kršitvi
day count convention	način štetja dni
debenture	nezavarovana obveznica
default risk	tveganje neplačila ali nepravičasnega plačila
deffered coupon bond	obveznica z odloženim plačilom obresti
disclaimer	uvodno opozorilo
discount	diskont (cena obveznice je nižja od 100%)
downgrade risk	tveganje znižanja bonitetne ocene
dual-currency bond	dvovalutna obveznica

duration	trajanje (obveznice)
EBITDA (earnings before interests, taxes, depreciation and amortization)	poslovni izid iz poslovanja plus amortizacija
embedded option	v obveznico vključena dodatna pravica
event risk	tveganje dogodka
exchange-rate risk	valutno tveganje
face value	glavnica
factoring	odkup terjatev
first call date	prvi možni datum odpoklica
first time issuer	izdajatelj, ki se prvič pojavi na kapitalskem trgu
floater, floating-rate bond	obveznica s spremenljivo obrestno mero
floor	obrestno dno
forfaithing	odstop oziroma prodaja izvozne terjatve brez pravice do regresa
full price, dirty price	cena obveznice z vključenimi natečenimi obrestmi
fully subscribed issue	v celoti prodana izdaja vrednostnega papirja
indenture	pogodba o izdaji obveznice
inflation risk	inflacijsko tveganje
information memorandum	predstavitveni memorandum
interest rate risk	tveganje spremembe obrestne mere
interest rate swap	cena obrestne zamenjave
internal rate of return	notranja stopnja donosa
junk bond	obveznica z zelo visokim tveganjem in visoko zahtevano donosnostjo do dospelja
leasing	zakup
liquidity risk	likvidnostno tveganje
lump sum payment	izplačilo zaostalih obresti v enkratnem znesku
market conversion premium per share	tržna premija zamenjave
maturity value	glavnica
mispriced issue	obveznica z napačno določeno ceno ob izdaji
modified internal rate of return (XIRR)	prilagojena notranja stopnja donosa
mortgage-backed bond	hipotekarna obveznica
negative covenants	negativna zavezujoča pogodbeno določila
negative pledge clause	določba o prepovedi obremenitve izdajateljevega premoženja
offering circular	predstavitveni memorandum
one-to-one meetings	individualni obiski vlagateljev
oversubscribed issue	presežno povpraševanje po izdanem vrednostnem papirju
par value	glavnica
parri passu clause	določba o enakopravnosti upnikov

plain vanilla	navadna obveznica brez posebnih značilnosti
premium	premija (cena obveznice je višja od 100%)
principal amount	glavnica
principal protected bond	obveznica z zajamčenim izplačilom glavnice
private placement	zaprta ponudba
public placement	javna ponudba
purchasing power risk	inflacijsko tveganje
put provision	pravica imetnikov do predčasne vnovčitve obveznice
reinvestmen risk	tveganje reinvestiranja
request for proposal	vabilo k predložitvi ponudb
reset date	datum na začetku obrestnega obdobja, ko se določi dejanska višina obrestne mere
residual spread	preostali pribitek
risk free	netvegan
risk premium	premija za tveganje
roadshow	skupinske predstavitve ponudbe vrednostnega papirja vlagateljem
senior bond	navadna obveznica
serial bond	obročna obveznica
sinking fund	presihajoči sklad
step-up note	obveznica s stopničasto obrestno mero
structured bond	strukturirana obveznica
subordinated bond, junior bond	podrejena obveznica
terms and conditions	značilnosti vrednostnega papirja in ponudbe
trustee	administrativni agent
underpricing	prenizko postavljena cena ob izdaji
undersubscribed issue	nezadostno povpraševanje po izdanem vrednostnem papirju
underwriter	investicijska banka, ki izdajo obveznice izvede na način odkupa s trdno zavezo
underwriting	ponudba z obveznostjo odkupa oz. odkup s trdno zavezo
underwriting agreement	pogodba o izvedbi odkupa s trdno zavezo
underwriting fee	nadomestilo za izvedbo ponudbe z obveznostjo odkupa
winner`s curse	prekletstvo zmagovalca
yield curve	krivulja donosnosti
yield curve risk	tveganje krivulje donosnosti
yield enhanced bond	obveznica s poudarjenim donosom brez zajamčenega izplačila glavnice
yield to maturity	donosnost do dospelja
zero-coupon bond	brezkuponska obveznica

Priloga 3: Seznam bančnih in podjetniških obveznic, ki so kotirale na Ljubljanski borzi dne 31.12.2008 s podatki o tipu obveznice, letnem prometu v letu 2008, tržni kapitalizaciji na dan 31.12.2008 in razmerju med letnim prometom in tržno kapitalizacijo

Zap. Št.	Oznaka obveznice	Izdajatelj	Vrsta izdajatelja	Tip obveznice	Promet v 2008 v EUR	Tržna kapitalizacija na 31.12.2008 v EUR	Koeficient obračanja
1	AB06	Abanka Vipra d.d.	banka	podrejena	7.474	13.567.500	0,1%
2	AB07	Abanka Vipra d.d.	banka	podrejena	634.547	17.040.500	3,7%
3	AB08	Abanka Vipra d.d.	banka	podrejena	0	10.180.000	0,0%
4	AB09	Abanka Vipra d.d.	banka	navadna	667.417	9.631.000	6,9%
5	AB10	Abanka Vipra d.d.	banka	navadna	1.940.829	19.803.000	9,8%
6	AB11	Abanka Vipra d.d.	banka	navadna	415.005	20.802.405	2,0%
7	AB12	Abanka Vipra d.d.	banka	navadna	1.223.767	19.926.075	6,1%
8	BCE10	Banka Celje d.d.	banka	podrejena	2.292.538	31.820.000	7,2%
9	BCE11	Banka Celje d.d.	banka	podrejena	0	50.000.000	0,0%
10	BCE7	Banka Celje d.d.	banka	podrejena	0	10.020.000	0,0%
11	BCE8	Banka Celje d.d.	banka	podrejena	667.991	11.970.000	5,6%
12	BCE9	Banka Celje d.d.	banka	navadna	482.304	20.113.378	2,4%
13	BDM1	NLB d.d.	banka	podrejena	0	12.500.000	0,0%
14	BZ03	NLB d.d.	banka	podrejena	0	5.026.500	0,0%
15	CIM1	Cimos d.d.	podjetje	navadna	154.485	20.560.000	0,8%
16	DEO1	Deos d.d.	podjetje	navadna	0	5.133.062	0,0%
17	DPR1	Delo Prodaja d.d.	podjetje	navadna	327.839	2.033.800	16,1%
18	DRK1	Droga Kolinska d.d.	podjetje	navadna	0	30.000.000	0,0%
19	DRS1	DARS d.d.	podjetje	navadna	0	61.058.831	0,0%
20	DRS2	DARS d.d.	podjetje	navadna	0	61.758.920	0,0%
21	DRS3	DARS d.d.	podjetje	navadna	0	43.414.852	0,0%
22	FB06	Factor banka d.d.	banka	podrejena	57.073	4.196.510	1,4%
23	FB09	Factor banka d.d.	banka	podrejena	32.670	5.867.730	0,6%
24	FB11	Factor banka d.d.	banka	navadna	0	13.481.000	0,0%
25	FB12	Factor banka d.d.	banka	navadna	7.946	9.931.898	0,1%
26	FB14	Factor banka d.d.	banka	navadna	0	11.916.800	0,0%
27	FB15	Factor banka d.d.	banka	podrejena	15.200	9.180.000	0,2%
28	FB16	Factor banka d.d.	banka	podrejena	31.500	5.250.000	0,6%
29	FB17	Factor banka d.d.	banka	navadna	0	25.000.000	0,0%
30	FB19	Factor banka d.d.	banka	navadna	192.600	11.705.265	1,6%
31	FB20	Factor banka d.d.	banka	navadna	604.890	12.959.100	4,7%
32	FB21	Factor banka d.d.	banka	navadna	27.930	7.264.620	0,4%
33	FMR1	FMR d.d.	drugo	navadna	0	5.150.000	0,0%
34	HTB1E	Hoteli Bernardin d.d.	podjetje	navadna	3.047	1.677.250	0,2%
35	KBG1	KB 1909 S.p.A.	drugo	navadna	0	6.150.000	0,0%
36	KBM5	Nova KBM d.d.	banka	navadna	0	25.813.559	0,0%
37	KBM7	Nova KBM d.d.	banka	navadna	5.416.424	28.690.357	18,9%
38	KBM8	Nova KBM d.d.	banka	navadna	4.224.185	29.064.249	14,5%
39	KDH1	KD Holding d.d.	drugo	navadna	410.700	41.000.000	1,0%
40	KDH2	KD Holding d.d.	drugo	navadna	69.300	38.880.000	0,2%
41	ME01	Mercator	podjetje	navadna	159.054	34.713.000	0,5%
42	NLB11	NLB d.d.	banka	navadna	2.632.314	26.102.229	10,1%
43	NLB13	NLB d.d.	banka	navadna	1.688.088	52.634.926	3,2%
44	NLB15	NLB d.d.	banka	navadna	0	55.921.355	0,0%
45	NLB16	NLB d.d.	banka	navadna	11.358.592	31.878.304	35,6%
46	NLB17	NLB d.d.	banka	navadna	4.416.618	40.233.467	11,0%
47	NLB18	NLB d.d.	banka	navadna	0	62.593.500	0,0%
48	NLB19	NLB d.d.	banka	navadna	0	40.894.420	0,0%
49	NLB20	NLB d.d.	banka	navadna	4.165.180	23.827.259	17,5%
50	NLB21	NLB d.d.	banka	navadna	1.643.288	29.001.655	5,7%
51	NLB22	NLB d.d.	banka	navadna	0	29.894.000	0,0%
52	NLB23	NLB d.d.	banka	navadna	0	54.200.000	0,0%
53	NLB24	NLB d.d.	banka	navadna	0	100.000.000	0,0%
54	PBS6	PBS d.d.	banka	navadna	0	4.339.816	0,0%
55	PBS7	PBS d.d.	banka	navadna	0	17.359.264	0,0%
56	PN01	Poteza naložbe d.d.	drugo	navadna	0	5.836.178	0,0%
57	PRB10	Probanka d.d.	banka	navadna	0	30.000.000	0,0%
58	PRB7	Probanka d.d.	banka	podrejena	0	12.240.000	0,0%
59	PRB8	Probanka d.d.	banka	podrejena	0	9.200.000	0,0%
60	PRB9	Probanka d.d.	banka	podrejena	495.700	25.000.000	2,0%
61	PSN1	Poteza skupina d.d.	drugo	navadna	0	15.415.000	0,0%
62	SI01	SID banka d.d.	banka	navadna	0	250.000.000	0,0%
63	SIPBE	Sip strojna industrija d.d.	podjetje	navadna	0	352.935	0,0%
64	SOS2E	Slovenska odškodninska družba	drugo	navadna	81.368.172	657.258.243	12,4%
65	SSR1E	Stanovanjski sklad d.d.	drugo	navadna	35.758	685.384	5,2%
66	SSR3	Stanovanjski sklad d.d.	drugo	navadna	552.899	1.759.923	31,4%
67	VIP6	Abanka Vipra d.d.	banka	podrejena	41.075	250.000	16,4%
68	VIP7	Abanka Vipra d.d.	banka	podrejena	9.147	490.000	1,9%
69	ZT01	Zavarovalnica Triglav d.d.	drugo	podrejena	0	32.610.000	0,0%
		SKUPAJ			128.473.546	2.414.229.019	

Vir: Ljubljanska borza, KDD in lastni izračuni.

Priloga 4: Moody's tranzicijska matrika verjetnosti sprememb bonitetne ocene za ZDA za konec leta 1999

	Verjetnost bonitetne ocene v letu 2000								
		Aaa (%)	Aa (%)	A (%)	Baa (%)	Ba (%)	B (%)	Caa (%)	D (%)
Bonitetna ocena v letu 1999	Aaa	88,66	10,29	1,02	0,00	0,03	0,00	0,00	0
	Aa	1,08	88,70	9,55	0,34	1,15	0,15	0,00	0,03
	A	0,06	2,88	90,21	5,92	1,74	0,18	0,01	0,01
	Baa	0,05	0,34	7,07	85,24	6,05	1,01	0,08	0,16
	Ba	0,03	0,08	0,56	5,68	83,57	8,08	0,54	1,46
	B	0,01	0,04	0,17	0,65	6,59	82,70	2,76	7,06
	Caa	0,00	0,00	0,66	1,05	3,05	6,11	62,97	26,16
	D	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	100

Priloga 5: Rezultati analize variance in Bonferronijevega post hoc testa

Tabela 1: Opis vzorcev

Ime vzorca	Število enot v vzorcu	Aritmetična sredina	Standardni odklon	95% interval zaupanja za aritmetično sredino	
				Spodnja meja	Zgornja meja
BUND	401	3,73234	0,497434	3,68351	3,78118
AA	402	4,73372	0,243512	4,70984	4,75759
A	402	5,41244	0,339442	5,37916	5,44572
BBB	402	7,11533	0,857853	7,03122	7,19944
Skupaj	1.607	5,24940	1,344741	5,18360	5,31520

Tabela 2: Analiza variance

	Vsota kvadratov	Stopinje prostosti	Povprečje kvadratov	F preizkus	Stopnja značilnosti
Med skupinami	2.440,118	3	813,373	2.809,636	0,000
Znotraj skupin	464,059	1.603	0,289		
Skupaj	2.904,176	1.606			

Tabela 3: Bonferronijev post hoc preizkus

Ime vzorca		Razlika med aritmetičnima sredinama	Standardna napaka	Stopnja značilnosti	95% interval zaupanja	
					Spodnja meja	Zgornja meja
BUND	AA	-1,001374	0,037975	0,000	-1,10169	-0,90106
	A	-1,680100	0,037975	0,000	-1,78041	-1,57979
	BBB	-3,382987	0,037975	0,000	-3,48330	-3,28268
AA	BUND	1,001374	0,037975	0,000	0,90106	1,10169
	A	-,678726	0,037951	0,000	-0,77897	-0,57848
	BBB	-2,381613	0,037951	0,000	-2,48186	-2,28136
A	BUND	1,680100	0,037975	0,000	1,57979	1,78041
	AA	,678726	0,037951	0,000	0,57848	0,77897
	BBB	-1,702887	0,037951	0,000	-1,80314	-1,60264
BBB	BUND	3,382987	0,037975	0,000	3,28268	3,48330
	AA	2,381613	0,037951	0,000	2,28136	2,48186
	A	1,702887	0,037951	0,000	1,60264	1,80314