

**UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA**

**DIPLOMSKO DELO**

**PRIMERJAVA TRGOV DRŽAVNIH OBVEZNIC V  
SLOVENIJI, AVSTRIJI IN NA MADŽARSKEM**

**Ljubljana, julij 2003**

**MATEJA HROVAT**

## **IZJAVA**

Študentka Mateja Hrovat izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom dr. Zdenka Prohaske in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 18.07.2003

Podpis: \_\_\_\_\_

# KAZALO

<b>UVOD</b> .....	<b>1</b>
<b>1. OBVEZNICE</b> .....	<b>2</b>
1.1. OPREDELITEV POJMA OBVEZNICE .....	2
1.2. VRSTE OBVEZNIC .....	3
1.2.1. Vrste obveznic glede na obrestno mero .....	3
1.2.2. Vrste obveznic glede na pravice izdajateljev in investitorjev .....	3
1.2.3. Vrste obveznic glede na kraj izdaje.....	3
1.3. VREDNOTENJE OBVEZNIC .....	4
1.3.1. Determinante cene obveznice.....	5
<b>2. JAVNOFINANČNI PRIMANJKLJAJ IN JAVNI DOLG V SLOVENIJI, AVSTRIJI IN NA MADŽARSKEM</b> .....	<b>5</b>
<b>3. TRG DRŽAVNIH OBVEZNIC V SLOVENIJI</b> .....	<b>7</b>
3.1. REGULATIVA .....	7
3.1.1. Regulacija in način izdaje državnih obveznic .....	7
3.1.1.1. Avkcije .....	8
3.1.2. Davki .....	10
3.2. UDELEŽENCI NA TRGU DRŽAVNIH OBVEZNIC .....	10
3.2.1. Sistem udeležencev primarnega trga.....	10
3.2.2. Struktura investitorjev v državne obveznice .....	10
3.3. STRUKTURA DRŽAVNIH OBVEZNIC .....	11
<b>4. TRG DRŽAVNIH OBVEZNIC V AVSTRIJI</b> .....	<b>14</b>
4.1. REGULATIVA .....	14
4.1.1. Regulacija in način izdaje državnih obveznic .....	14
4.1.1.1. Evropski program za srednjeročne obveznice .....	14
4.1.1.2. Program za izdajo dolga .....	15
4.1.1.3. Avkcije .....	15
4.1.2. Davki .....	17
4.2. UDELEŽENCI NA TRGU DRŽAVNIH OBVEZNIC .....	18
4.2.1. Sistem udeležencev primarnega trga.....	18
4.2.2. Struktura investitorjev v državne obveznice .....	18
4.3. SRUKTURA DRŽAVNIH OBVEZNIC .....	19
<b>5. TRG DRŽAVNIH OBVEZNIC NA MADŽARSKEM</b> .....	<b>21</b>
5.1. REGULATIVA .....	21
5.1.1. Regulacija in način izdaje državnih obveznic .....	21
5.1.1.1. Avkcije .....	21
5.1.2. Davki .....	24
5.2. UDELEŽENCI NA TRGU DRŽAVNIH OBVEZNIC .....	24
5.2.1. Sistem udeležencev primarnega trga.....	24
5.2.2. Omrežje poslovalnic državne Zakladnice .....	25
5.2.3. Struktura investitorjev v državne obveznice .....	25
5.3. STRUKTURA DRŽAVNIH OBVEZNIC .....	26

<b>6. PRIMERJAVA TRGOV DRŽAVNIH OBVEZNIC.....</b>	<b>28</b>
6.1. REGULATIVA IN NAČIN IZDAJE DRŽAVNIH OBVEZNIC.....	28
6.2. UDELEŽENCI NA TRGU DRŽAVNIH OBVEZNIC .....	31
6.2.1. Primerjava sistema udeležencev primarnega trga .....	31
6.2.2. Primerjava strukture investitorjev .....	32
6.3. TRGOVANJE Z DRŽAVNIMI OBVEZNICAMI .....	34
6.3.1. Primerjava strukture državnih obveznic.....	34
6.3.2. Primerjava likvidnosti državnih obveznic.....	35
6.3.2.1. Definicija likvidnosti .....	35
6.3.2.2. Posledice nelikvidnosti .....	35
6.3.2.3. Mere likvidnosti.....	36
6.3.2.4. Primerjava likvidnosti državnih obveznic .....	37
6.3.3. Primerjava donosnosti državnih obveznic.....	39
6.3.3.1. Krivulje donosnosti .....	39
6.3.3.2. Primerjava krivulj donosnosti državnih obveznic.....	40
<b>SKLEP .....</b>	<b>41</b>
<b>LITERATURA .....</b>	<b>44</b>
<b>VIRI.....</b>	<b>45</b>
<b>SLOVARČEK TUJIH IZRAZOV</b>	
<b>PRILOGE</b>	

## UVOD

V začetku maja 2004 naj bi Slovenija postala članica Evropske unije, v Ekonomsko in monetarno unijo (EMU) pa naj bi po sedanjih pričakovanjih vstopili v letu 2007. To pa med drugim pomeni, da bo slovenski trg državnih obveznic sčasoma postal del evropskega enotnega finančnega trga.

Na evropskem trgu državnih obveznic smo že nekaj let priča številnim pomembnim spremembam, največjo od vseh pa je povzročila prav uvedba evra kot skupne valute članic EMU. Državne zakladnice, ki so imele predtem monopolni položaj na domačih trgih državnega dolga, so se znašle v konkurenčnem boju za finančna sredstva. Večja konkurenčnost je povzročila spremembe v načinu izdajanja državnih obveznic. Najbolj uporabljan je postal sistem udeležencev primarnega trga, čeprav nekateri manjši izdajatelji še vedno uporabljajo izdajanje preko sindikatov, predvsem z namenom doseči čim širšo bazo investitorjev. Izboljšala se je preglednost trgov državnega dolga znotraj posameznih držav EMU, večja konkurenca za finančna sredstva je spodbudila tudi oblikovanje enotnih značilnosti v evrih denominiranih državnih obveznic ter oblikovanje enotnih smernic pri trgovanju z njimi. Članice EMU so veliko truda vložile v izboljšanje likvidnosti svojih obveznic in s tem v njihovo povečanje privlačnosti za investitorje. Poleg uporabe sistema udeležencev primarnega trga so povečale velikosti izdaj posameznih državnih obveznic in jim tako omogočile status referenčnih obveznic. Večje države še vedno izdajajo obveznice na vseh segmentih krivulje donosnosti, medtem ko so manjše države omejile število izdaj obveznic ter se osredotočile predvsem na povečanje le-teh (Bayle, Thygesen, Santillán, 2000, str. 35-49).

Za investitorje iz držav članic EMU je značilno, da so nadpovprečno usmerjeni v domače dolžniške vrednostne papirje. S 1.1.1999 se je domači trg, na katerem delujejo, razširil. Uvedba evra in z njo povezana odprava tečajnega tveganja ter druge institucionalne spremembe na področju oblikovanja enotnega trga finančnih storitev so spodbudile investitorje k bistveno večji stopnji geografske dizezifikacije in diverzifikacije finančnih instrumentov svojega portfelja. Zaradi odprave tečajnega tveganja sedaj odločitve investitorjev o vlaganjih v državne obveznice temeljijo predvsem na ocenjevanju kreditnega in/ali likvidnostnega tveganja. Investitorji so pokazali večje zanimanje tudi za obveznice z nižjimi bonitetami, saj le-te običajno prinašajo večje donose (Mrak, 1999, str. 11-14; Mrak, 2001, str. 26-29).

Evropski trg državnih obveznic je vsekakor zelo dinamičen in prinaša veliko priložnosti, pa tudi nevarnosti. Izdajanje državnih obveznic je pomemben način financiranja države. Postavlja pa se vprašanje, kako konkurenčni smo v primerjavi s sedanjimi in prihodnjimi članicami EMU. Zato sem se odločila, da bom v diplomskem delu primerjala trge državnih obveznic v Sloveniji in dveh naših sosednjih državah, v Avstriji in na Madžarskem.

Diplomsko delo je sestavljeno iz šestih poglavij, ki jih sestavljajo štirje tematski deli. V uvodnih dveh poglavjih na kratko predstavljam obveznice in njihovo vrednotenje ter grafično prikažem fiskalno stanje v primerjanih državah. V tretjem, četrtem in petem poglavju se osredotočam na značilnosti trgov državnih obveznic v Sloveniji, Avstriji in na Madžarskem. Posvetila sem se predvsem nekaterim značilnostim, ki so po preteklih izkušnjah (če ne upoštevamo makroekonomskih temeljev) pomembne za konkurenčnost države na trgu obveznic in njeno privlačnost za investitorje (International Capital Markets, 1994, str. 20-26, 32,33). Prvi del vsakega poglavja je namenjen pravnemu okviru in predvsem načinu izdajanja domačih državnih obveznic ter obdavčevanju obrestnih dohodkov iz državnih obveznic. Drugi del je posvečen udeležencem na trgu državnih obveznic. Zaradi omejenega obsega diplomskega dela sem se osredotočila le na udeležence primarnega trga in na investitorje v državne obveznice. Udeleženci primarnega trga so nekakšni posredniki med izdajateljem in končnimi investitorji. Seveda nikakor ne smemo prezreti investitorje, saj le-ti s svojimi nakupi državnih obveznic kreditirajo državo. Država pa mora svojo bazo investitorjev poznati, saj imajo različni investitorji različne potrebe. V tretjem delu so predstavljene različne strukture državnih obveznic v posamezni državi. Zadnje, šesto poglavje je namenjeno primerjavi trgov državnih obveznic vseh treh držav, in sicer primerjam ureditev izdaje državnih obveznic in obdavčitev obresti, ki jih prinašajo, sistem udeležencev primarnega trga ter kupce državnih obveznic. Na koncu se posvetim še primerjavi strukture, likvidnosti in donosnosti državnih obveznic. V sklepu na kratko predstavljam še ugotovitve, do katerih sem se dokopala pri izdelavi diplomskega dela.

## **1. OBVEZNICE**

### **1.1. Opredelitev pojma obveznice**

Obveznica je dolgoročen dolžniški vrednostni papir. Izdajatelj obveznice je kreditojemalec, ki se z izdajo obveže k izplačilu določenega prihodnjega denarnega toka kupcu obveznice, t.j. kreditodajalcu. Značilnost prihodnjega denarnega toka je v prvi vrsti določena z nominalno vrednostjo obveznice, kuponsko obrestno mero ter ročnostjo obveznice. Izdajatelj obveznice namreč v določenih časovnih intervalih (ponavadi letno ali polletno) kupcu obveznice izplačuje kupone. Kuponska izplačila so določena s produktom med kuponsko obrestno mero in nominalno vrednostjo obveznice. Ob zapadlosti obveznice pa izdajatelj lastniku obveznice izplača poleg zadnjega kupona še glavnico, t.j. njeno nominalno vrednost.

Odstopanja od opisanih obveznic predstavljajo anuitetne obveznice in brezkuponske obveznice. Za anuitetne obveznice je značilno, da se del nominalne vrednosti izplača (v enem ali več obrokih) pred zadnjim izplačilom kupona, medtem ko brezkuponske obveznice ne vključujejo kuponskih izplačil, pač pa le izplačilo glavnice ob zapadlosti obveznice.

## 1.2. Vrste obveznic

### 1.2.1. Vrste obveznic glede na obrestno mero

- **Obveznice s fiksno obrestno mero**

Za obveznice s fiksno obrestno mero je značilno, da so izplačila obresti določena s produktom med fiksno obrestno mero in glavnico. Če torej nimamo opraviti z anuitetno obveznico, so kuponska izplačila iz obdobja v obdobje enaka.

- **Obveznice s plavajočo obrestno mero**

V tem primeru so izplačila obresti vezana na neko merilo trenutnih obrestnih mer. Za merilo se pogosto uporablja LIBOR (London Interbank Offer Rate). Primer kuponske obrestne mere je npr. LIBOR+2% in se spremeni vsakič, ko se spremeni referenčna obrestna mera, LIBOR.

- **Obveznice z variabilno obrestno mero**

Za njih je značilna spreminjajoča se obrestna mera, način spreminjanja pa je določen v amortizacijskem načrtu obveznice.

### 1.2.2. Vrste obveznic glede na pravice izdajateljev in investitorjev

- **Odpoklicne obveznice**

Odpoklicne obveznice dajejo izdajatelju možnost, da v vnaprej določenem obdobju in po vnaprej določeni ceni odkupi izdane obveznice. Če torej izdajatelj izda obveznico z visoko kuponsko obrestno mero, čez čas pa obrestne mere padejo, je za izdajatelja lahko ugodnejše, da odkupi že izdane obveznice ter izda nove, tokrat z nižjo kuponsko obrestno mero.

- **Obveznice s prodajno opcijo**

Takšne obveznice dajejo pravico investitorju, da izdajatelju proda obveznice. Pravico do prodaje obveznice bo kreditodajalec izkoristil, če bo prišlo do dviga obrestnih mer, saj bo lahko izkupiček od prodaje reinvestiral po višji stopnji donosa<sup>1</sup> (Eiteman, Stonehill, Moffett, 2001, str. 373).

### 1.2.3. Vrste obveznic glede na kraj izdaje

- **Domače obveznice**

Domače obveznice so obveznice, ki so izdane v državi, iz katere izhaja izdajatelj. Če torej država Slovenija izda obveznico na slovenskem finančnem trgu, takšna obveznica spada pod kategorijo domače obveznice. Pri tem je lahko denominirana v domači ali tuji valuti.

---

<sup>1</sup> Ločiti moramo med donosnostjo in donosom. Donosnost ali stopnja donosa je izražena v odstotkih. Donos pa označuje število denarnih enot, ki jih prejme investitor v določenem obdobju (običajno v enem letu) nad vsoto dospele naložbe, pri čemer je dospela naložba tisti del začetne naložbe, ki v določenem obdobju dospe (Prohaska, 1999, str. 63).

- **Tuje obveznice**

Tuje obveznice so obveznice, ki so izdane v drugi državi, kot je država izdajatelja, denominirane pa so v valuti države, v kateri so izdane. Tako je obveznica, ki jo izda Republika Slovenija v Luksemburgu in je denominirana v evrih, tuja obveznica.

- **Evroobveznice**

Evroobveznica je obveznica, ki je izdana v drugi državi, kot je njena valuta denominacije. Pri tem sta država izdajatelja in država, v kateri je obveznica izdana, različni. Slovenska obveznica, izdana v Luksemburgu in denominirana v ameriških dolarjih, je torej evroobveznica.

### 1.3. Vrednotenje obveznic

Vrednost obveznice je enaka diskontirani vrednosti pričakovanih denarnih tokov

$$P = \sum_{i=1}^T \frac{CF_i}{(1+r)^i}$$

kjer  $r$  predstavlja zahtevano stopnjo donosa,  $CF_i$  denarni tok obveznice v obdobju  $i$ ,  $T$  pa število izplačljivih obdobj (v primeru obveznice z letnim izplačilom obresti je torej  $T$  ročnost obveznice). V splošnem je denarni tok obveznice sestavljen iz kuponskih izplačil in izplačil glavnice. Če torej nimamo opraviti z anuitetno obveznico, lahko zapišemo

$$P = \sum_{i=1}^T \frac{\text{obresti}_i}{(1+r)^i} + \frac{\text{glavnica}}{(1+r)^T}$$

Dvig obrestnih mer zmanjša sedanjo vrednost prihodnjih denarnih tokov, zaradi česar cena obveznice pade. Obratno ima padec obrestnih mer za posledico dvig cene obveznice. Za cene obveznic veljajo še naslednja pravila (Bodie, Kane, Marcus, 2001, str. 338):

- Dvig obrestne mere ima za posledico manjši padec cene obveznice, kot je porast cene obveznice v primeru enako velikega padca obrestnih mer.
- Dolgoročne obveznice so bolj občutljive na spremembe v obrestnih merah kot kratkoročne obveznice.
- Ob daljšanju ročnosti obveznic elastičnost cene glede na obrestno mero narašča s padajočo stopnjo.
- Tveganje spremembe obrestnih mer je obratno povezano s kuponsko obrestno mero obveznice. Višja ko je kuponska obrestna mera, manjše je tveganje glede sprememb obrestnih mer.



### 1.3.1. Determinante cene obveznice

Cena obveznice je torej odvisna od pričakovanih denarnih tokov obveznice in od zahtevane stopnje donosa. Pričakovani denarni tokovi so določeni z amortizacijskim načrtom obveznice ter kreditnim tveganjem. Kreditno tveganje je tveganje, da izdajatelj obveznice ne bo mogel oziroma hotel izplačati obresti in/ali glavnice. V praksi se oceno kreditnega tveganja vključi v diskontni faktor, ki je enak za vsa obdobja. V primeru višjega kreditnega tveganja investitor zahteva višjo donosnost, zaradi česar je cena, ki jo je pripravljen plačati, nižja. Seveda se postavlja vprašanje, kako investitorji ocenjujejo kreditno tveganje kreditojemalca. Pri oceni kreditnega tveganja se investitorji v veliki meri zanašajo na bonitetne ocene svetovno priznanih bonitetnih hiš, od katerih sta najpomembnejši Standard&Poor's in Moody's. Njuni bonitetni razredi imajo sicer različne oznake, a za obe velja, da bonitetna ocena sega od 3-kratnega A (AAA pri Standard&Poor's ter Aaa pri Moody's), ki predstavlja najnižje kreditno tveganje, do D, ko kreditojemalec že zaostaja pri izplačilu obresti in/ali glavnice.<sup>2</sup> Tako ima, ceteris paribus, cena obveznice, katere izdajatelj ima bonitetno oceno AAA, višjo ceno kot obveznica, katere izdajatelj ima bonitetno oceno B.

Poleg kreditnega tveganja so najpomembnejše determinante cene obveznice še:

- **Ročnost obveznice.** Kot omenjeno, so obveznice z daljšo ročnostjo bolj izpostavljene tveganju sprememb obrestnih mer na trgu. Zato investitorji v dolgoročneje obveznice zahtevajo premijo za tveganje, ki predstavlja kompenzacijo za višje prevzeto tveganje.
- **Likvidnost obveznice.** Likvidnost obveznice je odvisna od velikosti izdaje ter načina trgovanja. Obveznice velikih izdaj, s katerimi se trguje na organiziranem trgu (npr. New York Stock Exchange) so mnogo bolj likvidne kot obveznice majhnih izdaj, katerih trgovanje poteka preko OTC (over-the-counter) trga. Manjša likvidnost ima za posledico večje razlike med povpraševano in ponudbeno ceno (bid-ask spread) ter večje zahtevane donosnosti in seveda posledično nižjo ceno.
- **Percepcija investitorjev.** Zahtevana stopnja donosa povprečnega nemškega investitorja bo ob vseh enakih karakteristikah (boniteta ocena, likvidnost, ročnost, valuta denominacije) verjetno nižja za nemško podjetniško obveznico kot za slovensko državno obveznico.

## 2. JAVNOFINANČNI PRIMANJKLJAJ IN JAVNI DOLG V SLOVENIJI, AVSTRIJI IN NA MADŽARSKEM

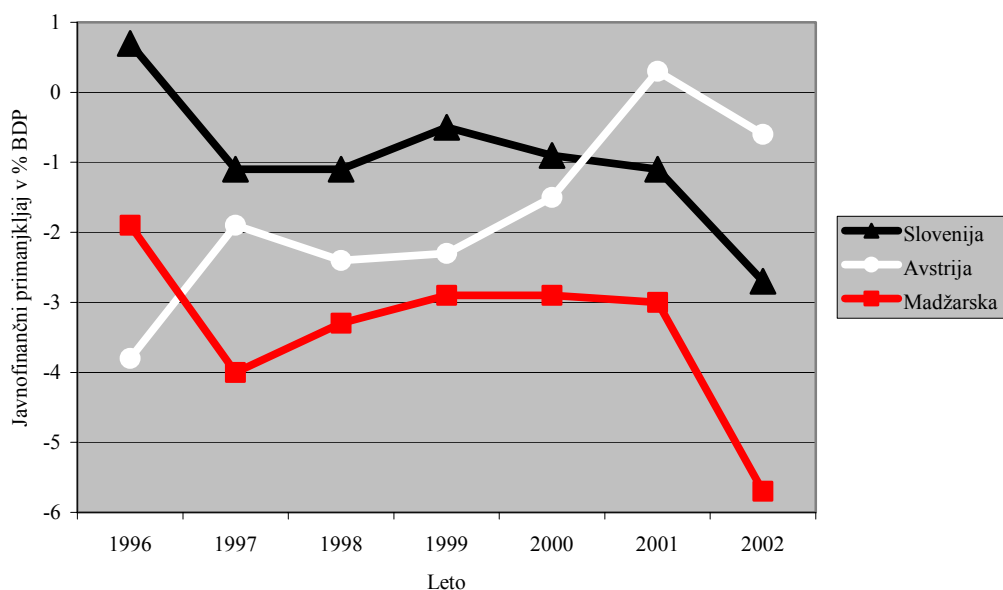
Preden začnemo z raziskovanjem po trgih državnih obveznic v Sloveniji, Avstriji in na Madžarskem, je smiselno, da si oglemo samo fiskalno stanje v vseh treh državah, merjeno z javnofinančnim primanjkljajem v odstotku BDP in z javnim dolgom v odstotku BDP.

---

<sup>2</sup> Razlaga bonitetnih ocen je prikazana v Prilogi 6 na str. XI.

Maastrichtski kriterij za javnofinančni deficit priporoča državam članicam EMU, naj raven javnofinančnega primanjkljaja ne presega 3% BDP. Iz Slike 1 je razvidno, da sta temu kriteriju v letu 2002 ustrezala avstrijski javnofinančni primanjkljaj z 0,6% BDP in slovenski primanjkljaj z 2,7% BDP, medtem ko je bil madžarski primanjkljaj v tem letu precej večji, saj je znašal kar 5,7% BDP. Omenimo še, da je imela Avstrija v letu 2001 celo nekoliko presežka (0,3% BDP) in pa, da utegne biti trend naraščanja javnofinančnega deficita v Sloveniji in na Madžarskem zaskrbljavajoč.

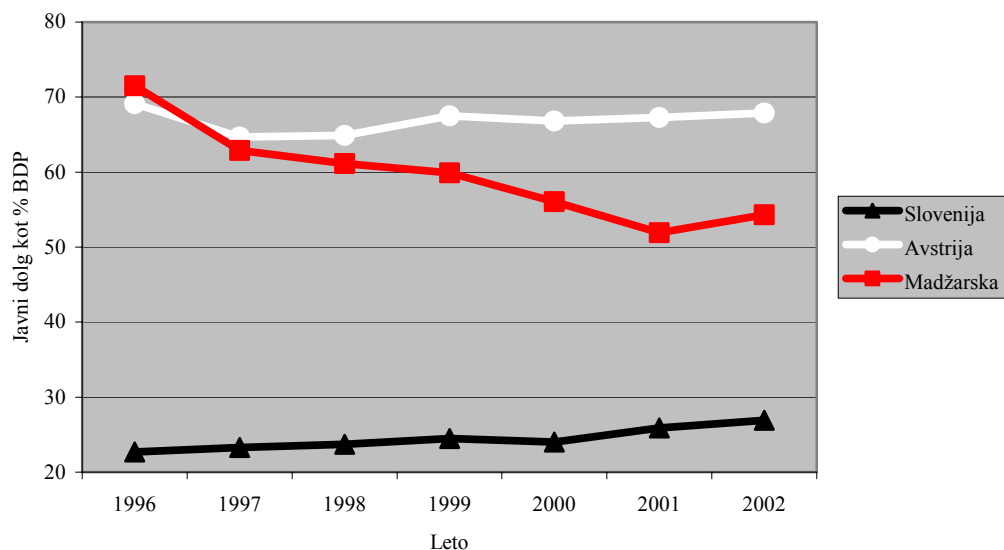
Slika 1: Javnofinančni primanjkljaj Slovenije, Avstrije in Madžarske kot odstotek BDP v obdobju od leta 1996 do leta 2002



Vir: Bilten javnih financ, 2003; Oesterreichische Nationalbank, 2003; Magyar Állampapír, 2003; Government Securities Market, 2001.

Maastrichtski kriterij za javni dolg priporoča državam članicam EMU, naj raven javnega dolga ne presega 60% BDP. Iz Slike 2 (str. 7) lahko ugotovimo, da temu kriteriju ne zadošča Avstrija, saj njen javni dolg v celotnem prikazanem obdobju presega 60% BDP. Madžarska je svoj javni dolg spravila pod to mejo, čeprav je njen javnofinančni deficit, kot smo omenili že prej, precej večji od slovenskega in avstrijskega. Slovenski javni dolg je precej pod Maastrichtsko mejo, saj je v letu 2002 znašal le 26,9% BDP. Opazimo pa lahko trend naraščanja slovenskega javnega dolga, pa tudi naraščanje javnofinančnega primanjkljaja, ki se je že zelo približal meji Maastrichtskega kriterija.

Slika 2: Javni dolg Slovenije, Avstrije in Madžarske kot odstotek BDP v obdobju od leta 1996 do leta 2002



Vir: Bilten javnih financ, 2003; Oesterreichische Nationalbank, 2003; Magyar Állampapír, 2003; Government Securities Market, 2001.

### 3. TRG DRŽAVNIH OBVEZNIC V SLOVENIJI

#### 3.1. REGULATIVA

##### 3.1.1. Regulacija in način izdaje državnih obveznic

Državne obveznice se izdajajo na podlagi sprejetega Programa financiranja državnega proračuna Republike Slovenije za posamezno leto. V imenu Republike Slovenije obveznice izdaja Ministrstvo za finance, in sicer z namenom financiranja potreb proračuna in upravljanja z javnim dolgom (Poročilo o upravljanju z javnim dolgom Republike Slovenije za leto 2001, 2003, str. 11).

V skladu z Zakonom o trgu vrednostnih papirjev (1999) se za javno ponudbo obveznic Republike Slovenije ne uporabljajo določbe o postopku javne ponudbe.

### *3.1.1.1. Avkcije*

Ministrstvo za finance prodaja domače obveznice preko avkcij, katerih značilnosti so (Interna gradiva Ministrstva za finance RS):

#### **a) *Koledar izdaj in postopek izdajanja***

Avkcije državnih obveznic potekajo ob ponedeljkih. V letu 2003 se na vsaki avkciji izdajata po dve obveznici, in sicer izmenjujoče 3-letna obveznica, denominirana v SIT, in 10-letna obveznica, denominirana v EUR, ter na naslednji avkciji 5-letna obveznica, denominirana v SIT, in 15-letna obveznica, denominirana v EUR. Predvideni okvirni znesek posamezne izdaje v letu 2003 je 22 milijard SIT, torej naj bi predvideni okvirni znesek vseh izdaj obveznic v letu 2003 znašal 110 milijard SIT, kar je okoli 471 milijonov EUR.

Štiri delovne dni pred avkcijo (v sredo – T-4) se v časopisih Dnevnik in Finance objavi javni poziv. Prav tako Ministrstvo za finance na ta dan pošlje Agenciji za trg vrednostnih papirjev, Banki Slovenije, Klirinško depotni družbi in Ljubljanski borzi dopis o izdaji obveznic, na ta dan pa prejmejo povabila tudi udeleženci primarnega trga. Avkcija se odvija ob ponedeljkih (T), ko morajo udeleženci primarnega trga oddati svoje ponudbe do 12. ure po lokalnem času. Naslednji dan se sestane komisija za zadolževanje in pripravi predlog odločitve o zadolžitvi. Dva delovna dneva po avkciji (v sredo - T+2) pride do končne odločitve o zadolževanju s strani Ministra za finance. Na ta dan se obvesti ponudnike in širšo javnost o sprejemu ponudb, slednje se obvesti preko Reutersa, predstavnika za stike z javnostjo Ministrstva za finance in na spletnih straneh ministrstva. Do izdaje obveznic in poravnave običajno pride po enem tednu od datuma avkcije, točen datum pa je odvisen tudi od datuma večjih izplačil glavnice in kuponov že izdanih obveznic (Program financiranja državnega proračuna Republike Slovenije za leto 2003, 2003, str. 3). Ministrstvo za finance namreč s tem sterilizira večja izplačila glavnice ali kuponov, tako da ne pride do večjih motenj na finančnem trgu. Kupci obveznic morajo nakazati plačilo na račun Republike Slovenije do 11. ure na ta dan. Drugi delovni dan po poravnavi Ministrstvo za finance pošlje Ljubljanski borzi zahtevek za razširitev kotacije obveznice (v primeru ponovnega odprtja obveznice) ali zahtevek za registracijo obveznice (v primeru nove izdaje), kar potem Ljubljanska borza obravnava na svoji seji (redni ali korespondenčni). Po sprejetju pozitivne odločitve Ljubljanska borza razširi kotacijo ali vpiše novo obveznico v kotacijo v roku treh dni, tako da do trgovanja z obveznicami pride v roku okoli enega tedna po poravnavi.

#### **b) *Sodelujoči na avkcijah***

Na avkcijah lahko neposredno sodelujejo udeleženci primarnega trga, ki jih sestavljajo slovenske banke, borzno posredniške družbe in nekateri drugi udeleženci. Ostale pravne in fizične osebe lahko sodelujejo na avkcijah posredno preko bank in borzno posredniških družb, ki imajo dovoljenje za opravljanje tovrstnih poslov. Povpraševanje teh kupcev lahko banke in borzno posredniške družbe upoštevajo že pri sestavljanju svojih ponudb, s katerimi se odzovejo na povabilo Ministrstva za finance k zbiranju ponudb.

**c) *Predstavitev konkurenčnih ponudb***

V konkurenčnih ponudbah ponudniki navedejo znesek ponudbe in ceno. Ponujena cena za posamezno ponudbo je izražena kot odstotek nominalnega zneska obveznic, zaokrožen na dve decimalni mesti. Vsak ponudnik sme poslati poljubno število ponudb, in sicer v pisni obliki. Najmanjši ponujeni nominalni znesek za nakup obveznic znaša 10 milijonov SIT oziroma 50.000 EUR. Zgornja meja zneska ne obstaja, tako da bi lahko celotno izdajo kupil en sam ponudnik ob ponudbi najbolj ugodne (najvišje) cene, vendar pa se to do sedaj še nikoli ni zgodilo.

**d) *Sprejetje konkurenčnih ponudb***

Vsako prejeta ponudbo Ministrstvo za finance pri izbiri in vrednotenju obravnava posebej kot povsem samostojno ponudbo, ki je lahko sprejeta ali zavrnjena, delno ali v celoti. Ponudbe vseh ponudnikov so razvrščene po vrsti od ponudbe z najvišjo ceno do ponudbe z najnižjo ceno. V izbor ponudb, ki se sprejmejo, se ponudbe uvrščajo po vrsti v skladu s takšno razvrstitvijo, dokler skupni nominalni znesek obveznic uvrščenih ponudb ne doseže skupnega nominalnega zneska izdaje ali dokler ni dosežena najnižja cena, ki jo je Ministrstvo za finance pripravljeno sprejeti.

Vse ponudbe, pri katerih je ponujena cena enaka kot pri ponudbi, z uvrstitvijo katere bi skupni nominalni znesek uvrščenih ponudb presegel skupni nominalni znesek vseh ponudb, ki ga je Ministrstvo za finance pripravljeno sprejeti, se uvrstijo delno. Vsaka takšna ponudba je sprejeta v delu, ki je enak razmerju med skupnim nominalnim zneskom ponudb, ki ga je Ministrstvo za finance pripravljeno sprejeti po takšni ceni, in skupnim nominalnim zneskom ponudb s takšno ceno (zaokroženo na eno obveznico).

Sprejetje ponudb udeležencev primarnega trga je odvisno od različnih faktorjev, in sicer od likvidnostnih potreb, tržnih obrestnih mer in od tega, za katero izdajo gre. Če gre za prvo izdajo, se Ministrstvo za finance pri izdaji orientira bolj na tržne razmere, če pa je to že naslednja izdaja, je pomembnejši znesek ponudb, saj je potrebno gledati, koliko možnega zneska za izdajo je še preostalo do zapolnitve nominalnega zneska, objavljenega v prospektu. Vsake dodatne spremembe prospekta je potrebno navesti v dodatku k prospektu.

**e) *Delež Zakladnice v avkcijski izdaji***

Ministrstvo za finance lahko velikost avkcijske izdaje poveča (ni določeno za koliko), in sicer z namenom uravnavanja likvidnosti proračuna in upravljanja z javnim dolgom (s tem je mišljeno predčasno odplačilo obveznic, če se lahko država glede na trenutne tržne razmere zadolži ceneje oziroma s cenejšo izdajo obveznic).

**f) *Zamenjava stare izdaje obveznic z novo izdajo***

Stare izdaje obveznic se zamenjujejo z novimi izdajami tako, da se odpoklicne obveznice odpokliče in le-te potem zamenja nova izdaja obveznic po ugodnejših pogojih, z nižjo obrestno mero.

### 3.1.2. Davki

Obresti, ki jih prinašajo obveznice v lasti fizičnih oseb, v Sloveniji niso obdavčene, obdavčeni pa so kapitalski dobički, ki nastanejo pri prodaji obveznic. Kapitalski dobiček je opredeljen kot razlika med prodajnim in nakupnim tečajem obveznice. Fizična oseba, ki na območju Republike Slovenije doseže dobiček iz kapitala s prodajo obveznice, je v skladu z Zakonom o dohodnini (1993) lahko zavezanec za plačilo davka od dobička iz kapitala, če izvrši prodajo obveznice pred potekom treh let od dneva pridobitve obveznice. Če ima obveznico v lasti več kot tri leta, je oproščena plačila davka na kapitalski dobiček. Davčna stopnja za kapitalski dobiček je enotna in znaša 30%. Sredstva naložena v nakup državnih obveznic, ki ne dospejo prej kot v 12 mesecih, lahko vlagatelj uporabi za znižanje dohodninske osnove (največ 3%). Po Zakonu o davku od dobička pravnih oseb (1993) se tudi pravnim osebam davčna osnova zmanjša za prejete obresti državnih obveznic.

## 3.2. UDELEŽENCI NA TRGU DRŽAVNIH OBVEZNIC

### 3.2.1. Sistem udeležencev primarnega trga<sup>3</sup>

Sprva so bili udeleženci primarnega trga le banke, kasneje tudi zavarovalnice, investicijski skladi ter nekatera podjetja, kot sta Lek in Krka. Vendar pa se je izkazalo, da vsi udeleženci primarnega trga niso primerni za ta status, saj niso sodelovali na avkcijah, zato se je njihovo število krčilo. Sedaj se tega statusa ne podeljuje več, ampak se število udeležencev primarnega trga le še krči glede na trgovanje na primarnem in sekundarnem trgu. Edina izjema so bile tri borzno posredniške hiše, ki so na novo dobile status udeleženca primarnega trga zaradi obsežnejšega trgovanja na sekundarnem trgu v letu 2002. Poleg tega imajo borzno posredniške hiše tudi pristnejši stik s fizičnimi osebami oziroma malimi investitorji in se običajno ukvarjajo le s trgi vrednostnih papirjev in ne še z vrsto ostalih poslov kot banke.

Sistem udeležencev primarnega trga v Sloveniji še ni urejen. Ni konkretnjših zahtev oziroma pogojev za status udeleženca primarnega trga in ni nobenih pogodbenih razmerij. Udeleženci primarnega trga nimajo nobenih obveznosti, imajo pa le en privilegij, in sicer sodelovanje na avkcijah državnih obveznic. V Sloveniji tudi ne obstajajo vzdrževalci trga državnih obveznic.

### 3.2.2. Struktura investitorjev v državne obveznice

Kot je razvidno iz Tabele 1 (str. 11), se delež bank v celotnem obsegu slovenskih državnih obveznic zmanjšuje, in sicer je delež padel iz 80,2% konec leta 1998 na 52,5% konec leta 2002, torej za 27,7 odstotnih točk. Delež ostalih finančnih institucij se je v proučevanem obdobju povečal za 13,1 odstotnih točk. Po podatkih Ministrstva za finance so k rasti deleža te skupine največ prispevale zavarovalnice, katerim je delež narastel za 8,7 odstotnih točk.

<sup>3</sup> Glej Tabelo 6 v Prilogi 3 na str. III.

Povečano investiranje zavarovalnic v državne obveznice je bilo najbolj opazno v letu 2000, razlog pa je bil uvedba 10-letne domače evro denominirane obveznice s fiksno obrestno mero. Od leta 2000 dalje je del rednih aktivnosti Ministrstva za finance izmenjavanje mnenj z institucionalnimi investitorji o možnostih domačega trga in njihovih preferencah glede ročnosti in strukture instrumentov (Poročilo o upravljanju z javnim dolgom Republike Slovenije za leto 2001, 2003, str. 16-17).

Tabela 1 kaže tudi naraščajoč trend deleža nefinančnega sektorja, ki se je v opazovanem obdobju povečal za 14,5 odstotnih točk. Zelo neopazen je delež tujih investitorjev v naše državne obveznice, saj je le v letu 2002 dosegel 0,1%, pa še to v glavnem le zaradi obveznic RS39, ki so namenjene žrtvam vojnega in povojnega nasilja. Zaradi tega teh lastnikov ne moremo obravnavati na enak način kot ostale investitorje.

Tabela 1: Struktura investitorjev v slovenske državne obveznice v odstotkih od konca leta 1998 do konca leta 2002

Investitor \ Leto	1998	1999	2000	2001	2002
Centralna banka in poslovne banke	80,2	75,1	72,4	64,6	52,5
Ostale finančne institucije	7,4	11,3	14,1	17,7	20,5
Nefinančni sektor	12,4	13,6	13,5	17,7	26,9
Tuji investitorji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Skupaj	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Vir: Interna gradiva Ministrstva za finance RS in lastni izračuni.

### 3.3. STRUKTURA DRŽAVNIH OBVEZNIC

Velik del slovenskih državnih obveznic je bil izdan zaradi preteklih dogajanj, in sicer je država z izdajo obveznic priznala javni dolg, ki je nastal v preteklih letih. V preteklosti so bile obveznice izdane predvsem natančno določenim pravnim in fizičnim osebam v zamenjavo za prevzete obveznosti. Nameni izdaje so bili prestrukturiranje slovenskega gospodarstva (RS01), financiranje pospeševanja izvoza (RS02), poravnavanje obveznosti iz neizplačanih in izplačanih deviznih vlog (RS04, RS06, RS08, RS10), odkup terjatev do Iraka, Angole in Kube (RS03), zamenjava obveznic Agencije RS za sanacijo bank in hranilnic (RS15), plačilo odškodnin za zaplenjeno premoženje (RS21) in plačilo odškodnin žrtvam vojnega in povojnega nasilja (RS39). V zadnjem času so obveznice izdane predvsem z namenom financiranja proračuna in upravljanja z javnim dolgom (Poročilo o upravljanju z javnim dolgom Republike Slovenije za leto 2001, 2003, str. 98-100; Ministrstvo za finance RS, 2003).

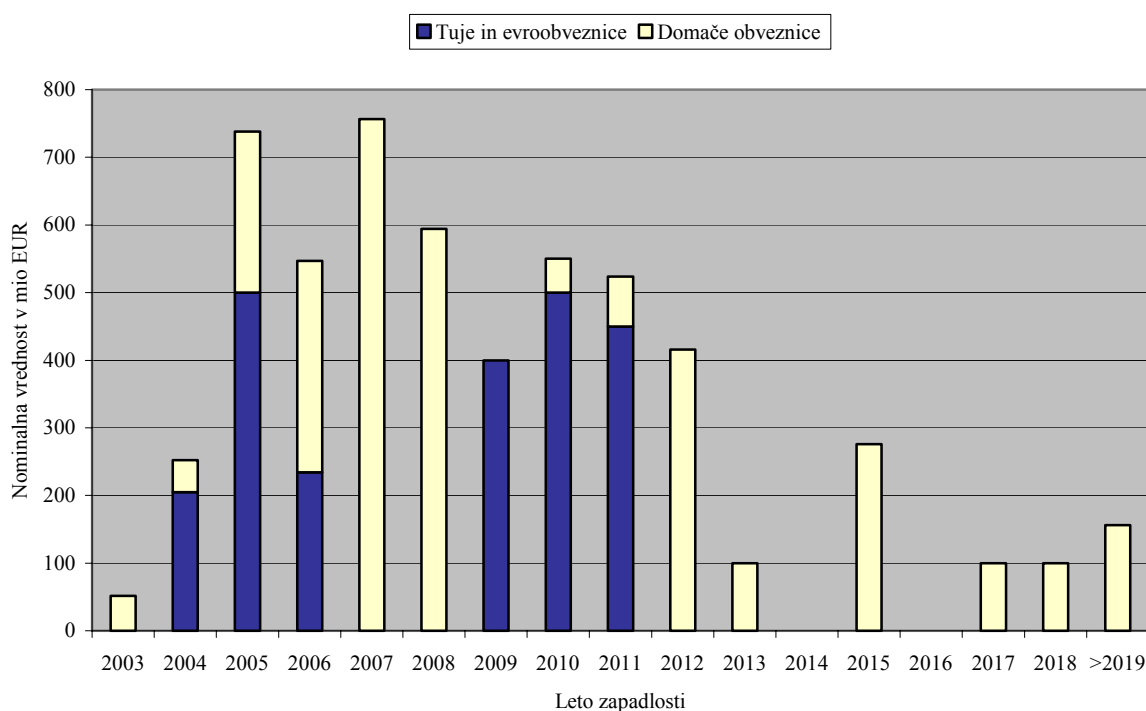
Ročnost slovenskih državnih obveznic je zelo različna, od 3 let pa vse do 18 let. Šele v zadnjih dveh letih je zaslediti neko enotnejšo strukturo ročnosti izdanih obveznic. Praviloma se izdajajo 3, 5 in 10-letne obveznice. Pri starejših izdajah se kuponi izplačujejo polletno, pri

izdajah iz zadnjih dveh let pa se izplačujejo letno. Do leta 2000 je bilo izdanih več izdaj indeksiranih domačih obveznic, kar je popolnoma razumljivo, saj država zaradi visoke inflacije ni imela druge izbire, če je želela razviti kapitalski trg in doseči dovolj dolgo ročnost svojega dolga. Kljub uspešnim prizadevanjem za nižjo inflacijo bi kupci neindeksiranega dolga namreč zahtevali preveliko premijo (Menaše, 2001, str. 16).

- **Struktura slovenskih državnih obveznic na domačih in tujih trgih**

Na dan 14.6.2003 je bila skupna nominalna vrednost izdanih obveznic države Slovenije 5.560 milijonov evrov. 59% celotne vrednosti predstavljajo obveznice izdane na domačem kapitalskem trgu, 41% pa obveznice izdane na tujih trgih. Povprečna vrednost izdaj na tujih trgih (327 mio evrov) je precej večja kot povprečna vrednost izdaj na domačem trgu (84 mio evrov). Kot je vidno iz Slike 3, je za obveznice, izdane na tujih trgih, značilno, da bodo zapadle prej kot v 10. letih, medtem ko so ročnosti domačih obveznic tudi daljše.

Slika 3: Struktura slovenskih državnih obveznic po letu zapadlosti in trgu izdaje na dan 14.6.2003



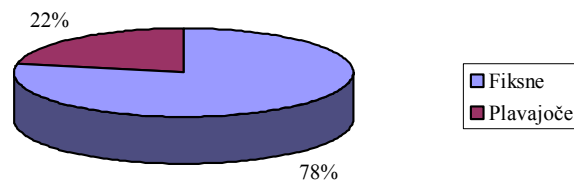
Vir: Ministrstvo za finance RS, 2003; Interna gradiva Ministrstva za finance RS; lastni izračuni.

Pri strukturi slovenskih obveznic glede na vrsto obrestne mere, je potrebno omeniti indeksacijo. Zaradi visoke inflacije v prvih 10. letih po osamosvojitvi je veliko izdaj obveznic vezalo obrestno mero na TOM (temeljna obrestna mera), s čimer se je ohranjala realna vrednost obresti in/ali glavnice. V zadnjem času je trend usmerjen proti obveznicam s fiksnimi obrestnimi merami (zadnja izdaja obveznice z obrestno mero, vezano na TOM, je



bila 15.10.2002), zaradi ukinjanja inflacijskih pritiskov. Vseeno pa je v celotni strukturi izdanih obveznic še 18% dolga vezanega na TOM.

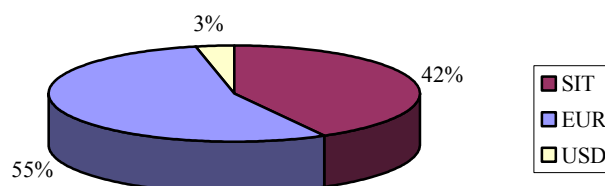
Slika 4: Struktura slovenskih državnih obveznic po vrsti obrestne mere na dan 14.6.2003



Vir: Ministrstvo za finance RS, 2003; Interna gradiva Ministrstva za finance RS; lastni izračuni.

Na Sliki 5 je predstavljena valutna struktura izdanih obveznic. Zanimivo je, da je največ dolga denominiranega v evrih, kar je predvsem posledica velikih izdaj na tujih trgih. Poročilo o upravljanju z javnim dolgom Republike Slovenije za leto 2001 (2003, str. 49) navaja kot osnovni razlog za takšno stanje omejeno velikost in globino domačega finančnega trga. Razlog za velik delež obveznic, denominiranih v evrih, gre verjetno iskati tudi v percepciji investitorjev, katerih zaupanje v slovenski tolar je omejeno in bi s tega vidika raje investirali v evro papirje, ki jim zagotavljajo večjo stabilnost.

Slika 5: Struktura slovenskih državnih obveznic glede na valuto denominacije na dan 14.6.2003



Vir: Ministrstvo za finance RS, 2003; Interna gradiva Ministrstva za finance RS; lastni izračuni.

## 4. TRG DRŽAVNIH OBVEZNIC V AVSTRIJI

### 4.1. REGULATIVA

#### 4.1.1. Regulacija in način izdaje državnih obveznic

V začetku leta 1992 je Zakon o izdajah vrednostnih papirjev (Wertpapieremissionsgesetz) nadomestil Zakon o kapitalskih trgih (Kapitalmarktgesetz). Nov zakon je predstavljal korak proti zakonodaji Evropske unije o zahtevah po večji javnosti podatkov o novo izdanih vrednostnih papirjih. Odobritev posameznih izdaj s strani Ministra za finance za razliko od Slovenije ni več potrebna, vendar pa so investitorji zaščiteni z zahtevami po večjem obsegu informacij o novih, javno ponujenih izdajah. Izdajatelji morajo pred začetkom izdaje obveznic izdelati prospekte s podrobnejšimi informacijami o izdajatelju in o pogojih ponudbe obveznic. Po Zakonu o kapitalskih trgih za državo izdaja prospekta ni potrebna (Battley et al., 1997, str.167).

Zakon o kapitalskih trgih določa tudi, da mora vsak, ki planira javno izdajo vrednostnih papirjev v Avstriji, obvestiti Österreichische Kontrollbank AG o planirani izdaji, predvidenim datumom izdaje, obsegu in denominaciji izdaje, ročnosti in o ostalih pomembnih pogojih izdaje. Te informacije pomagajo Österreichische Kontrollbank AG pri objavi prikaza prihodnjih izdaj, kar pomaga potencialnim izdajateljem pri ocenjevanju tržnih pogojev (The Austrian Financial Markets, 2002, str. 109).

Po Zakonu o federalnem financiranju (Austrian Federal Financing Act, 1992) je Avstrijski federalni finančni agenciji (Österreichische Bundesfinanzierungsagentur) naložena naloga zadolževanja v imenu Republike Avstrije. Avstrijska federalna finančna agencija za sposojanje sredstev v obliki dolgoročnih državnih vrednostnih papirjev uporablja Evropski program za srednjeročne obveznice, Program za izdajo dolga in avkcije, ki prevladujejo. Medtem ko sta zadnja dva načina izdaje podrejena avstrijskemu pravu, se za prvi program uporablja britansko pravo (Austrian Federal Financing Agency, 2003).

##### *4.1.1.1. Evropski program za srednjeročne obveznice*

Ta program je bil uveden marca leta 1999 in vsebuje standardno dokumentacijo za izdajo mednarodnih obveznic pod britansko zakonodajo. Na mednarodnih kapitalskih trgih vlada vse večja zahteva po transparentnosti, fleksibilnosti in hitrih odzivih, kar je svojevrsten izziv za izdajatelje. Republika Avstrija je sprejela ta izziv in poskuša standardizirati svoje produkte, kolikor je le mogoče. Program ponuja širok spekter možnih inštrumentov in dovoljuje časovni razpon le treh dni med izdajo vrednostnih papirjev in plačilom zanje ter tako omogoča hitro

reagiranje na specifične tržne situacije in priložnosti (Austrian Federal Financing Agency, 2003).<sup>4</sup>

#### *4.1.1.2. Program za izdajo dolga*

Od 28. januarja 1999 dalje lahko Agencija izdaja obveznice (Bundesanleihen) v okviru Programa za izdajo dolga, ki se izvaja preko sindikata. Razlog za izdajo s sindikacijo je, da se zagotovi, da vsaka izdaja obveznic doseže kritično maso ali tak obseg, da spodbudi investitorje k udeležbi na kasnejših avkcijah. Ni nujno, da so člani sindikata pri vsaki izdaji obveznic isti. Program omogoča avstrijski zvezni oblasti, da reagira hitro in fleksibilno na specifične razmere na trgu in na spremembe v zahtevah investitorjev (Austrian Federal Financing Agency, 2003).<sup>5</sup>

#### *4.1.1.3. Avkcije*

Od februarja 1991 dalje so značilnosti avkcij sledeče (Amor, 2001, str. 73-77; The Austrian Bond Market, 2003, str. 7-10):

##### **a) Koledar izdaj**

Ob koncu leta Avstrijska federalna finančna agencija objavi nominalni obseg izdaj v naslednjem letu in koledar izdaj. Za leto 2003 so planirane izdaje v obsegu 15–18 milijard EUR. Avkcije so običajno vsakih šest tednov ob torkih, razen v avgustu. Do poravnave in registracije oziroma vpisa na borzo pride tri dni po opravljeni avkciji (običajno ob petkih – T+3), trgovanje na sekundarnem trgu pa se začne en delovni dan po poravnavi (običajno ob ponedeljkih po avkciji – T+4).

##### **b) Objava značilnosti izdaje**

Pet delovnih dni pred avkcijo (T-5) Avstrijska federalna finančna agencija objavi ročnost obveznice (običajno 5 ali 10 let), nameravan obseg izdaje obveznic, datume izplačila kuponov in datum začetka obrestovanja. Nominalna vrednost izdaje znaša minimalno 1 milijardo EUR, razen če je bila spodnja meja objavljenega letnega obsega izdaj že dosežena. V tem primeru se namerava v prihodnosti ponovno odpreti to izdajo, da izdaja doseže zadosten obseg. Pred objavo lahko udeleženci avkcij izdajatelju predložijo priporočila glede pogojev izdaje in značilnosti obveznice.

##### **c) Sodelujoči na avkcijah**

Na avkcijah lahko sodelujejo le udeleženci primarnega trga. Ta skupina je trenutno sestavljena iz 24 bank (6 domačih in 18 tujih). Ostali kupci, ki si želijo pridobiti vrednostne papirje iz avkcijske izdaje, morajo to narediti preko udeležencev primarnega trga.

---

<sup>4</sup> Glej Tabelo 3 v Prilogi 2 na str. I.

<sup>5</sup> Glej Tabelo 4 v Prilogi 2 na str. II.

**d) Predstavitev konkurenčnih ponudb oziroma prvi krog avkcije**

Vsaka od 24 izbranih bank mora oddati ponudbo v obsegu vsaj ene štiriindvajsetine objavljenega obsega izdaje, zgornja meja ponudbe pa je 30% od obsega izdaje, razen če je objavljen obseg izdaje pod 1 milijardo EUR. Med minimalno in maksimalno mejo ponudbe je možno več ponudb z različnimi donosnostmi in različnimi ponujenimi zneski. Donosnost mora biti določena na dve decimalni mesti natančno, na tri decimalke pa le po želji, če je ročnost obveznice daljša od 10. let. Ponudbe morajo biti oddane pri Österreichische Kontrollbank AG pred 11. uro po lokalnem času na dan avkcije. Ko so ponudbe oddane, si Avstrijska federalna finančna agencija pridržuje pravico, da lahko do 12. ure po lokalnem času odpove izdajo obveznic. Če se to zgodi, se avkcija avtomatično prestavi na naslednji teden, in sicer je naslednji datum avkcije pet delovnih dni po prejšnjem datumu avkcije. Od maja 1998 dalje se ponudbe oddajajo elektronsko preko sistema ADAS (Austrian Direct Auction System). Österreichische Kontrollbank AG preračuna rezultate avkcije in jih preko sistema ADAS pošlje Avstrijski federalni finančni agenciji in sodelujočim bankam.

**e) Sprejetje konkurenčnih ponudb**

Ponudbe so sortirane po zahtevanih donosnostih, od tistih z najnižjo do tistih z najvišjo zahtevano donosnostjo. Ko ponudbe dosežejo zeleni obseg izdaje, Österreichische Kontrollbank AG izračuna tehtano povprečno zahtevano donosnost vseh sprejetih ponudb, kar je potem osnova za izračun kupona in uradne izdajne cene.<sup>6</sup> Österreichische Kontrollbank AG rezultate avkcije preko sistema ADAS pošlje Avstrijski federalni finančni agenciji in sodelujočim bankam.

**f) Predstavitev nekonkurenčnih ponudb oziroma drugi krog avkcije**

Februarja 2001 je bil predstavljen sistem nekonkurenčnih ponudb<sup>7</sup> za spodbudo sodelujočih na avkcijah. Celoten obseg nekonkurenčnih ponudb je omejen na 15% celotne izdaje na podlagi konkurenčnih ponudb. Vsaka banka ima pravico do nekonkurenčnih ponudb, katere mora oddati do 11. ure po lokalnem času en delovni dan po objavi sprejetih konkurenčnih ponudb. Tudi oddajanje nekonkurenčnih ponudb poteka preko ADAS-a. Višina nekonkurenčnih ponudb je za vsako banko določena z odstotkom od obsega izdaje v prvem krogu avkcije. Ta odstotek je odvisen od deleža obsega izdaje glede na konkurenčne ponudbe (tehtano povprečje konkurenčne alokacije) na prejšnjih dveh avkcijah, ki ga je dosegla banka.

**g) Delež Avstrijske federalne finančne agencije v avkcijski izdaji**

Od januarja 1998 se je obseg izdaje vsake državne obveznice oziroma tranše državnih obveznic povečal za 10% od izdaje glede na konkurenčne ponudbe. Teh 10% obveznic zadrži Avstrijska federalna finančna agencija in so kasneje uporabljene na sekundarnem trgu za operacije na odprtem trgu.

---

<sup>6</sup> Uradna cena izdane obveznice je seštevek povprečne cene in variabilne prodajne provizije, ki je določena glede na ročnost obveznice.

<sup>7</sup> Ne konkurenčne ponudbe so ponudbe, ki nimajo določene cene oziroma donosnosti, saj za njih velja, da so ponujene po povprečni ceni oziroma povprečni donosnosti izdaje na osnovi konkurenčnih ponudb.

#### ***h) Zamenjava stare izdaje obveznic z novo izdajo***

Od marca 2000 dalje obstaja možnost zamenjave starih, nelikvidnih obveznic za likvidne referenčne obveznice na vzporednih avkcijah, lahko pa tudi z bilateralnim sporazumom. Cilj teh avkcij je koncentracija obstoječega obsega državnih obveznic v manjše število obveznic, da bi se povečala likvidnost teh obveznic. S tem namenom je Avstrija v preteklosti uporabljala tudi združevanje nove izdaje z obstoječo izdajo državnih obveznic (Battley et al., 1997, str.169).

#### ***i) Razcepljive obveznice***

Oktobra 1996 je Centralna hranilnica vrednostnih papirjev omogočila možnost ločenega trgovanja z glavnico in kuponi državnih obveznic, vendar pa kljub prizadevanju Avstrijske federalne finančne agencije in Avstrijske centralne banke ni prišlo do takšnega trgovanja v večjem obsegu (Oesterreichische Kontrollbank AG, 2003).

### 4.1.2. Davki

#### **• Obdavčenje obrestnih dohodkov**

V avstrijski zakonodaji se davek na kapitalski dohodek odmerja od dividend, obrestnih dohodkov iz obveznic in obrestnih dohodkov iz bančnih depozitov. Davčna stopnja na obresti, ki jih prinašajo obveznice, je 25%. Davek ima obliko davka po odbitku.

Obstajajo določena izvzeta iz tega davka po odbitku. Izvzete so obresti na obveznice, ki so bile redenominirane v evre in so bile izdane pred letom 1994, obresti obveznic v tujih valutah, ki so bile izdane pred letom 1989 in niso bile redenominirane v evre, ter obresti na obveznice, redenominirane v evre, ki so bile izdane pred oktobrom 1992, njihovi izdajatelji pa so tuje finančne institucije. Ker se na obresti iz teh izvzetih obveznic ne odmerja davek na kapitalski dohodek, obresti ostanejo predmet davka na osebni dohodek in davka na dohodek pravnih oseb (Amor, 2001, str. 78-79).

Davek ni zadržan tudi v primeru obresti na obveznice, denominirane v evrih, ki so evidentirane kot domača ali tuja poslovna sredstva. Poleg tega za plačilo davka po odbitku na obveznične obresti niso zavezani nerezidentje, ki dobijo kupone izplačane v bruto znesku (The Austrian Bond Market, 2003, str. 6).

#### **• Obdavčenje kapitalskih dobičkov**

V avstrijski zakonodaji je neto dobiček iz prodaje sredstev običajno obdavčen pri pravnih osebah, medtem ko ni obdavčen pri fizičnih osebah. Dobički iz špekuliranja pa so obdavčeni tudi pri fizičnih osebah. Špekulativni dobički se pojavijo, ko so vrednostni papirji v lasti osebe manj kot 12 mesecev in so prodani z neto dobičkom.

Za fizične osebe se kapitalski dobički iz obveznic, izdanih s strani avstrijskih domačih institucij, ne pojmujejo kot špekulativni dobički. Če pa je bila uradna izdajna cena takšne

obveznice za več kot 2% nižja od njene nominalne vrednosti, potem je kapitalski dobiček iz omenjene obveznice ponovno predmet davka na kapitalski dobiček. V tem primeru se predvideva, da razlika med nakupno ceno in odplačilno ceno obveznice vsebuje element obresti, ki so ocenjene na osnovi izdajnega donosa obveznice. Te fiktivne obresti so izračunane z linearno metodo na mesečni osnovi (Battley et al., 1997, str. 192, 193).

## 4.2. UDELEŽENCI NA TRGU DRŽAVNIH OBVEZNIC

### 4.2.1. Sistem udeležencev primarnega trga

Sistem udeležencev primarnega trga je bil uveden januarja 1989. Udeležence primarnega trga, ki so hkrati tudi vzdrževalci trga za državne obveznice, izbere Avstrijska federalna finančna agencija, ki upošteva priporočila Österreichische Kontrollbank AG. Sistem je opredeljen z naslednjimi značilnostmi (Amor, 2001, str. 79):

- **Zahteve za status udeleženca primarnega trga**

Institucije, ki zaprosijo za status udeleženca primarnega trga na trgu avstrijskih državnih obveznic, morajo izpolnjevati določene pogoje glede kapitalizacije, geografskega položaja, področja poslovanja in usposobljenosti zaposlenih ter glede trgovanja z avstrijskimi in drugimi vrednostnimi papirji s stalnim donosom.

- **Obveznosti**

Udeleženec primarnega trga mora:

- a) dati ponudbo na avkciji v minimalnem obsegu ene štiriindvajsetine obsega izdaje, ki ga objavi Avstrijska federalna finančna agencija,
- b) opravljati funkcije vzdrževanja trga, kot na primer dajati ponudbene in povpraševalne cene za vrsto avstrijskih državnih obveznic v času uradnega trgovanja,
- c) periodično poročati Avstrijski federalni finančni agenciji o svojih aktivnostih na trgu državnih obveznic, vključno s podrobnostmi o trgovanju.

- **Posebni privilegiji ali pravice, ki izvirajo iz tega statusa**

Vzdrževalec trga dobi provizijo v višini 10 bazičnih točk na ceno državnih obveznic, ki jih je pridobil na avkciji. Prav tako ima ekskluzivno pravico sodelovati na avkcijah avstrijskih državnih vrednostnih papirjev.

### 4.2.2. Struktura investitorjev v državne obveznice

Kot je vidno iz Tabele 2 (str. 19), se delež avstrijskih finančnih institucij zmanjšuje, in sicer se je delež monetarnih institucij zmanjšal iz 22,7% konec leta 1998 na 11,9% konec leta 2001, delež ostalih finančnih institucij pa se je zmanjšal iz 24,1% na 14,1%. Pri nefinančnem sektorju je v proučevanem obdobju opazno le rahlo povečanje, in sicer za 1,2 odstotni točki.

Po drugi strani pa je opazen velik porast deleža tujih investitorjev, ki je vsa leta konstantno naraščal in se je v opazovanem obdobju povečal za 19,6 odstotnih točk.

Tabela 2: Struktura investitorjev v avstrijske državne obveznice v odstotkih od konca leta 1998 do konca leta 2001

Investitor \ Leto	1998	1999	2000	2001
Centralna banka in poslovne banke	22,7	18,4	14,8	11,9
Ostale finančne institucije	24,1	19,5	16,1	14,1
Nefinančni sektor	9,0	8,2	10,2	10,2
Tuji investitorji	44,2	53,9	58,9	63,8
Skupaj	100,0	100,0	100,0	100,0

Vir: Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung Gem. ESVG 95, 2002, str. 37.

### 4.3. SRUKTURA DRŽAVNIH OBVEZNIC

- **Državne obveznice (»Bundesanleihen«)**

Za državne obveznice je značilen fiksni letni kupon, njihova ročnost pa je od 1 do 50 let (običajno 5, 10 in 30 let). Od 1. januarja 1999, torej od uvedbe evra kot skupne valute v EMU, so te obveznice denominirane v evrih, in sicer v minimalnem znesku 1.000 EUR. Pretečene obresti se obračunavajo glede na resnično število pretečenih dni od zadnjega izplačanega kupona do tega trenutka. Te obveznice so razcepljive in niso odpoklicne.

Od 28. januarja 1999 se Avstrijske državne obveznice izdajajo tudi v okviru Programa za izdajo dolga. Prva tranša vsake izdaje se običajno izda s sindikacijo, vse ostale pa z avkcijami. V obeh načinih izdaje sodeluje skupina 24 bank (6 avstrijskih in 18 tujih), ki jih po določenih kriterijih izbere Avstrijska federalna finančna agencija in igrajo tudi vlogo vzdrževalcev trga. Da bi se povečala likvidnost, so bile stare izdaje državnih obveznic v zadnjih letih ponovno odprte (Amor, 2001, str. 68, 69).

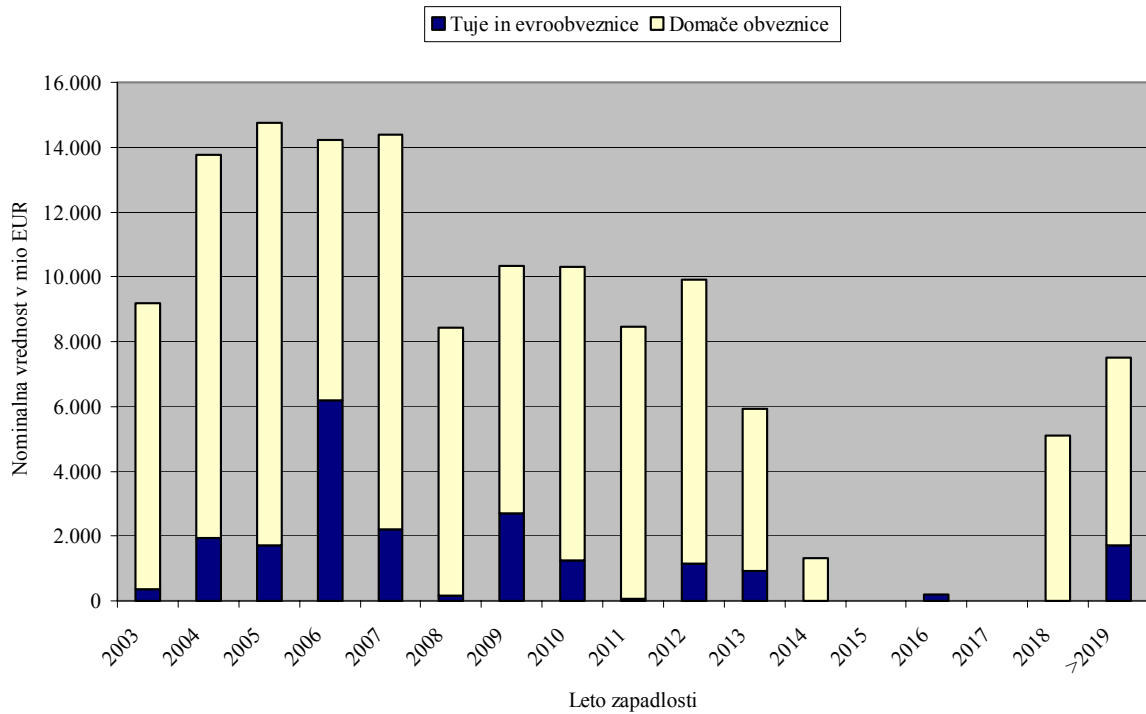
- **Avstrijske federalne obveznice (»Bundesobligationen«)**

Federalne obveznice, katerih ciljna skupina so institucionalni investitorji, se prodajajo zaprtemu krogu investitorjev in imajo donosnost, primerljivo z donosnostjo državnih obveznic. Po uvedbi avkcijskega sistema leta 1989 so izdaje teh obveznic redkejše, nadomestile pa so jih izdaje državnih obveznic (The Austrian Bond Market, 2003, str. 4).

- **Struktura avstrijskih državnih obveznic na domačem in tujih trgih**

Skupna vrednost izdanih avstrijskih državnih obveznic na dan 14.6.2003 je 133.282 milijonov EUR. Povprečna vrednost izdaje je 1.338 milijonov EUR. 15% nominalne vrednosti obvezničnega dolga je bilo izdanega na tujih trgih. Nominalni obseg izdanih obveznic, ki zapadejo v obdobju od 2013 do 2018, je relativno majhen, največji del dolga pa bo zapadel v obdobju od 2005 do 2008.

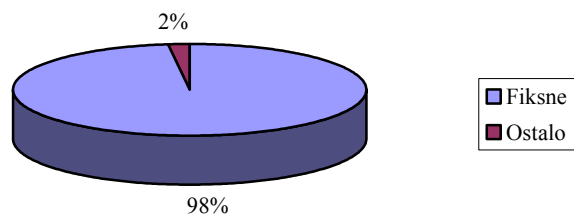
Slika 6: Struktura avstrijskih državnih obveznic po letu zapadlosti in trgu izdaje na dan 14.6.2003



Vir: Bloomberg, lastni izračuni.

Delež avstrijskih državnih obveznic, ki imajo fiksno obrestno mero, je kar 98%. Preostala 2% predstavljajo obveznice s plavajočimi, brezkuponskimi, spremenljivimi in postopoma naraščajočimi obrestnimi merami.

Slika 7: Struktura avstrijskih državnih obveznic po vrsti obrestne mere na dan 14.6.2003



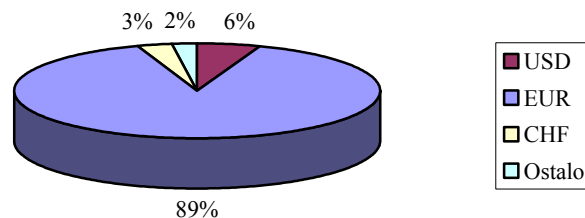
Vir: Bloomberg, lastni izračuni.

Pri strukturi denominacije avstrijskih državnih obveznic ni presenetljivo, da je 89% celotne nominalne vrednosti izdane v evrih, saj je evro avstrijska nacionalna valuta. Je pa zato struktura preostalega dolga bolj pisana. Prevladujejo obveznice, denominirane v ameriških dolarjih, sledijo izdaje v švicarskih frankih in japonskih jenih. Zanimivo pa je, da je Avstrija v



Luksemburgu izdala tudi obveznice, denominirane v madžarskih forintih in južnoafriških randih.

Slika 8: Struktura avstrijskih državnih obveznic glede na valuto denominacije na dan 14.6.2003



Vir: Bloomberg, lastni izračuni.

## 5. TRG DRŽAVNIH OBVEZNIC NA MADŽARSKEM

### 5.1. REGULATIVA

#### 5.1.1. Regulacija in način izdaje državnih obveznic

Minister za finance v imenu Republike Madžarske (izdajatelj), v skladu s pooblastitvijo po Zakonu o proračunu za dano leto, izdaja državne obveznice. Pri tem delegira svoje dolžnosti glede izdajanja državnih vrednostnih papirjev in upravljanja z javnim dolgom Madžarski agenciji za upravljanje z državnim dolgom, ki za izdajo državnih obveznic uporablja avkcije (Magyar Állampapír, 2003).

##### 5.1.1.1. Avkcije

Avkcije so postale redna in pogosta tehnika za izdajo državnih obveznic od marca 1996 dalje, njene značilnosti pa so (Magyar Állampapír, 2003):

##### a) *Koledar izdaj*

Avkcije državnih obveznic se izvajajo ob četrtek v vsakem tednu, ki je v koledarskem letu označen s sodim številom. Trenutno sta na vsaki avkciji ponujeni dve vrsti obveznic, 3 in 5-letna obveznica s fiksno obrestno mero na eni avkciji ter 3-letna obveznica s fiksno obrestno mero in 10 ali 15-letna obveznica s fiksno obrestno mero na naslednji avkciji. Dan denarne poravnave običajno pade na četrtek v naslednjem tednu po avkciji (T+5). Če je v bližini datuma denarne poravnave datum kakšnega večjega odplačila (glavnice in/ali kuponov), bo

dan poravnave na isti dan kot to večje odplačilo. Točni datumi denarne poravnave so določeni v prospektu. Z namenom povečati velikost izdaje državnih obveznic, se serije le-teh izdajajo na več zaporednih avkcijah.

#### ***b) Objava značilnosti izdaje***

Datum avkcije, podrobnosti izdaje državne obveznice, kot so ročnost, datum začetka obrestovanja, datumi izplačila kuponov, kuponska obrestna mera in primerni kupci, ter ponujen obseg izdaje so objavljeni v finančni publikaciji Madžarski kapitalski trgi (Magyar Tőkepiac) in v dnevnem časopisu (trenutno v Magyar Nemzet) ob petkih v tednu pred avkcijo (T-4). Ta informacija je na voljo tudi na Reutersu. Agencija objavi najnižjo sprejemljivo ceno na avkciji v prej omenjenih časopisih in na MMTS sistemu, najkasneje en dan pred avkcijo.

Agencija za upravljanje z državnim dolgom si pridržuje pravico spremembe najavljenega obsega izdaje obveznic in njegove določitve najkasneje na dan avkcije z največ 25% odklonom od prvotno objavljenega obsega.

#### ***c) Sodelujoči na avkcijah***

Na avkcijah lahko sodelujejo le udeleženci primarnega trga, torej investicijska podjetja in kreditne institucije, ki so z Agencijo za upravljanje z državnim dolgom podpisale pogodbo o trgovanju z državnimi vrednostnimi papirji. Ostali investitorji morajo svoja naročila za nakup državnih obveznic dati udeležencem na primarnem trgu, ki potem kupujejo tudi v njihovem imenu.

#### ***d) Predstavitev ponudb***

Konkurenčne ponudbe morajo biti oddane od 9:00 do 10:50 po lokalnem času na dan avkcije, in sicer po elektronskem trgovalnem sistemu MMTS. Rezultati avkcije so objavljeni po 12. uri preko faksov, sistema MMTS in Reutersa. Rezultati so objavljeni tudi v dnevnem časopisu in v finančni publikaciji Madžarski kapitalski trgi ob torkih v naslednjem tednu po avkciji.

Ponudbe za obveznice s fiksno obrestno mero morajo vsebovati znesek in zahtevano ceno, zaokroženo na 4 decimalna mesta ali zahtevano donosnost, zaokroženo na 2 decimalni mesti. Ponudbe za obveznice s plavajočo obrestno mero pa morajo imeti določen znesek in zahtevano ceno, zaokroženo na 2 decimalni mesti. Najmanjši ponujeni nominalni znesek za nakup državnih obveznic znaša 1 milijon HUF.

Vsak ponudnik lahko odda tudi nekonkurenčne ponudbe. Najmanjši nominalni obseg vsake nekonkurenčne ponudbe je 1 milijon HUF, največji nominalni obseg pa je 100 milijonov HUF, če je najavljen obseg izdaje 10 milijard HUF in manj. Če je najavljen obseg izdaje večji od 10 milijard HUF, je največji nominalni znesek vsake nekonkurenčne ponudbe 200 milijonov HUF. Ne konkurenčne ponudbe posameznega udeleženca primarnega trga ne smejo presežati 10% njegovih konkurenčnih ponudb. Ne konkurenčne ponudbe se lahko oddajo med 10:50 in 11:00 po lokalnem času na dan avkcije.

#### ***e) Sprejetje ponudb***

Najprej se sprejmejo nekonkurenčne ponudbe, nato še konkurenčne, dokler se ne zapolni obsega izdaje. Konkurenčne ponudbe se sprejemajo glede na zahtevano donosnost pri obveznicah s fiksno obrestno mero (od najnižje donosnosti dalje) in glede na zahtevano ceno pri obveznicah s plavajočo obrestno mero (od najvišje cene dalje).

Če celotna vsota ponudb doseže ali preseže ponujeni obseg avkcijske izdaje, se ponudbe vsakega ponudnika upoštevajo do 50% obsega avkcijske izdaje. Ponudniki se pojmujejo kot en sam ponudnik, če ima ponudnik posredno ali neposredno v lasti več kot 10% drugega ponudnika ali če imata dva ali več ponudnikov istega lastnika (posredno ali neposredno) v več kot 50% deležu in ta lastnik ni država.

#### ***f) Delež Agencije za upravljanje z državnim dolgom v avkcijski izdaji***

Agencija za upravljanje z državnim dolgom lahko poveča obseg državnih obveznic, prodanih na primarnem trgu, z namenom podpreti sekundarni trg državnih obveznic in trgovanje preko omrežja poslovalnic Zakladnice. Velikost in učinek povečanja sta sporočena udeležencem primarnega trga. Končen znesek izdaje je objavljen po avkciji.

#### ***g) Povratne avkcije***

Da bi povečala likvidnost sekundarnega trga državnih obveznic, Agencija za upravljanje z državnim dolgom planira izdajo večjih serij državnih obveznic v manjšem številu. Zaradi tega lahko v istem času zapadejo večje vsote državnih obveznic. Velika odplačila in posledično velik presežek likvidnosti v domačem gospodarstvu lahko pomenijo tveganje obnovitve in povečajo spremenljivost tržne cene.

En način zgladitve strukture ročnosti je odkup državnih obveznic pred njihovo zapadlostjo preko povratnih avkcij. To pomeni, da so obveznice odkupljene večkrat v manjših tranšah v obdobju 1. do 4. mesecev pred zapadlostjo. Povratne avkcije povzročajo manj motenj na trgu in zmanjšujejo tveganje tako izdajatelju kot investitorju.

Povratne avkcije se na Madžarskem uporabljajo od 19. januarja 1998 dalje. Na teh avkcijah lahko sodelujejo udeleženci primarnega trga. Podobno kot na običajnih avkcijah, tudi tu udeleženci primarnega trga oddajo ponudbe z zahtevano donosnostjo. Ponudbe so zvršene po velikosti donosnosti in so sprejete od najvišje donosnosti dalje. Agencija za upravljanje z državnim dolgom si pridržuje pravico zavrnitve vseh ponudb.

Agencija za upravljanje z državnim dolgom obvesti udeležence primarnega trga o državnih obveznicah, ki se bodo odkupovale, o datumih povratnih avkcij in denarne poravnave, in sicer po faksu in Reutersu peti dan pred avkcijo. Na dan povratne avkcije morajo biti ponudbe oddane med 10. in 11. uro po lokalnem času. Rezultati so objavljeni v prostorih Agencije za upravljanje z državnim dolgom in na Reutersu ob 13. uri po lokalnem času.

## 5.1.2. Davki

V skladu z Zakonom o davku na dohodek fizičnih oseb iz leta 1995 so obrestni dohodek na državne obveznice, kapitalski dobiček od prodaje državnih obveznic in nadomestilo za inflacijo predmet obdavčitve. Davčna stopnja za kapitalske dobičke je 20%, za obrestne dohodke in kompenzacijo inflacije pri indeksiranih obveznicah pa 0% (Magyar Állampapír, 2003).

## 5.2. UDELEŽENCI NA TRGU DRŽAVNIH OBVEZNIC

### 5.2.1. Sistem udeležencev primarnega trga

Sistem udeležencev primarnega trga je bil uveden januarja 1996. Glavni cilji sistema so zagotovitev financiranja deficita, zmanjšanje stroškov financiranja preko izboljšave tržnih mehanizmov in pospešitev transparentnosti in širitve sekundarnega trga. Udeleženci primarnega trga lahko postanejo investicijska podjetja in kreditne institucije, ki so registrirane na Madžarskem in opravljajo investicijske storitve v skladu z Zakonom o vrednostnih papirjih. Podjetje ali njegov večinski delničar mora poslovati vsaj dve leti na denarnih in kapitalskih trgih v eni od držav OECD. Podjetje se mora obvezati, da bo izpolnjevalo obveznosti, predpisane v pogodbi, ki jo podpiše z Agencijo za upravljanje z državnim dolgom, in skrbelo še za druge značilnosti, ki jih zahteva agencija, vključno z dobrim ugledom.

Ena osnovnih obveznosti udeležencev primarnega trga je podpirati izdajo madžarskih državnih obveznic, ki so od januarja 1996 javno ponujene z rednimi ponodbami na avkcijah. Vsake pol leta mora udeleženec kupiti (za lasten ali strankin račun) vsaj 3% državnih obveznic na primarnem trgu.

Najpomembnejša obveznost udeležencev primarnega trga je trgovanje z določenimi državnimi obveznicami in s tem zagotavljanje likvidnosti in transparentnosti na trgu, torej so tudi vzdrževalci trga. Udeleženci primarnega trga morajo redno kotirati povpraševalne in ponudbene cene za državne obveznice, tako na borzi kot na OTC trgu. Od 1. aprila 2000 dalje morajo vsaj trije udeleženci primarnega trga kotirati cene za javno izdane državne vrednostne papirje v minimalnem nominalnem znesku 100 milijonov HUF, če pa gre za referenčne obveznice, imajo obveznost kotiranja cen v minimalnem nominalnem znesku 200 milijonov HUF. Udeleženci primarnega trga priskrbijo celo vrsto storitev za investitorje, imajo skrbniške račune vrednostnih papirjev, delujejo pa tudi kot plačilni agentje.

Da se zagotovi varnost trga državnih vrednostnih papirjev in zavaruje interese investitorjev, morajo udeleženci primarnega trga izpolnjevati stroge zahteve glede kapitala, likvidnosti, vodenja in upravljanja poslov ter usposobljenosti in kvalificiranosti zaposlenih. Imeti morajo

lasten kapital v višini vsaj 2 milijard HUF in likvidna sredstva v višini vsaj 800 milijonov HUF. Redno morajo poročati o svojih aktivnostih na trgu državnih vrednostnih papirjev in svojem finančnem položaju.

Agencija za upravljanje z državnim dolgom stalno nadzira izvajanje pogodbenih obveznosti udeležencev primarnega trga in njihove aktivnosti na trgu državnih vrednostnih papirjev s pomočjo poročil udeležencev primarnega trga, sodeluje pa tudi z nadzorno institucijo za nadzor nad bančnim in kapitalskim trgom ter z borzo v Budimpešti.

Poleg obveznosti in zahtev, ki jih morajo izpolniti, imajo udeleženci primarnega trga ekskluzivno pravico sodelovanja na avkcijah državnih obveznic ter pravico posvetovanja o finančnem planu, trendih na trgu državnih vrednostnih papirjev in njegovem prihodnjem razvoju.

Dober ugled statusa udeleženca primarnega trga je zagotovljen z regulacijo, s katero investicijska podjetja in kreditne institucije pridobijo polni status udeleženca primarnega trga šele po pol leta članstva. Med tem obdobjem kandidat za ta status izvaja iste obveznosti in ima enake privilegije kot udeleženci primarnega trga, vendar pa se obravnava le kot kandidat za udeleženca primarnega trga in ne dobi tržne podpore s strani Agencije za upravljanje z državnim dolgom (Magyar Állampapír, 2003).

### 5.2.2. Omrežje poslovalnic državne Zakladnice

1. novembra 1996 je državna Zakladnica prevzela nekaj poslovalnic od centralne banke in na ta način ustanovila svojo prodajno mrežo z 19. poslovalnicami. 18 poslovalnic je lociranih v regionalnih okrajih, ena pa v Budimpešti (Urad za prodajo vrednostnih papirjev). Poslovalnice delujejo pod vodstvom Agencije za upravljanje z državnim dolgom.

Glavna naloga poslovalnic je trgovanje z državnimi vrednostnimi papirji z gospodinjsvi in malimi investitorji, s čimer dopolnjujejo udeležence primarnega trga. Njihov namen je predvsem razširiti trgovanje z državnimi vrednostnimi papirji po vsej državi.

Za javno izdane madžarske državne obveznice so cene redno kotirane, in sicer ponudbene cene do pet delovnih dni pred odplačilom oziroma zapadlostjo obveznice, povpraševalne cene pa za obveznice s preostalo dobo do dospelja, ki je daljša od 14 dni. Zgornja meja za kotacijo ponudbene cene na sekundarnem trgu je 40 milijonov HUF, za povpraševalne cene pa 10 milijonov HUF, minimalne omejitve ni (Magyar Állampapír, 2003).

### 5.2.3. Struktura investitorjev v državne obveznice

Kot prikazuje Tabela 3 (str. 26), se je delež monetarnih institucij v opazovanem obdobju zmanjšal, in sicer od konca leta 1998 do konca leta 2002 za 19,8 odstotne točke, medtem ko

so ostale finančne institucije pridobivale na deležu, le-ta je v istem obdobju porastel za 8,1 odstotnih točk. Po podatkih Madžarske centralne banke so največ, kar 7,8 odstotnih točk, k porastu deleža prispevale zavarovalnice in pokojninski skladi. Delež nefinančnega sektorja se zmanjšuje, saj se je od začetka do konca prikazanega obdobja zmanjšal za 7,3 odstotne točke, medtem ko je delež tujih investitorjev konstantno naraščal in je v štirih letih zrastel za 19 odstotnih točk na 27%. V letu 2001 je ta delež znašal 18,9%, pri čemer je največ tujih investitorjev prihajalo iz Nemčije (53%), Velike Britanije (22%) in Nizozemske (7%), manjši delež tujih investitorjev pa še iz Italije, Avstrije, Francije, Švice in Belgije (Magyar Állampapír, 2003).

Tabela 3: Struktura investitorjev v madžarske državne obveznice v odstotkih od konca leta 1998 do konca leta 2002

Investitor \ Leto	1998	1999	2000	2001	2002
Centralna banka in poslovne banke	44,2	33,6	31,1	28,4	24,4
Ostale finančne institucije	20,6	25,9	28,2	29,6	28,7
Nefinančni sektor	27,2	29,3	25,4	23,1	19,9
Tuji investitorji	8,0	11,2	15,3	18,9	27,0
Skupaj	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Vir: Distribution of Securities Holdings by Sector, 2000-2002, str. 1,2.

### 5.3. STRUKTURA DRŽAVNIH OBVEZNIC

- **Državne obveznice**

Trenutno so državne obveznice izdane s štirimi referenčnimi ročnostmi, in sicer 3, 5, 10 in 15 let. Minimalna denominacija je 10.000 HUF. Kupon obveznic s fiksno obrestno mero je objavljen in fiksiran na dan izdaje za zaporedna obdobja izplačila obresti. Za obveznice s plavajočo obrestno mero pa sta vnaprej določena le metoda in datum spremembe kuponske obrestne mere. Kuponska obrestna mera je objavljena le za določeno obrestno obdobje. Od januarja 2002 dalje se izdajajo obveznice z letnim izplačilom kuponov.

Državne obveznice so se tako kot v Sloveniji tudi na Madžarskem v preteklosti izdajale s posebnim namenom in so bile nameščene v last že prej določeni skupini investitorjev. Primeri takih obveznic so obveznice za bančno, posojilno in dolžniško konsolidacijo, ki so bile namenjene izboljšavi solventnosti in finančne moči bank. V zadnjih letih je delež takih državnih obveznic nepomemben. Od leta 1997 se državne obveznice izdajajo v glavnem z javno ponudbo, kar je posledica ekonomske rasti, javnofinančne reforme, odcepitve funkcij centralne banke od fiskalnih funkcij in truda izdajatelja, da bi povečal vlogo javnih izdaj. Do leta 1998 je bilo možno državne obveznice dvakrat mesečno kupiti tudi z vpisovanjem (Magyar Állampapír, 2003).

- **Zakladne varčevalne obveznice**

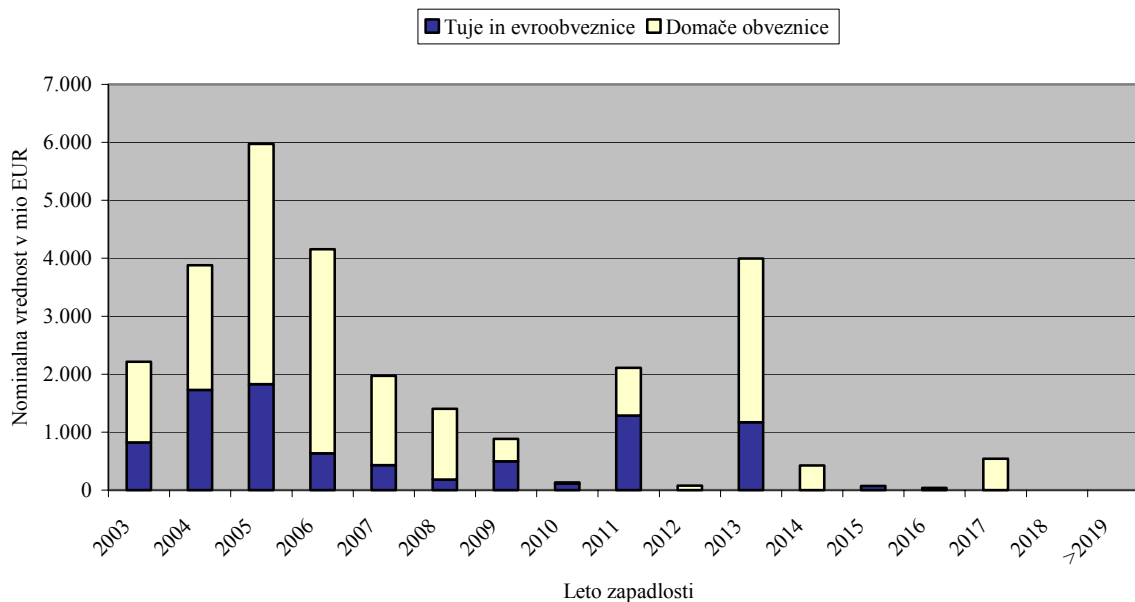
To so imenske obveznice, katerih ročnost znaša 3 leta in so odplačljive pred dospeljem. So državni vrednostni papirji s postopno naraščajočo obrestno mero (step-up rate). Obrestna mera narašča mesečno v sorazmerju od časa, ki je pretekkel od zaključka vpisovanja. Obresti se plačajo v enem znesku na dan odplačila.

Zakladne varčevalne obveznice so se prodajale z vpisovanjem. Ti vrednostni papirji niso zadovoljevali potreb domačih malih investitorjev, katerim so bili namenjeni, zato se ne izdajajo več. Zadnja izdaja je bila izvršena 12.03.2001. Planiran obseg izdaje je znašal 4 milijarde HUF, ponudbe za te obveznice pa so bile le v obsegu 159,78 milijonov HUF, tako da je bil končni obseg izdaje precej pod planiranim zneskom (Magyar Állampapír, 2003).

- **Struktura madžarskih obveznic**

Celotna nominalna vrednost izdaj madžarskih državnih obveznic je na dan 14.6.2003 znašala 27.876 milijonov EUR. Če gledamo strukturo glede na trg izdaje, ugotovimo, da je bilo 69% celotne nominalne vrednosti obveznic izdanih na domačem trgu, preostalih 31% pa predstavljajo tuje in evroobveznice. Največji obseg dolga bo zapadel leta 2005, v trenutni strukturi obveznic pa sploh ni takšnih, ki bi zapadle po letu 2017.

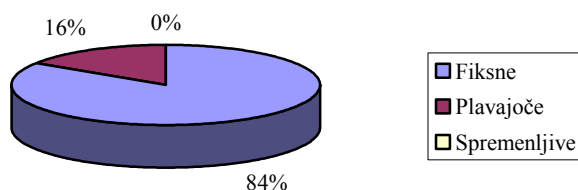
Slika 9: Struktura madžarskih državnih obveznic po letu zapadlosti in trgu izdaje na dan 14.6.2003



Vir: Bloomberg, lastni izračuni.

V strukturi glede na vrsto obrestne mere prevladujejo obveznice s fiksno obrestno mero, pomemben delež pa predstavljajo tudi obveznice s plavajočo obrestno mero.

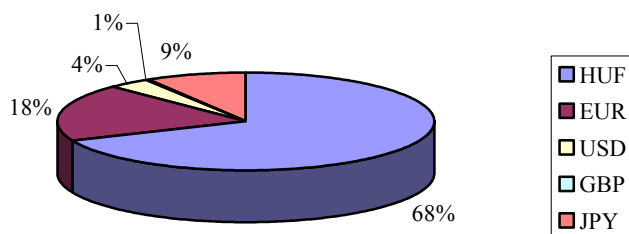
Slika 10: Struktura madžarskih državnih obveznic po vrsti obrestne mere na dan 14.6.2003



Vir: Bloomberg, lastni izračuni.

Pri strukturi glede na valuto denominacije je opaziti precejšnjo razpršenost, čeprav prevladujejo obveznice, izdane v domači valuti. Pomemben delež predstavljajo obveznice, denominirane v japonskih jeni, ki predstavljajo kar 9% celotne nominalne vrednosti izdaj. Te obveznice so bile izdane pred letom 1999 s strani Madžarske centralne banke,<sup>8</sup> razloge pa lahko iščemo v nizkih obrestnih merah na Japonskem.

Slika 11: Struktura madžarskih državnih obveznic glede na valuto denominacije na dan 14.6.2003



Vir: Bloomberg, lastni izračuni.

## 6. PRIMERJAVA TRGOV DRŽAVNIH OBVEZNIC

### 6.1. REGULATIVA IN NAČIN IZDAJE DRŽAVNIH OBVEZNIC

Prvo, kar opazimo je, da v Sloveniji izdaja državne obveznice in upravlja z javnim dolgom Ministrstvo za finance, medtem ko so v Avstriji in na Madžarskem naredili korak dalje. Že pred leti se je namreč med ekonomisti pojavilo mnenje, da mora upravljanje z javnim dolgom

<sup>8</sup> Leta 1999 je začela Agencija za upravljanje z državnim dolgom izdajati državne vrednostne papirje na tujih kapitalskih trgih, predtem pa je bila to naloga Madžarske centralne banke (Magyar Állampapír, 2003).



pridobiti večjo neodvisnost od ostale državne oblasti in še zlasti od monetarne politike in politike deviznega tečaja. Po pridobitvi večje neodvisnosti se lahko upravljanje z javnim dolgom bolj jasno oblikuje v smislu zniževanja stroškov in reforme državnega dolga so lahko učinkovito uvedene (International Capital Markets, 1994, str. 20-21). Cilj upravljanja z javnim dolgom je najbolje dosežen, če obstaja jasen sistem sprejemanja odločitev in odgovornosti. Zaželeno je bilo ustanoviti organizacijo, ki se lahko hitro in fleksibilno odziva na spremenjene okoliščine. V Avstriji funkcijo upravljanja z javnim dolgom opravlja Avstrijska federalna finančna agencija, na Madžarskem pa Madžarska agencija za upravljanje z državnim dolgom. Zadnja je 1. marca 2001 postala neodvisna, tržno usmerjena organizacija (ÁKK Rt.) z enim samim delničarjem, to je država.<sup>9</sup>

Avstrijska federalna finančna agencija izdaja državne obveznice tako z avkcijami kot s sindikacijo med določenim številom avstrijskih in tujih bank, ki so udeleženci primarnega trga, delujejo pa tudi kot vzdrževalci trga. Prva tranša vsake izdaje se običajno izda s sindikacijo, vse ostale pa z avkcijami. Avstrijske federalne obveznice pa se izdajajo izključno zaprtemu krogu investitorjev. Madžarska in Slovenija domače državne obveznice izdajata le z avkcijami, medtem ko tuje in evroobveznice izdajata s sindikacijo, in sicer preko sindikata tujih bank.

V vseh treh državah se državne obveznice izdajajo na avkcijah z diskriminacijsko ceno, kar pomeni, da vsak ponudnik plača tisto ceno, ki jo je ponudil na avkciji (v primeru cenovne avkcije), s tem pa pride do pojava, ki ga poznamo kot »prekletstvo zmagovalca« (winner's curse). Ponudniki, ki ponudijo višje cene, ker napačno ocenijo tržne razmere, lahko utrpijo večjo kapitalsko izgubo, če so kupljeni vrednostni papirji precenjeni. Problem »prekletstva zmagovalca« je lahko zelo velik na razvijajočih se trgih, kjer je spremenljivost cene običajno visoka. Avkcije z enotno ceno zmanjšujejo negotovost in s tem spodbujajo večje sodelovanje. Ponudniki so pripravljene za obveznice plačati več kot na avkcijah z diskriminacijsko ceno, vendar pa pretekle izkušnje kažejo, da izbira avkcije ni pomembna (Developing Government Bond Markets, 2001, str. 154-157).

Postopek avkcije se med državami nekoliko razlikuje. Izdelava in objava koledarja izdaj je pomemben način za izboljšanje transparentnosti primarnega trga, česar se zavedajo vse tri primerjane države. Štiri delovne dni (Avstrija pet delovnih dni) pred avkcijo objavijo javni poziv. V Avstriji avkcije potekajo vsakih šest tednov ob torkih, razen v avgustu, na Madžarskem pa ob četrkih v vsakem sodo označenem tednu. V Sloveniji avkcije niso tako pogoste in redne, datumi avkcij se določajo v skladu s Programom financiranja državnega proračuna Republike Slovenije za posamezno leto glede na likvidnostne potrebe in glede na datume večjih izplačil glavnice in/ali kuponov že izdanih obveznic. Udeleženci v Sloveniji

---

<sup>9</sup> Delničarske pravice se izvršujejo neposredno s strani Ministra za finance. Minister za finance izvaja določen obseg vodenja, povezanega z upravljanjem javnega dolga, kot na primer potrditev strategije upravljanja z javnim dolgom ter potrditev finančnega plana, ki opredeljuje operacije upravljanja z javnim dolgom.

oddajajo ponudbe Ministrstvu za finance, na Madžarskem Agenciji za upravljanje z državnim dolgom, v Avstriji pa Österreichische Kontrollbank AG, ki deluje kot posrednik med ponudniki in Avstrijsko federalno finančno agencijo. Ta banka tudi posreduje rezultate avkcije udeležencem primarnega trga in agenciji.

V Avstriji in na Madžarskem udeleženci primarnega trga oddajajo svoje ponudbe elektronsko, medtem ko se v Sloveniji še vedno uporablja pisni način oddajanja ponudb. Elektronski sistem ima v primerjavi s pisnim načinom številne prednosti, med katerimi najbolj izstopajo omogočanje elektronskega oddajanja ponudb, hitro posredovanje rezultatov avkcij, posredovanje vseh potrebnih informacij o izdajah državnih obveznic na enem mestu in omogočanje stalne komunikacije med izdajateljem in udeleženci primarnega trga.

V Avstriji je minimalna meja ponudb ena štiriindvajsetina objavljenega obsega izdaje, maksimalna pa 30% tega obsega, razen če je objavljen obseg izdaje pod 1 milijardo EUR. Na Madžarskem mora biti vsaka ponudba za nakup državnih obveznic v minimalni nominalni vrednosti 1 milijona HUF, kar je približno 4.000 EUR. Če celotna vsota ponudb doseže ali preseže ponujeni obseg avkcijske izdaje, se ponudbe vsakega ponudnika upoštevajo do 50% obsega izdaje na avkciji. V Sloveniji morajo udeleženci primarnega trga ponuditi vsaj 10 milijonov SIT (okoli 43.000 EUR) v primeru obveznice, denominirane v SIT, in 50.000 EUR v primeru obveznice, denominirane v EUR. Zgornje meje ponudbe ni, tako da je možno, da bi celotno izdajo kupil en sam ponudnik ob ponudbi najbolj ugodne cene.

V Avstriji pride do poravnave tri delovne dni po avkciji, do začetka trgovanja na sekundarnem trgu pa štiri delovne dni po opravljeni avkciji. Na Madžarskem pride do poravnave običajno pet delovnih dni po avkciji, če pa je v bližini datuma denarne poravnave datum kakšnega večjega odplačila glavnice in/ali kuponov, bosta datuma sovpadala. V Sloveniji se transakcije poravnava peti delovni dan po avkciji ali kasneje (zavleče se zaradi potrebne odobritve izdaje s strani Ministra za finance), točen datum pa je odvisen tudi (enako kot pri Madžarski) od datuma večjih izplačil glavnice in kuponov že izdanih obveznic, saj le-ta lahko povzročijo motnje na finančnem trgu, katere je možno na ta način preprečiti. Madžarska te distorzije preprečuje tudi s povratnimi avkcijami, torej z odkupom državnih obveznic v manjših tranšah nekaj mesecev pred njihovo zapadlostjo.

Razlike med državami najdemo tudi v načinu organizacije nekonkurenčnih ponudb. V izdaji obveznic Republike Slovenije obstaja samo konkurenčni krog ponudb, pri avstrijskih in madžarskih izdajah državnih obveznic pa se uporabljajo tudi nekonkurenčne ponudbe. Avstrijske avkcije so razdeljene na dva kroga; prvi krog je krog konkurenčnih ponudb, v drugem krogu pa udeleženci primarnega trga oddajo nekonkurenčne ponudbe. Krog nekonkurenčnih ponudb poteka en dan po objavi rezultatov iz prvega kroga. Celoten obseg letih je omejen na 15% celotne izdaje na podlagi konkurenčnih ponudb. Vsaka banka ima pravico do določenega odstotka obsega izdaje v okviru nekonkurenčnih ponudb, ki je odvisen od deleža banke v obsegu izdaje glede na konkurenčne ponudbe na prejšnjih dveh avkcijah.

Na Madžarskem pa obstaja le en krog avkcij, v okviru katerega se najprej zbirajo konkurenčne ponudbe. Po zaključku njihovega zbiranja imajo udeleženci primarnega trga 10 minut časa za oddajo nekonkurenčnih ponudb. Minimalni nominalni obseg nekonkurenčnih ponudb vsakega udeleženca je 1 milijon HUF (4.000 EUR), maksimalen obseg pa je 100 milijonov HUF (406.000 EUR), če je najavljen obseg izdaje 10 milijard HUF (0,4 milijarde EUR) in manj. Če pa je najavljen obseg večji od 10 milijard HUF, je maksimalen znesek 200 milijonov HUF (813.000 EUR). Pri alokaciji državnih obveznic imajo nekonkurenčne ponudbe prednost pred konkurenčnimi.

Slovenske državne obveznice imajo še eno posebnost, namreč stare izdaje obveznic se zamenjujejo z novimi izdajami, vendar drugače kot v tujini. Pri nas se obveznice z možnostjo odpoklica predčasno odpokliče in te potem zamenja nova izdaja obveznic po ugodnejših pogojih, z nižjo obrestno mero. V tujini pa uporabljajo vzporedne avkcije, s katerimi zamenjujejo stare izdaje dolgoročnih vrednostnih papirjev z novimi izdajami, in sicer z namenom povečati likvidnost le-teh. Prav tako pa z namenom povečati likvidnost posamezne izdaje tudi združujejo.

Ne smemo pa pozabiti omeniti še posebno vrsto obveznic, ki so prilagojene različnim potrebam investitorjev po času izplačil in so v tujini že dalj časa prisotne. To so razcepljive obveznice, katerih kuponi in glavnica se lahko trgujejo posebej. Take obveznice izdaja tudi Avstrijska federalna finančna agencija, vendar pa se ta način trgovanja v Avstriji ni razširil. Ministrstvo za finance Republike Slovenije razcepljivih obveznic ne izdaja, saj je za to potrebno spremeniti cel sistem od izdajatelja do Ljubljanske borze in Klirinško depotne družbe. Torej te opcije slovenski sistem trga državnih obveznic še ne omogoča. Prav tako takih obveznic ni možno najti na Madžarskem.

Obdavčitev kapitalskih dobičkov je v vseh treh državah zelo podobna, medtem ko obstajajo bistvene razlike v obdavčevanju obvezničnih obresti fizičnih oseb. V Sloveniji in na Madžarskem se obrestni dohodki iz državnih obveznic ne obdavčujejo, medtem ko jih Avstrija obdavčuje, in sicer s 25% davčno stopnjo, nerezidenti pa obresti dobijo izplačane v bruto znesku, torej davka po odbitku na obresti ne plačajo.

## **6.2. UDELEŽENCI NA TRGU DRŽAVNIH OBVEZNIC**

### **6.2.1. Primerjava sistema udeležencev primarnega trga**

Tako v Avstriji kot na Madžarskem sistem udeležencev primarnega trga temelji na pogodbenem razmerju med udeležencem primarnega trga in Avstrijsko federalno finančno agencijo oziroma Madžarsko agencijo za upravljanje z državnim dolgom. Za status udeležencev primarnega trga morajo kandidati izpolnjevati določene pogoje, kot so primerna kapitalizacija, usposobljenost zaposlenih in obseg trgovanja z obveznicami. Udeleženec primarnega trga v obeh državah opravlja tudi funkcije vzdrževalca trga, kar pomeni, da mora

kotirati povpraševalne in ponudbene cene za določene državne obveznice ter na ta način skrbeti za likvidnost sekundarnega trga teh obveznic. Udeleženci imajo tudi obveznost sodelovanja na avkcijah za državne obveznice, ki pa je hkrati tudi privilegij, saj lahko le oni sodelujejo na avkcijah. V Avstriji mora vsak udeleženec primarnega trga dati ponudbo, ki trenutno obsega eno štiriindvajsetino obsega izdaje, ki ga objavi Avstrijska federalna finančna agencija. Na Madžarskem so udeleženci pogodbeno zavezani za nakup 3% celotnega obsega na avkcijah. Udeleženci morajo v obeh državah poročati agencijama o svojem trgovanju. Poleg privilegija sodelovanja na avkcijah imajo v obeh državah udeleženci primarnega trga tudi privilegij priporočil in posvetovanja z agencijama o državnih obveznicah in trgu državnih obveznic.

Slovenija sistema udeležencev primarnega trga še nima urejenega. Med Ministrstvom za finance in udeleženci primarnega trga ne obstajajo nobena pogodbeno razmerja, udeleženci nimajo nikakršnih obveznosti, imajo pa le en privilegij, in sicer le oni lahko sodelujejo na avkcijah državnih obveznic.

Zanimivo bi bilo pogledati še, kdo so udeleženci primarnega trga v vseh treh državah. V Avstriji je trenutno 24 udeležencev primarnega trga, in sicer 6 domačih bank in 18 tujih bank. Na Madžarskem lahko ta status dobijo le investicijska podjetja in kreditne institucije, ki so registrirane v tej državi. Trenutno je 13 udeležencev, 3 borzno posredniške hiše in 10 bank. V Sloveniji pa je kar 39 udeležencev primarnega trga, pa tudi njihova sestava je zelo pisana. Udeležence primarnega trga sestavlja 19 bank, 9 zavarovalnic, 2 pozavarovalnici, 3 borzno-posredniške hiše, Kapitalski sklad d.d., Slovenska odškodninska družba d.d., Prva pokojninska družba d.d., Javni sklad RS za regionalni razvoj, Sklad za financiranje razgradnje NEK in Nepremičninski sklad pokojninskega in invalidskega zavarovanja d.o.o.. Tako kot na Madžarskem imajo tudi v Sloveniji ta status le institucije, ki so registrirane pri nas.

## 6.2.2. Primerjava strukture investitorjev

Struktura investitorjev se je od konca leta 1998 do konca leta 2002 precej spremenila. Najbolj opazna sta trenda upadanja deleža monetarnega sektorja in naraščanje deleža tujih investitorjev v celotni izdaji državnih obveznic.

V vseh primerjanih državah se je delež monetarnih institucij v opazovanem obdobju zmanjševal. Delež monetarnega sektorja v izdanih državnih obveznicah je konec leta 2001 znašal 64,6% v Sloveniji, 11,9% v Avstriji in 28,4% na Madžarskem. Kljub padajočem trendu deleža monetarnih institucij, lahko opazimo, da je ta delež v Sloveniji še vedno zelo velik, precej višji kot v Avstriji in na Madžarskem.

Pri deležu tujih investitorjev v izdanih državnih obveznicah pa je viden naraščajoč trend, saj se je ta od konca leta 1998 do konca leta 2001 v Avstriji povečal za 19,6 odstotnih točk na 63,8%, na Madžarskem pa za 10,9 odstotnih točk na 18,9%. Avstrijske državne obveznice so

očitno za nerezidente privlačnejše od madžarskih. Tujih kupcev slovenskih državnih obveznic pa praktično ni.

Delež ostalih finančnih institucij (razen monetarnih institucij), med katerimi prevladujejo pokojninski skladi, zavarovalnice in investicijski skladi, se je v proučevanem obdobju v Sloveniji in na Madžarskem povečeval. V Sloveniji je le-ta konec leta 2001 znašal 17,7%, na Madžarskem pa 29,6%. Zanimivo je, da v Avstriji ta delež pada; konec leta 2001 je znašal 14,1%.

Delež nefinančnega sektorja, katerega glavni del sestavljajo podjetja in fizične osebe, je v opazovanem obdobju v Avstriji malce zrastel na 10,2% ob koncu leta 2001. V Sloveniji prav tako ta delež narašča (17,7% konec leta 2001), na Madžarskem pa pada (23,1% konec leta 2001).

Če povzamemo, v Sloveniji med investitorji prevladujejo monetarne institucije, sledi jim nefinančni sektor, potem še ostale finančne institucije, tujih investitorjev ni. V Avstriji prevladujejo tuji investitorji, sledijo ostale finančne institucije in monetarne institucije, najmanjši delež ima nefinančni sektor. Na Madžarskem prevladujejo ostale finančne institucije, ki jim sledijo tuji investitorji in nato še monetarne institucije. Kot v Avstriji ima tudi na Madžarskem najmanjši delež nefinančni sektor.

Sklepamo lahko, da v Avstriji in na Madžarskem prevladujejo institucionalni investitorji (predvidevamo, da so tudi tuji investitorji v prvi vrsti institucionalni), saj ima nefinančni sektor v lasti najmanjši delež obstoječih državnih obveznic. V Sloveniji je ta delež večji, je pa tudi veliko institucionalnih investitorjev. Institucionalni investitorji so v splošnem bolj aktivni v trgovanju z obveznicami kot fizične osebe, čeprav je učinek tega na dinamiko trgov državnih vrednostnih papirjev nejasen. Povečan promet lahko stabilizira trge, ker institucionalni investitorji običajno reagirajo na majhne dohodkovne razlike bolj kot fizične osebe. Hitro lahko premikajo sredstva iz enega trga na drug trg in s tem povzročajo veliko spremenljivost tržnih cen (International Capital Markets, 1994, str. 36-37). Za slovenske obveznice pa je značilno, da jih že na začetku pokupijo veliki institucionalni investitorji, ki jih potem držijo do zapadlosti, kar duši likvidnost sekundarnega trga.

Tudi internacionalizacija ima svoje prednosti, saj lahko zniža stroške dolga za državo, podaljša ročnosti obveznic, poglobi sekundarni trg državnih obveznic. Pa tudi sicer se zaradi naraščajočega javnega dolga in še drugih dejavnikov država ne more več zanašati le na domače investitorje. Država mora paziti, da ne izpodriva drugih sektorjev gospodarstva in ne vpliva na dvig obrestnih mer. Zaradi sprostitev nadzora nad kapitalskimi tokovi se je povečala mednarodna konkurenca za prihranke, kar pomeni, da domači investitorji svojih prihrankov ne investirajo le na domačem trgu, ampak jih vse bolj privlačijo tudi tuji trgi. Da bi se dolg prodajal z nizkimi stroški, mora država poskrbeti, da bodo njene obveznice privlačne za tuje investitorje, mora se osredotočiti tudi na mednarodne trge. Na mednarodnih trgih so

institucionalni investitorji najbolj pomembni investitorji v takšne obveznice. Tuji institucionalni investitorji prispevajo tudi k uvajanju inovacij na domače finančne trge (Developing Government Bond Markets, 2001, str. 179-208).

## **6.3. TRGOVANJE Z DRŽAVNIMI OBVEZNICAMI**

### **6.3.1. Primerjava strukture državnih obveznic**

Značilnosti državnih obveznic v EMU so že skoraj povsem enake, torej so se standardizirale. Tudi Slovenija in Madžarska se ravnata po njihovem vzoru, tako da se sedaj tako avstrijske kot tudi slovenske in madžarske državne obveznice izdajajo v glavnem s fiksnim kuponom, ki se izplačuje letno. Tudi način štetja dni za natečene obresti in upoštevanje letne osnove je enak, in sicer se upošteva dejansko število pretečenih dni za obresti in dejansko število dni v letu (natečene obresti/število dni v letu). Državne obveznice vseh treh držav na trgu kotirajo s ceno (Sotlar, 2002, str. 26-27; Ministrstvo za finance RS; Reuters).

Če upoštevamo tako slovenske državne obveznice, ki so bile izdane na domačem trgu, kot tiste, ki so bile izdane na tujih trgih, lahko rečemo, da je struktura zapadlosti dokaj enakomerno razporejena. Največja izplačila padejo v leta od 2005 do 2008, nekoliko manj pa v obdobje od 2009 do 2012. Je pa potrebno omeniti, da v letih 2004, 2005 ter v letih od 2009 do 2011 zapadejo izključno ali v glavnem obveznice, izdane na tujih trgih, medtem ko druga leta zaznamujejo predvsem zapadlosti domačih obveznic. Avstrija ima podobno strukturo zapadlosti kot Slovenija, le da so zapadlosti tako domačih obveznic kot obveznic, izdanih na tujih trgih, lepo razporejene. Največja izplačila zapadejo v obdobju od 2003 do 2007, nekoliko manj pa v leta od 2008 do 2013. Struktura zapadlosti madžarskih državnih obveznic pa je neenakomerno razporejena, saj so zapadlosti v glavnem skoncentrirane na obdobje treh let od 2004 do vključno 2006, zadnja zapadlost pa pade v leto 2017. Taka koncentracija izplačil glavnice in/ali kuponov utegne povzročiti motnje na finančnih trgih, kar pa Agencija za upravljanje z državnim dolgom poskuša reševati s sovpadanjem datumov izplačil z datumi poravnave novih avkcijskih izdaj in s povratnimi avkcijami.

Pri strukturi slovenskih obveznic moramo omeniti indeksacijo, saj je bila ta zaradi visoke inflacije pomembna značilnost državnih domačih obveznic v prvih desetih letih po osamosvojitvi. Zadnja izdaja državnih obveznic, vezanih na TOM, je bila 15.10.2002. V letu 2003 pa se izdajajo državne obveznice izključno s fiksno obrestno mero. Madžarske državne obveznice imajo podobno strukturo kuponov kot slovenske državne obveznice, in sicer prevladujejo s 84% fiksne obrestne mere, pomemben delež pa predstavljajo tudi plavajoče obrestne mere. Delež avstrijskih državnih obveznic, ki imajo fiksno obrestno mero, pa je kar 98%. Preostala 2% predstavljajo obveznice z plavajočimi, brezkuponskimi, spremenljivimi in postopoma naraščajočimi obrestnimi merami.

Zanimivo je, da je največji del (55%) slovenskih državnih obveznic denominiran v evrih, šele na drugem mestu je domača valuta z 42%, 3% v celotni nominalni vrednosti izdaj pa zavzemajo izdaje v ameriških dolarjih. Tako velik delež evrov je popolnoma razumljiv, saj je evro tudi valuta denominacije dela domačih državnih obveznic. Sklepamo lahko, da je razlog predvsem v pretekli visoki inflaciji in v pomanjkanju zaupanja investitorjev v domačo valuto. Struktura avstrijskih in madžarskih državnih obveznic pa je bolj pestra. Avstrija ima sicer 89% državnih obveznic denominiranih v nacionalni valuti, ostala struktura dolga pa je kar pisana. Obveznice so namreč denominirane še v ameriških dolarjih, švicarskih frankih, japonskih jeni in celo v madžarskih forintih in južnoafriških randih. Tudi pri madžarski strukturi državnih obveznic glede na valuto denominacije je opaziti večjo raznolikost kot pri slovenski strukturi, čeprav prevladujejo obveznice, izdane v domači valuti. Pomemben delež predstavljajo tudi obveznice, denominirane v evrih (18%) in v japonskih jeni (9%), sledijo obveznice, denominirane v ameriških dolarjih in angleških funtih.

### 6.3.2. Primerjava likvidnosti državnih obveznic

#### 6.3.2.1. Definicija likvidnosti

Mnogi ekonomisti in udeleženci trga vrednostnih papirjev imajo splošen občutek, kaj je likvidnost. Vendar pa je pogosto težko točno opredeliti, kaj pomeni, ko je nek vrednostni papir ali trg označen za likvidnega ali nelikvidnega. Ekonomisti likvidnost različno opredeljujejo in merijo. Nekateri pravijo, da se likvidnost kaže v razponu med prodajno in nakupno ceno vrednostnega papirja, drugi pravijo, da je nek trg likviden, če je možno takoj izvršiti posel katerekoli željene velikosti po željeni ceni. Spet drugi ekonomisti nimajo jasno določene opredelitve likvidnosti, ampak jo opisujejo z določenimi likvidnostnimi merili, kot so velikost trga državnih obveznic ter aktivnost in obseg trgovanja (Jankowitsch, Mösenbacher in Pichler, 2002, str. 4).

#### 6.3.2.2. Posledice nelikvidnosti

Vsi ekonomisti pa se strinjajo, da se pri nelikvidnih vrednostnih papirjih zahteva višja donosnost kot pri likvidnih vrednostnih papirjih. Amihud in Mendelson (1991) sta ugotovila, da se pri odsotnosti kreditnega tveganja pričakovana premija za likvidnost znižuje premosorazmerno s podaljševanjem ročnosti investicije. V prisotnosti kreditnega tveganja pa je razmerje bolj zapleteno. Vayanos in Vila (1999) trdita, da investitorji kupujejo likvidne vrednostne papirje za kratkoročnejše naložbe, nelikvidne pa za dolgoročnejše naložbe, kar pomeni, da je zahtevana premija za likvidnost odvisna od planiranega časovnega spektra naložb investitorja. To na primer pomeni, da bo nek investitor za naložbo v določeno 10-letno državno obveznico, ki ni tako likvidna kot neka druga primerljiva obveznica, zahteval premijo za likvidnost, medtem ko nek drug investitor (na primer pokojninski sklad) ne bo zahteval premije, saj nima namena trgovati z obveznico pred zapadlostjo. Za ravnotežno premijo za likvidnost se zato pričakuje, da bo odvisna od razmerja med kratkoročnim in dolgoročnim

povpraševanjem na trgu in ni določena vnaprej (Jankowitsch, Mösenbacher in Pichler, 2002, str. 5).

### 6.3.2.3. *Mere likvidnosti*

Za merjenje likvidnosti se uporabljajo zelo različne mere, kot so razpon med prodajno in nakupno ceno obveznice, velikost izdaje, število poslov, obseg trgovanja in velikost trga državnih obveznic.

Velikost izdaje in velikost trga državnih obveznic vplivata na likvidnost obveznice. Večje izdaje investitorjem omogočajo lažje upravljanje z imetjem te obveznice, lažje prodajo svoj relativno majhen delež obveznic velike izdaje. Podobno velja tudi za velikost trga državnih obveznic. Sklepamo lahko, da so večje izdaje na večjih trgih državnih obveznic likvidnejše in bi zato morale imeti višjo ceno. Omenimo še, da so obveznice v prvem mesecu po izdaji (on-the-run bonds) običajno likvidnejše kot kasneje.

Obseg trgovanja se pogosto uporablja za merilo likvidnosti. Njegova priljubljenost verjetno izhaja iz dejstva, da so ti podatki lahko dostopni. V splošnem velja, da so trgi, na katerih se odvija veliko prometa z državnimi obveznicami, likvidni. Slabost tega merila likvidnosti pa je njegova povezanost s tržno spremenljivostjo, ki ovira tržno likvidnost (Fleming, 2003, str. 7).

Po Jankowitschu, Mösenbacherju in Pichlerju (2002, str. 8) je dobro merilo likvidnosti tudi število ponudnikov in povpraševalcev na trgu, saj njihovo večje število pomeni večjo možnost udeležencev na trgu za prodajo ali nakup obveznice. Obveznica z večjim številom ponudnikov in povpraševalcev je bolj likvidna in se pričakuje, da bo imela višjo ceno.

Za nelikvidne obveznice je znano, da imajo večji razpon med prodajno in nakupno ceno zaradi višjih stroškov imetja te obveznice. Te stroške investitorji z večjim razponom poskušajo prenesti na druge kupce obveznic. Obveznice z manjšim razpon med prodajno in nakupno ceno naj bi torej imele višjo likvidnost in zato višjo ceno, vendar pa so Jankowitsch, Mösenbacher in Pichler (2002, str. 16) v svoji raziskavi ugotovili, da to v splošnem ne drži.

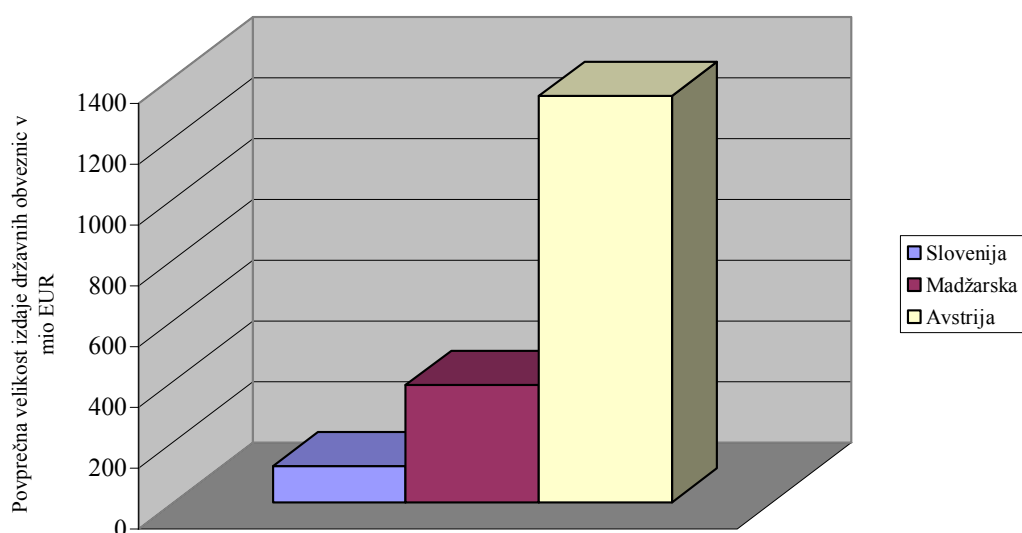
Nekateri ekonomisti pravijo, da likvidnost vrednostnega papirja pove, koliko se je v opazovanem obdobju z njim dejansko trgovalo. Poznamo navadno in tržno likvidnost. Kazalnik navadne likvidnosti se izračuna kot odstotek dejanskega trgovanja v skupnem številu dni trgovanja na trgu. Kazalnik tržne likvidnosti se izračuna kot razmerje med letnim prometom in tržno kapitalizacijo. Slednji je boljši, saj prvi zaradi svoje enostavnosti pogosto prikaže izkrivljeno sliko likvidnosti (Mramor et al., 2000, str. 68-72).



#### 6.3.2.4. Primerjava likvidnosti državnih obveznic

Kot smo omenili že prej, je eden od pokazateljev likvidnosti državnih obveznic velikost izdaje. Slika 12 nazorno pokaže, da je povprečna velikost izdaje avstrijskih državnih obveznic daleč največja, in sicer je na dan 14.6.2003 znašala 1.338 milijonov EUR. Povprečna velikost izdaje madžarskih državnih obveznic je 387 milijonov EUR, najmanjša pa je povprečna velikost izdaje slovenskih državnih obveznic, saj znaša le 121 milijonov EUR. Na evropskem finančnem trgu postaja spodnja meja velikosti izdaje državnih obveznic, ki zagotavlja likvidnost, 1 milijarda EUR (Poročilo o upravljanju z javnim dolgom Republike Slovenije za leto 2001, 2003, str. 26). Iz tega sledi, da so likvidne le avstrijske državne obveznice.

Slika 12: Povprečna velikost izdaje državnih obveznic po posameznih državah v mio EUR na dan 14.6.2003



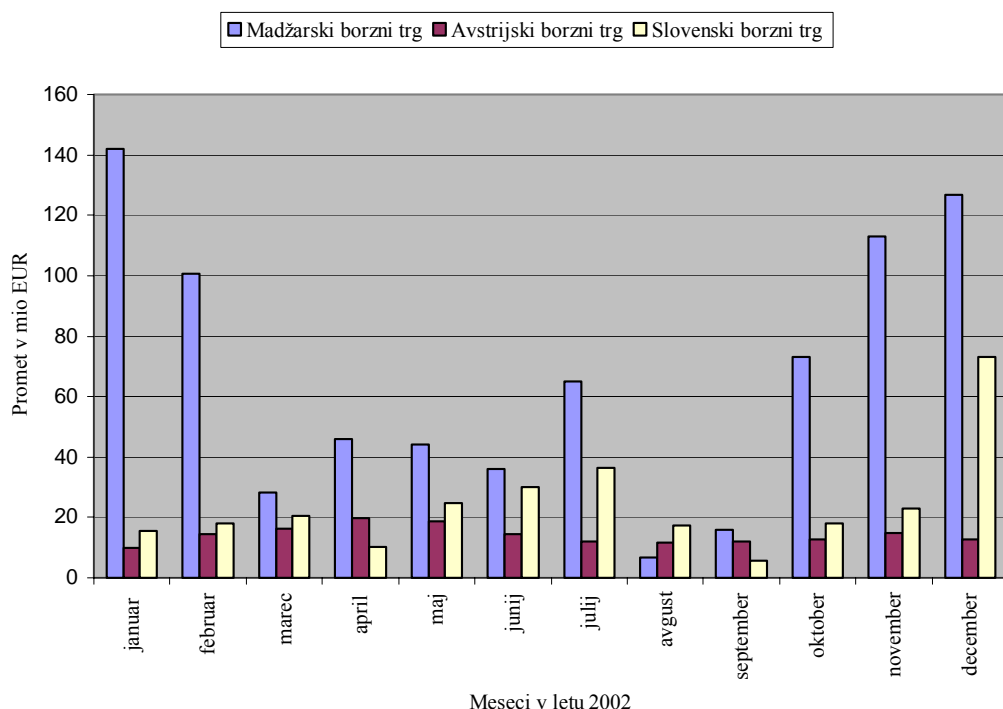
Vir: Bloomberg; Ministrstvo za finance RS; lastni izračuni.

Merilo likvidnosti državnih obveznic je tudi velikost trga državnih obveznic, saj v splošnem velja, da so manjši trgi bolj nelikvidni od večjih trgov (Sotlar, 2002, str. 28). Kot je bilo že omenjeno, je slovenski trg državnih obveznic med primerjanimi tremi državami vsekakor daleč najmanjši, saj je 14.6.2003 obsegal le 5.560 milijonov EUR, medtem ko je bil madžarski trg državnih obveznic s svojimi 27.876 milijoni EUR petkrat večji od našega, avstrijski trg državnih obveznic pa je obsegal kar 133.282 milijonov evrov, kar sicer pomeni, da je eden manjših v Evropski uniji, vseeno pa je skoraj štiriindvajsetkrat večji od našega trga.

Ker za OTC trg ni uradnih statistik in ni možno dobiti podatke za našo analizo, bomo uporabili le razpoložljive podatke nacionalnih borznih trgov. Slika 13 (str. 38) prikazuje, koliko prometa se je v letu 2002 obrnilo z državnimi obveznicami na borzah v primerjanih

državah. Največ prometa z domačimi državnimi obveznicami je bilo na madžarskem borznem trgu, kar precej za njim zaostaja promet na slovenskem borznem trgu, presenetljivo pa je bilo malo prometa z državnimi obveznicami na avstrijskem borznem trgu. V letu 2002 se je največ trgovanja z madžarskimi državnimi obveznicami odvijalo v prvih dveh in zadnjih treh mesecih. V Sloveniji je bilo najbolj živahno trgovanje v prednovoletnem obdobju. Glavni razlog je bila uvrstitev obveznic RS39 v borzno kotacijo. To je omogočilo izgnancem iz II. svetovne vojne, da so prišli do denarnih sredstev, ki jim kot žrtvam vojne pripadajo. Razlog za živahnejši promet pa so utegnili biti tudi nakupi državnih obveznic s strani fizičnih oseb z namenom izkoristiti ugodnosti 3-odstotne olajšave pri dohodnini. Na Dunajski borzi se je trgovanje skozi celo leto odvijalo dokaj enakomerno in v skromnejšem obsegu.

Slika 13: Promet z državnimi obveznicami na madžarskem, avstrijskem in slovenskem borznem trgu v mio EUR v letu 2002



Vir: Monthly Report, januar – december 2002; Jahresstatistik, 2002; Ljubljanska borza, 2003.

Vendar pa promet z državnimi obveznicami ni najbolj primerljiv kazalec, saj je potrebno vedeti tudi, kolikšna je kapitalizacija domačih državnih obveznic na vsaki borzi. Žal za Dunajsko borzo ni razpoložljivega podatka o tržni kapitalizaciji državnih obveznic. Za slovenski in madžarski borzni trg pa lahko izračunamo kazalec tržne likvidnosti. Slovenski kazalec tržne likvidnosti je v letu 2002 znašal 0,16, medtem ko je madžarski kazalec tržne likvidnosti še nižji, znaša le 0,09.<sup>10</sup> Sklepamo lahko, da sta tako madžarski kot tudi slovenski

<sup>10</sup> Izračuna temeljita na virih: Ljubljanska borza, 2003; Ministrstvo za finance RS, 2003; Interni podatki Ljubljanske borze; Monthly Report, januar – december 2002.

borzni trg državnih obveznic nelikvidna. Glede na nizko stanje prometa na Dunajski borzi pa predvidevamo, da je tudi avstrijski borzni trg nelikviden.

Seveda pa ne smemo pozabiti na OTC trg. Medtem ko se v Sloveniji večina prometa odvija na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev, v Avstriji in na Madžarskem glavina prometa poteka preko OTC trga. Leta 1995 je v Avstriji kar 99,6% prometa z državnimi obveznicami potekalo na OTC trgu. (Battley et al., 1997, str. 186) To se do danes ni kaj dosti spremenilo, še vedno je OTC trg glavno območje trgovanja z avstrijskimi državnimi obveznicami. Tudi na Madžarskem »trgovanje preko okenc« močno presega trgovanje na borznem trgu. V letu 2002 je 98,6% trgovanja z državnimi obveznicami potekalo preko OTC trga (Monthly Report, 2002; Magyar Állampapír, 2003).

Ob upoštevanju tako borznega kot tudi OTC trgovanja lahko sklepamo, da so madžarske in avstrijske državne obveznice likvidnejše od slovenskih. Lahko smo še natančnejši, namreč madžarske in avstrijske državne obveznice so likvidne, medtem ko za slovenske državne obveznice velja, da so nelikvidne.

### 6.3.3. Primerjava donosnosti državnih obveznic

#### 6.3.3.1. Krivulje donosnosti

Krivulja donosnosti je grafični prikaz odnosa med ročnostjo obveznice in donosnostjo do dospelosti. V splošnem velja, da imajo, ceteris paribus, obveznice s krajšim časom do dospelja nižje donosnosti. V finančni zgodovini pa niso bili redki primeri, ko je donosnost obveznic s daljšanjem časa do dospelja padala. Zato se pojavlja pomembno vprašanje, na kakšen način sta povezana čas do dospelja in donosnost obveznice. Na to vprašanje ponujata odgovor dve teoriji, ki ju bomo v nadaljevanju predstavili.

- **Teorija pričakovanj**

Po tej teoriji je nagnjenost krivulje donosnosti odvisna od pričakovanj glede prihodnjih sprememb kratkoročnih obrestnih mer. Če udeleženci na finančnih trgih pričakujejo dvig kratkoročnih obrestnih mer, potem bo donosnost dolgoročnih obveznic višja kot donosnost kratkoročnih obveznic. Če pa se pričakuje, da bodo kratkoročne obrestne mere padle, potem bodo dolgoročne obveznice manj donosne kot kratkoročne obveznice (Prohaska, 1999, str. 69-73).

Faktorjev, ki vplivajo na pričakovanja o prihodnjem gibanju kratkoročnih obrestnih mer je veliko, med najpomembnejšimi pa sta prav gotovo inflacija in gospodarska rast. Tako ima pričakovana visoka inflacija za posledico pričakovanja o dvigu nominalnih obrestnih mer, kar se rezultira v naraščajoči krivulji donosnosti. Podobno lahko sklepamo o vplivu gospodarske rasti na krivuljo donosnosti. Če finančni trgi pričakujejo padec gospodarske rasti, ki je

povezan s znižanjem obrestnih mer s strani monetarnih oblasti, potem je krivulja donosnosti padajoča.

- **Teorija likvidnostne preference**

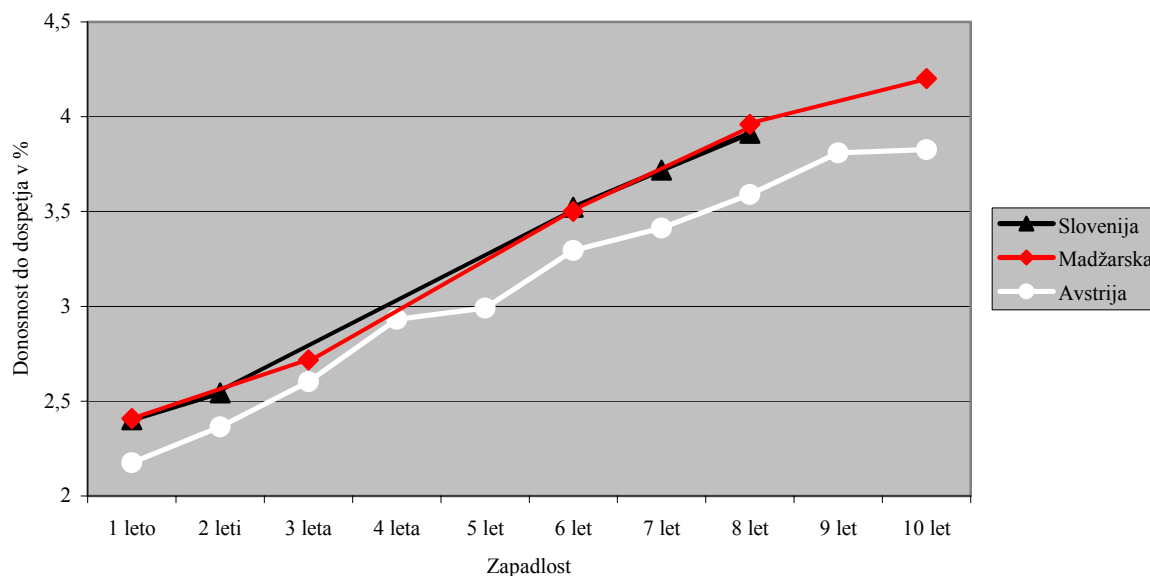
Obveznice z daljšo ročnostjo so bolj občutljive na spremembe v obrestnih merah. Ob dvigu (padcu) obrestnih mer tržna vrednost dolgoročne obveznice pade (naraste) bolj kot tržna vrednost kratkoročne obveznice. Zaradi tega investitorji v dolgoročne dolžniške vrednostne papirje zahtevajo dodatno premijo za tveganje, ki jim bo odtehtala večje tveganje. V tem primeru bo krivulja donosnosti naraščajoča tudi v odsotnosti pričakovanj o dvigu obrestnih mer. Razlog za naraščajočo krivuljo je v višji zahtevani donosnosti za vrednostne papirje, ki so bolj tvegani. Kratkoročni papirji so manj tvegani in po tej teoriji tudi bolj likvidni, saj nudijo večjo cenovno stabilnost in manjše razlike med povpraševalnimi in ponudbenimi cenami (bid-ask spread).

Teorija likvidnostne preference ponuja še dodaten razlog za naraščajočo krivuljo donosnosti. Izdajatelji obveznic namreč preferirajo dolgoročne izdaje obveznic, ker na ta način fiksirajo obrestno mero za daljše časovno obdobje. Zaradi tega bodo izdajatelji pripravljene nuditi višje donosnosti na dolgoročneje papirje. Če povzamemo, kupci obveznic zahtevajo višjo donosnost na dolgoročne obveznice, izdajatelji pa so višjo donosnost pripravljene plačati (Cornett, Saunders, 1999, str. 40-42).

#### *6.3.3.2. Primerjava krivulj donosnosti državnih obveznic*

Na Sliki 14 (str. 41) so prikazane krivulje donosnosti za Slovenijo, Avstrijo in Madžarsko. Za vse tri države so krivulje donosnosti naraščajoče, iz česar bi lahko sklepali, da investitorji v omenjenih državah pričakujejo dvig kratkoročnih obrestnih mer in/ali zahtevajo likvidnostno premijo za držanje dolgoročnih vrednostnih papirjev. Vendar pa je v trenutni gospodarski situaciji, ko je razvita Evropa na robu recesije, dvig kratkoročnih obrestnih mer zelo malo verjeten. Finančni trgi so v pričakovanju nadaljnjih znižanj obrestnih mer tako v EMU kot v ZDA, čemur bodo verjetno sledila gibanja obrestnih mer tudi v Sloveniji in na Madžarskem. Sklepamo torej lahko, da investitorji v državne obveznice v obravnavanih državah zahtevajo tako visoko likvidnostno premijo za dolgoročne papirje, da ta več kot izniči učinek pričakovanj o nadaljnjem znižanju kratkoročnih obrestnih mer.

Slika 14: Krivulje donosnosti za Slovenijo, Avstrijo in Madžarsko na dan 14.6.2003



Vir: Bloomberg.

Iz slike lahko tudi opazimo, da so donosnosti avstrijskih obveznic precej nižje kot donosnosti slovenskih in madžarskih obveznic. Najpomembnejši razlogi za razlike so v bonitetni oceni omenjenih držav. Bonitetna hiša Standard & Poor's namreč pripisuje avstrijskim obveznicam najnižje možno kreditno tveganje (bonitetna ocena je AAA). Na drugi strani je bonitetna ocena Slovenije med A+ in AA (odvisno od ročnosti in valute zadolžitve), Madžarske pa med A- in A. Donosnost slovenskih obveznic bi torej, ceteris paribus, morala biti nižja kot donosnost madžarskih obveznic. Ker pa so madžarske obveznice precej bolj likvidne kot slovenske, lahko sklepamo, da je zahtevana premija za manjšo likvidnost slovenskih obveznic enaka premiji za večje kreditno tveganje madžarskih obveznic.

## SKLEP

V diplomskem delu sem analizirala in primerjala trenutno stanje na trgih državnih obveznic v Sloveniji, Avstriji in na Madžarskem, in sicer predvsem z namenom ugotoviti, kako konkurenčna je Slovenija v primerjavi z obema državama.

Ugotovila sem, da so avkcije v vseh državah najbolj uporabljena tehnika izdajanja državnih obveznic na domačem trgu, vendar pa se značilnosti avkcij od države do države nekoliko razlikujejo, v prvi vrsti glede ureditve nekonkurenčnih ponudb. V okviru izdaje državnih obveznic moramo omeniti slabost slovenske zakonodaje, saj v Sloveniji obstaja zakonska obveznost potrditve vsakokratne izdaje državnih obveznic s strani Ministra za finance, kar so v Avstriji in na Madžarskem že pred časom odpravili. Upravljanje z javnim dolgom bi moralo pridobiti večjo neodvisnost od ostale državne oblasti, s tem pa bi bil tudi postopek izdaj

hitrejši, enostavnejši in učinkovitejši, kar pa bi v končni fazi vplivalo tudi na nelikvidnost, ki je na slovenskem sekundarnem trgu državnih obveznic velik problem.

Avstrija in Madžarska imata že urejen sistem udeležencev primarnega trga, pri čemer se ga Madžarska s pričakovanjem vstopa v EU in EMU trudi še izboljšati, svoje udeležence primarnega trga poskuša pripeljati do standardov ostalih evropskih finančnih institucij. V Sloveniji lahko opazimo le zametke tega sistema. Glavni nameni sistema udeležencev primarnega trga so zagotoviti financiranje javnofinančnega primanjkljaja, zmanjšati stroške financiranja ter povečati transparentnost in širitev sekundarnega trga. V Avstriji in na Madžarskem opravljajo udeleženci primarnega trga tudi funkcije vzdrževalcev trga in s tem zagotavljajo likvidnost in transparentnost sekundarnega trga državnih obveznic. Čeprav sistem udeležencev primarnega trga omejuje vstop na trg, pa je učinek na likvidnost (predvsem na ozkem trgu) tako velik, da večinoma odtehta slabosti. Sprememba pa je zaželjena tudi v načinu oddajanja ponudb udeležencev primarnega trga, saj od primerjanih držav le še v Sloveniji nimamo elektronskega sistema za oddajo ponudb.

Baza investitorjev je v Avstriji in na Madžarskem podobna. V obeh državah prevladujejo tuji investitorji in finančni sektor. Iz tega lahko sklepamo, da prevladujejo institucionalni investitorji. Investitorji v slovenske državne obveznice so v prvi vrsti prav tako finančne institucije, tujih investitorjev pa skorajda ni. Investitorji so v veliki meri postali lastniki slovenskih državnih obveznic tako, da jim je država dala obveznice v zamenjavo za svoje finančne obveznosti, ki jih ima oziroma jih je imela do njih.

Raznolika in široka baza investitorjev ima veliko ugodnosti, med katerimi so vsekakor najpomembnejše podaljšanje ročnosti obveznic, znižanje stroškov financiranja, poglobljanje sekundarnega trga državnih obveznic, povečevanje likvidnosti ter zmanjšanje spremenljivosti tržnih cen. Še zlasti za tuje institucionalne investitorje pa je značilno, da vplivajo tudi na inovativnost. Obdobje zadnjih treh desetletij zaznamujejo številne inovacije, ki so bile predvsem posledica poskusa zadovoljevanja potreb investitorjev v državne obveznice. Slabost tujih investitorjev je predvsem v tem, da povzročajo večjo medsebojno odvisnost različnih finančnih trgov. V splošnem velja, da so institucionalni investitorji aktivnejši v trgovanju z državnimi obveznicami kot mali investitorji, kar pozitivno vpliva na likvidnost. V Sloveniji pa tudi institucionalni investitorji držijo državne obveznice v svojem portfelju do njihove zapadlosti ter na ta način dušijo likvidnost sekundarnega trga. Širjenje baze investitorjev na tuje institucionalne kupce državnih obveznic bi lahko ugodno vplivalo tudi na slovenski finančni trg, čeprav nekateri ekonomisti menijo, da je to dvorezen meč.

Kapitalski dobički so v vseh treh državah podobno obdavčeni, bistvene razlike pa obstajajo v obdavčitvi obvezničnih obresti. Za investitorje je vlaganje v slovenske in madžarske državne obveznice v smislu davčne zakonodaje ugodnejše kot v avstrijske obveznice, saj obe državi za razliko od Avstrije ne obdavčujeta obresti.

Analiza donosnosti državnih obveznic je pokazala, da prinašajo avstrijske državne obveznice najmanjši donos, medtem ko so donosi slovenskih in madžarskih državnih obveznic bolj ali manj enaki. Glede na kreditno tveganje ima najvišjo bonitetno oceno prav Avstrija, sledi Slovenija, Madžarska pa ima od primerjanih držav najnižjo bonitetno oceno. Sklepam, da so izenačeni donosi slovenskih in madžarskih državnih obveznic posledica kompenzacije višje slovenske bonitetne ocene s premijo za nelikvidnost slovenskih državnih obveznic.

Ponovno smo naleteli na nelikvidnost, ki je velik problem slovenskih državnih obveznic. To je med drugim tudi posledica majhnosti slovenskega trga. V diplomskem delu sem ugotovila, da je likvidnost državnih obveznic na slovenskem borznem trgu kljub temu višja kot na avstrijskem in madžarskem borznem trgu, vendar pa ne smemo pozabiti, da se s slovenskimi državnimi obveznicami trguje predvsem preko borze, v Avstriji in na Madžarskem pa se večina prometa odvija na OTC trgu. Za avstrijske in madžarske državne obveznice velja, da so za razliko od slovenskih likvidne. Žal pa podrobnejše analize o likvidnosti zaradi pomanjkanja podatkov (predvsem podatkov iz OTC trga) nisem mogla izdelati. Pa tudi sicer sem skozi celotno izdelavo diplomskega dela večkrat naletela na problem pomanjkanja podatkov. Čeprav je današnji trend vse bolj v smeri transparentnosti trgov državnih obveznic, je še marsikaj nedostopno širši javnosti.

Primerjavo izbranih značilnosti slovenskega, avstrijskega in madžarskega trga državnih obveznic lahko zaključimo z ugotovitvijo, da je potrebno na trgu državnih obveznic v Sloveniji uvesti še kar nekaj izboljšav pred vstopom v EMU, da bi slovenske državne obveznice lahko konkurirale avstrijskim in madžarskim v »boju« za finančna sredstva investitorjev. Gesli sta predvsem likvidnost in transparentnost. Likvidnost na sekundarnem trgu je še posebej cenjena, saj je videti, da nič ne ustraši investitorje bolj, kot da ne morejo prodati vrednostnih papirjev, ko si želijo, brez velike spremembe v ceni. Investitorji tudi ne marajo presenečenj. Bolj ko lahko že vnaprej vedo, kaj vlada namerava narediti na trgu obveznic, bolj so pripravljeni sodelovati na trgu. Seveda pa ne smemo prezreti, da je predpogoj za učinkovit domač trg državnih obveznic in učinkovito upravljanje z javnim dolgom dolgoročna makroekonomska stabilnost, saj slabi makroekonomski temelji onemogočajo ugodno prodajo državnih obveznic, ne glede na izboljšave trga.

Za zaključek pa še ena misel. Trgi državnih obveznic so v današnjem času izjemno dinamični. Nprestano se spreminjajo, izboljšujejo... Za njih prav gotovo velja, kar je nekoč dejal Mark Twain: »Čeprav si na pravi poti, te bodo povozili, če boš le sedel tam.« Torej so priporočljiva eksperimentiranja, inovacije, ki lahko rezultirajo v večji privlačnosti državnih obveznic za investitorje.

## LITERATURA

1. Amor José Manuel: Government Bond Markets in the Euro Zone. B.k.: John Wiley & Sons, 2001. 224 str.
2. Battley Nick et al.: The European Bond Markets. Sixth Edition. London: McGraw-Hill Publishing Company, 1997. 1600 str.
3. Bayle Marc, Thygesen Christian, Santillán Javier: The Impact of the Euro on Money and Bond Markets. Frankfurt: European Central Bank, 2000. 78 str.
4. Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus Alan J.: Essentials of Investments. Fourth Edition. New York: McGraw-Hill/Irwin, 2001. 688 str.
5. Cornett Marcia Millon, Saunders Anthony: Fundamentals of Financial Institutions Management. Boston: The McGraw-Hill Companies, Inc., 1999. 762 str.
6. Developing Government Bond Markets. Washington: The World Bank, 2001. 413 str.
7. Eiteman David K., Stonehill Arthur I., Moffett Michael H.: Multinational Business Finance. Ninth Edition. Boston: Addison-Wesley Publishing Company, Inc., 2001. 694 str.
8. Fleming J. Michael: Measuring Treasury Market Liquidity. [URL: [http://www.ny.frb.org/rmaghome/staff\\_rp/2001/sr133.pdf](http://www.ny.frb.org/rmaghome/staff_rp/2001/sr133.pdf)], 18.6.2003.
9. Gros Daniel, Lannoo Karel: The Euro Capital Market. B.k.: John Wiley & Sons Ltd., 2000. 198 str.
10. International Capital Markets. Washington: International Monetary Fund, 1994. 134 str.
11. Jankowitsch Rainer, Mösenbacher Hannes, Pichler Stefan: Measuring the Liquidity Impact on EMU Government Bond Prices. [URL: <http://www.wiso.uni-koeln.de/dgf/paper/120.pdf>], 31.5.2003.
12. Menaše Mark: Upravljanje sklada dolžniških vrednostnih papirjev. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001. 87 str.
13. Mramor Dušan et al.: Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 2000. 471 str.
14. Mrak Mojmir: Evro in mednarodni trgi obveznic: izkušnje prvih stotih dni. Bančni vestnik, Ljubljana, 5(1999), str. 11-14.
15. Mrak Mojmir: Vpliv uvedbe evra na trg obveznic v Evropi. Bančni vestnik, Ljubljana, 12(2001), str. 26-29.
16. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 205 str.
17. Sotlar Katja: Trg državnega dolga v EMU. Bančni vestnik, Ljubljana, 6(2002), str. 24-29.
18. The Austrian Bond Market. Vienna: Oesterreichische Kontrollbank AG, 2003. 10 str.
19. The Austrian Financial Markets. A Survey of Austria's Capital Markets. Vienna: Oesterreichische Nationalbank, 2002. 151 str.
20. Veselinovič Draško: Mednarodne (poslovne) finance. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001. 284 str.



## VIRI

1. Austrian Federal Financing Act (Federal Legal Gazette, Number 763/1992).
2. Austrian Federal Financing Agency. [URL: <http://www.oebfa.co.at/e/8/index.htm>], 5.4.2003.
3. Banka Slovenije. [URL: [http://www.bsi.si/html/financni\\_podatki/arhiv/](http://www.bsi.si/html/financni_podatki/arhiv/)], 15.6.2003.
4. Bilten javnih financ. Ljubljana: Ministrstvo za finance, 5(2003), 5, 122 str.
5. Distribution of Securities Holdings by Sector. Budapest: National Bank of Hungary, 2000-2002. 44 str.
6. Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung Gem. ESVG 95. Geldvermögen und Verpflichtungen der Österreichischen Volkswirtschaft Ergebnisse für das Jahr 2001. Wien: Österreichische Nationalbank, 9(2002), 48 str.
7. Interna gradiva Ljubljanske borze.
8. Interna gradiva Ministrstva za finance RS.
9. Jahresstatistik 2002. Wien: Wiener Börse, 2002. 21 str.
10. Ljubljanska borza. [URL: [http://www.ljse.si/StrSlo/Trgovanj/Menu/tr\\_tec.htm](http://www.ljse.si/StrSlo/Trgovanj/Menu/tr_tec.htm)], 15.6.2003.
11. Magyar Állampapír. [URL: <http://www.allampapir.hu/alapok/ee.htm>], 21.4.2003.
12. Magyar Állampapír: Government Securities Market. Monthly Report. November 2001-May 2003. Budapest: ÁKK, 2001. 132 str.
13. Magyar Nemzeti Bank. [URL: <http://english.mnb.hu/module.asp?id=134>], 15.6.2003.
14. Ministrstvo za finance RS. [URL: <http://www.sigov.si/mf/slov/obvezn/predst.htm>], 14.6.2003.
15. Monthly Report. January 2002 – December 2002. Budapest: Budapest Stock Exchange, 2002. 250 str.
16. Oesterreichische Kontrollbank AG. [[http://www.oekb.at/english/2/02/index\\_rm\\_e.shtml](http://www.oekb.at/english/2/02/index_rm_e.shtml)], 5.4.2003.
17. Oesterreichische Nationalbank. [URL: [http://www2.oenb.at/stat-monatsheft/englisch/state\\_p.htm](http://www2.oenb.at/stat-monatsheft/englisch/state_p.htm)], 19.3.2003.
18. Poročilo o upravljanju z javnim dolgom Republike Slovenije za leto 2001. Ljubljana: Ministrstvo za finance, 2003. 106 str.
19. Program financiranja državnega proračuna Republike Slovenije za leto 2003, Ljubljana: Ministrstvo za finance, 2003. 21 str.
20. Reuters.
21. The Bloomberg Professional® Service.
22. Zakon o davku od dobička pravnih oseb (Uradni list RS, št. 72/93, 20/95, 18/96, 34/96, 82/97, 27/98, 1/00, 50/02).
23. Zakon o dohodnini (Uradni list RS, št. 71/93, 2/94, 1/95, 7/95, 11/95, 11/96, 18/96, 44/96, 87/97, 13/98, 36/99, 15/00, 35/02).
24. Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 56/99).

## SLOVARČEK TUJIH IZRAZOV

**accrued interest** – natečene obresti

**amortization schedule** – amortizacijski načrt za odplačilo dolga

**benchmark bonds** – referenčne obveznice

**bid-ask spread** – razpon med prodajno in nakupno ceno obveznice

**crowding out** – izrinjanje domačih izdajateljev vrednostnih papirjev zaradi velike ponudbe državnih vrednostnih papirjev, ki absorbirajo prihranke v gospodarstvu

**cut-off price** – najnižja cena uspešne ponudbe na avkciji

**default risk** – plačilno/kreditno tveganje; tveganje neizpolnitve finančnih obveznosti

**discriminatory price auction** – avkcije z diskriminacijsko ceno

**floating-rate bonds** – obveznice s plavajočo obrestno mero

**fungibility** – ponovno odprtje že obstoječega vrednostnega papirja

**kapitalertragsteuer** – davek na kapitalski dohodek

**kapitalmarktpapiere** – dolgoročni vrednostni papirji

**primary dealer** – udeleženec primarnega trga

**market maker** – vzdrževalec trga

**maturity** – ročnost, čas do dospelosti

**(non)competitive auction bids** – (ne)konkurenčne ponudbe na avkcijah

**on-the-run issue** – pred kratkim izdana obveznica določene ročnosti

**par value** – nominalna vrednost

**private placement** – zaprta prodaja vrednostnih papirjev; prodaja vrednostnih papirjev že vnaprej določenim kupcem

**public debt management** – upravljanje z javnim dolgom

**retail investor** – mali investitor; investitor, ki razpolaga z manjšim obsegom sredstev

**reverse auction** – obratna avkcija

**stripped bonds** – razcepljive obveznice (na kupone in glavnico)

**subscription** – vpisovanje vrednostnih papirjev

**uniform price auction** – avkcija z enotno ceno

**variable-rate bonds** – obveznice s spremenljivo (variabilno) obrestno mero

**step-up-rate bonds** – obveznice s postopoma naraščajočo obrestno mero

**winner's curse** – prekletstvo zmagovalca

**withholding tax** – davek po odbitku

## **KRATICE**

**EMU** – Ekonomska in monetarna unija

**EU** – Evropska unija

**EUR** – evro

**HUF** – madžarski forint

**SIT** – slovenski tolar

**TOM** – temeljna obrestna mera

# **PRILOGE**

## PRILOGA 1

Tabela 1: Javnofinančni primanjkljaj kot % BDP v obdobju 1996-2002 za Slovenijo, Avstrijo in Madžarsko

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Slovenija	0,7	-1,1	-1,1	-0,5	-0,9	-1,1	-2,7
Avstrija	-3,8	-1,9	-2,4	-2,3	-1,5	0,3	-0,6
Madžarska	-1,9	-4,0	-3,3	-2,9	-2,9	-3,0	-5,7

Vir: Bilten javnih financ, 2003; Oesterreichische Nationalbank, 2003; Magyar Allampapír, 2003; Government Securities Market, 2001.

Tabela 2: Javni dolg kot % BDP v obdobju 1996-2002 za Slovenijo, Avstrijo in Madžarsko

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Slovenija	22,7	23,3	23,7	24,5	24,0	25,9	26,9
Avstrija	69,1	64,7	64,9	67,5	66,8	67,3	67,9
Madžarska	71,5	62,9	61,1	59,9	56,0	51,9	54,3

Vir: Bilten javnih financ, 2003; Oesterreichische Nationalbank, 2003; Magyar Allampapír, 2003; Government Securities Market, 2001.

## PRILOGA 2

Tabela 3: Evropski program za srednjeročne obveznice

Ročnost	7 dni do 50 let
Valuta	Katerakoli valuta
Trgovci z vrednostnimi papirji	Katerikoli trgovec z vrednostnimi papirji
Obrestna mera	Fiksna, plavajoča, brezkuponska, vezana na indeks ali na formulo
Denominacija	Dogovor med avstrijsko vlado in borznim posrednikom
Vrsta obveznice	Imenska ali registrirana
Registracija	V Luxemburgu ali kakor je določeno v posamezni izdaji
Delovni dnevi	Evro: TARGET Druge valute: najpomembnejši finančni center določene valute
Glavni agent	CITIBANK, NA, London
Sistem poravnave	EUROCLEAR, CEDEL (samo za registrirane obveznice) ali kot je določeno v posamezni izdaji
Glavna zakonodaja	Britanska

Vir: Austrian Federal Financing Agency, 2003.

Tabela 4: Program za izdajo dolga

Ročnost	Maksimalno 50 let (običajno 5, 10 ali 30 let)
Valuta	Evro
Trgovci z vrednostnimi papirji	Udeleženci primarnega trga
Obrestna mera	Fiksna in letna
Denominacija	1.000 evrov
Vrsta obveznice	Globalna, imenska obveznica
Registracija	Vsaj na Dunajski borzi
Delovni dnevi	TARGET
Glavni plačilni agent	Österreichische Kontrollbank AG
Sistem poravnave	Österreichische Kontrollbank AG
Glavna oz uporabljena zakonodaja	Avstrijska
Razcepitev na kupone in glavnico	Možno

Vir: Austrian Federal Financing Agency, 2003.

Tabela 5: Procedura oz. postopek avkcij

Doba do dospelja	Maksimalno 50 let
Valuta	Evro
Trgovci z vrednostnimi papirji	Udeleženci primarnega trga
Obrestna mera	Fiksna, letna
Denominacija	1.000 evrov
Vrsta obveznice	Globalna, imenska obveznica
Registracija	Vsaj na Dunajski borzi
Delovni dnevi	TARGET
Glavni agent	Österreichische Kontrollbank AG
Sistem poravnave	Österreichische Kontrollbank AG
Glavna zakonodaja	Avstrijska
Razcepitev na kupone in glavnico	Možno

Vir: Austrian Federal Financing Agency, 2003.

## PRILOGA 3

Tabela 6: Udeleženci primarnega trga na slovenskih avkcijah

DOMAČE BANKE	OSTALE DOMAČE INSTISTUCIJE
Abanka Vipa d.d.	Vzajemna zdravstvena zavarovalnica d.d.
Banka Celje d.d.	Grawe zavarovalnica d.d.
Gorenjska banka d.d.	Merkur zavarovalnica d.d.
Banka Domžale d.d.	Zavarovalnica Triglav d.d.
Koroška banka d.d.	Zavarovalnica Tilia d.d.
Nova Ljubljanska banka d.d.	Zavarovalnica Maribor d.d.
Banka Koper d.d.	Generali zavarovalnica d.d.
SKB banka d.d.	Adriatic zavarovalna družba d.d.
Nova kreditna banka Maribor d.d.	Slovenica zavarovalniška družba d.d.
Poštna banka Slovenije d.d.	Pozavarovalnica Sava d.d.
Slovenska zadružna kmetijska banka d.d.	Pozavarovalnica Triglav RE d.d.
Slovenska investicijska banka d.d.	M.B.H. d.o.o.
Probanka d.d.	Poteza BPD d.d.
Bank Austria Creditanstalt d.d.	Perspektiva d.d. BPD
Factor banka d.d.	Slovenska odškodninska družba d.d.
Volksbank-ljudska banka d.d.	Kapitalska družba d.d.
Raiffeisen krekova banka d.d.	Nepremičninski sklad pokojninskega in
Banka Zasavje d.d.	invalidskega zavarovanja d.o.o.
Hypo Alpe Adria bank d.d.	Javni sklad RS za regionalni razvoj
	Sklad za financiranje razgradnje NEK
	Prva pokojninska družba d.d.

Vir: Interna gradiva Ministrstva za finance RS.

Tabela 7: Udeleženci primarnega trga na madžarskih avkcijah

DOMAČE BANKE	DOMAČE BORZNO POSREDNIŠKE HIŠE
CIB Közép-Európai Bank Rt.	AEGON Magyarország Értékpapír Rt.
Citibank Rt.	CAIB Értékpapír Rt.
Deutsche Bank Rt.	Raiffeisen Értékpapír és Befektetési Rt.
ERSTE Bank Befektetési Magyarország Rt.	
ING Bank Rt.	
Kereskedelmi és Hitelbank Rt.	
Magyar Külkereskedelmi Bank Rt.	
Országos Takarékpénztár és Kereskedelmi Bank Rt.	
Postabank és Takarékpénztár Rt.	
Magyar Takarékszövetkezeti Bank Rt.	

Vir: Magyar Állampapír, 2003.

Tabela 8: Udeleženci primarnega trga na avstrijskih avkcijah

DOMAČE BANKE	TUJE BANKE
Bank für Arbeit und Wirtschaft Aktiengesellschaft Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG Oberbank AG Österreichische Volksbanken-Aktiengesellschaft Raiffeisenlandesbank Oberösterreich reg.Gen.m.b.H. Raiffeisen Zentralbank Österreich Aktiengesellschaft	ABN AMRO Bank N.V. BNP Paribas Bayerische Hypo- und Vereinsbank Aktiengesellschaft CDC IXIS Capital Markets Citigroup Global Markets Limited Crédit Agricole Indosuez Credit Suisse First Boston (Europe) Limited Deutsche Bank Aktiengesellschaft Dresdner Bank Aktiengesellschaft DZ Bank AG Deutsche Zentral-Genossenschaft Goldman Sachs International HSBC CCF ING Bank N.V. J.P. Morgan Merrill Lynch Morgan Stanley & Co. International Limited Nomura International plc UBS AG

Vir: Austrian Federal Financing Agency, 2003.



## PRILOGA 4

Tabela 9: Slovenske državne tuje in evroobveznice glede na leto zapadlosti in vrsto obrestne mere na dan 14.6.2003 (nominalne vrednosti v mio EUR)

Dospelost	Fiksne	Plavajoče	Skupaj
2003	0	0	0
2004	205	0	205
2005	500	0	500
2006	0	234	234
2007	0	0	0
2008	0	0	0
2009	400	0	400
2010	500	0	500
2011	450	0	450
2012	0	0	0
2013	0	0	0
2014	0	0	0
2015	0	0	0
2016	0	0	0
2017	0	0	0
2018	0	0	0
>2019	0	0	0
Skupaj	2.055	234	2.289
Število izdaj	5	2	7

Vir: Interna gradiva Ministrstva za finance RS, lastni izračuni.

Tabela 10: Slovenske domače državne obveznice glede na leto zapadlosti in vrsto obrestne mere na dan 14.6.2003 (nominalne vrednosti v mio EUR)

Dospelost	Fiksne	Plavajoče	Skupaj
2003	0	51	51
2004	0	47	47
2005	155	84	238
2006	171	141	313
2007	431	325	756
2008	337	257	594
2009	0	0	0
2010	50	0	50
2011	74	0	74
2012	416	0	416
2013	100	0	100
2014	0	0	0
2015	190	86	276
2016	0	0	0
2017	100	0	100
2018	100	0	100
>2019	156	0	156
Skupaj	2.280	991	3.271
Število izdaj	22	17	39

Vir: Ministrstvo za finance RS, 2003; lastni izračuni.

Tabela 11: Valutna struktura slovenskih državnih obveznic (na dan 14.6.2003)

Valuta	EUR	SIT	USD
Odstotek	54,59	54,59	3,35

Vir: Ministrstvo za finance RS, 2003; Interna gradiva Ministrstva za finance RS; lastni izračuni.

Tabela 12: Avstrijske državne tuje in evroobveznice glede na leto zapadlosti in vrsto obrestne mere na dan 14.6.2003 (nominalne vrednosti v mio EUR)

Leto zapadlosti	Fiksne	Plavajoče	Brezkuponske	Spremenljive	Postopoma naraščajoče	Skupaj
2003	360	0	0	0	0	360
2004	1.938	0	0	0	0	1.938
2005	1.158	358	0	205	0	1.721
2006	5.162	0	1.021	0	0	6.183
2007	1.996	0	0	217	0	2.213
2008	169	0	0	0	0	169
2009	2.709	0	0	0	0	2.709
2010	1.267	0	0	0	0	1.267
2011	0	0	0	63	0	63
2012	1.155	0	0	0	0	1.155
2013	845	0	0	92	0	937
2014	0	0	0	0	0	0
2015	0	0	0	0	0	0
2016	0	0	197	0	0	197
2017	0	0	0	0	0	0
2018	0	0	0	0	0	0
>2019	1.332	0	0	100	282	1.714
Skupaj	18.091	358	1.218	677	282	20.626
Število izdaj	40	1	4	7	1	53

Vir: Bloomberg, lastni izračuni.

Tabela 13: Avstrijske domače državne obveznice v mio EUR glede na leto zapadlosti in vrsto obrestne mere na dan 14.6.2003 (nominalne vrednosti v mio EUR)

Leto zapadlosti	Fiksne	Plavajoče	Skupaj
2003	8.837	0	8.837
2004	11.807	0	11.807
2005	13.039	0	13.039
2006	8.031	0	8.031
2007	12.171	0	12.171
2008	8.249	0	8.249
2009	7.626	0	7.626
2010	9.050	0	9.050
2011	8.412	0	8.412
2012	8.518	250	8.768
2013	5.000	0	5.000
2014	1.320	0	1.320
2015	0	0	0
2016	0	0	0
2017	0	0	0
2018	5.100	0	5.100
>2019	5.792	0	5.792
Skupaj	112.952	250	113.202
Število izdaj	46	1	47

Vir: Bloomberg, lastni izračuni.

Tabela 14: Valutna struktura avstrijskih državnih obveznic (na dan 14.6.2003)

Valuta	EUR	USD	CHF	JPY	GBP	ZAR	NOK	HUF
Odstotek	89,22	5,60	3,04	1,35	0,69	0,03	0,04	0,03

Vir: Bloomberg, lastni izračuni.

Tabela 15: Madžarske državne tuje in evroobveznice obveznice v mio EUR glede na leto zapadlosti in vrsto obrestne mere na dan 14.6.2003 (nominalne vrednosti v mio EUR)

Leto zapadlosti	Fiksne	Plavajoče	Skupaj
2003	821	0	821
2004	1.731	0	1.731
2005	831	1.000	1.831
2006	634	0	634
2007	432	0	432
2008	180	0	180
2009	500	0	500
2010	108	0	108
2011	1.288	0	1.288
2012	0	0	0
2013	1.169	0	1.169
2014	0	0	0
2015	72	0	72
2016	0	0	0
2017	0	0	0
2018	0	0	0
>2019	0	0	0
Skupaj	7.766	1.000	8.766
Število izdaj	22	1	23

Vir: Bloomberg, lastni izračuni.

Tabela 16: Madžarske domače državne obveznice glede na leto zapadlosti in vrsto obrestne mere na dan 14.6.2003 (nominalne vrednosti v mio EUR)

Leto zapadlosti	Fiksne	Plavajoče	Spremenljive	Skupaj
2003	1.167	221	8	1.396
2004	1.915	231	0	2.146
2005	3.903	234	5	4.142
2006	2.707	816	0	3.523
2007	1.424	116	0	1.540
2008	990	235	0	1.225
2009	361	23	0	384
2010	0	23	0	23
2011	820	0	0	820
2012	78	0	0	78
2013	1.673	1.155	0	2.828
2014	97	327	0	424
2015	0	0	0	0
2016	0	39	0	39
2017	542	0	0	542
2018	0	0	0	0
>2019	0	0	0	0
Skupaj	15.677	3.420	13	19.110
Število izdaj	23	24	2	49

Vir: Bloomberg, lastni izračuni.

Tabela 17: Valutna struktura madžarskih obveznic (na dan 14.6.2003)

Valuta	HUF	EUR	JPY	USD	GBP
Odstotek	68,53	18,93	8,51	3,52	0,51

Vir: Bloomberg, lastni izračuni.

## PRILOGA 5

Tabela 18: Promet na madžarskem, slovenskem in avstrijskem borznem trgu ter madžarskem OTC trgu v letu 2002 (v mio EUR)

Meseci	Promet na madžarskem borznem trgu	Promet na madžarskem OTC trgu	Promet na slovenskem borznem trgu	Promet na avstrijskem borznem trgu
januar	142	3.763	16	10
februar	101	2.474	18	15
marec	28	3.147	21	16
april	46	2.936	10	20
maj	44	5.397	25	19
junij	36	4.566	30	14
julij	65	5.601	36	12
avgust	7	2.876	17	12
september	16	3.963	6	12
oktober	73	5.887	18	13
november	113	9.425	23	15
december	127	4.509	73	13
skupaj	798	54.544	293	171

Vir: Monthly Report, januar – december 2002; Magyar Nemzeti Bank, 2003; Jahresstatistik, 2002; Ljubljanska borza, 2003; Banka Slovenije, 2003.

## PRILOGA 6

Tabela 19: Opis ocen kreditnega tveganja obveznic

	STANDARD & POORS	MOODY'S	FITCH	
Investicijski razred	AAA	Aaa	AAA	Izdajatelj dolga ima izjemno visoko sposobnost izpolnjevanja svojih finančnih obveznosti. Obstaja zelo velika verjetnost, da bodo obveznosti plačane ne glede na spremembe v razmerah, ki bi lahko vplivale na morebitno nezmožnost plačila.
	AA	Aa	AA	Izdajatelj dolga ima zelo veliko kreditno sposobnost. Verjetnost, da obveznosti ne bodo poravnane zaradi sprememb v razmerah, ki bi lahko vplivale na morebitno nezmožnost plačila, je zelo majhna, a večja kot pri najvišji bonitetni oceni.
	A	A	A	Izdajatelj dolga ima visoko sposobnost izpolnjevanja finančnih obveznosti. Občutljivost izdajatelja dolga na neugodne gospodarske in poslovne razmere je večja kot pri višjih bonitetnih ocenah.
	BBB	Baa	BBB	Izdajatelj dolga ima dobro kreditno sposobnost. Neugodne gospodarske razmere pa bi najverjetneje oslabile to njegovo sposobnost.
Špekulativni razred	BB	Ba	BB	Varnost naložbe v prihodnosti ni zajamčena. Obstaja možnost, da v primeru kakršnihkoli gospodarskih razmer (dobrih ali slabih) obveznost izdajatelja dolga ne bo izpolnjena. Lahko se zgodi, da bo finančna obveznost poplačana na drug način (finančne alternative).
	B	B	B	Naložba je visoko špekulativna oziroma z visokim kreditnim tveganjem. Finančne obveznosti izdajatelj dolga trenutno izpolnjuje, sposobnost nadaljnega izpolnjevanja pa je odvisna od ugodnih gospodarskih in poslovnih razmer.
	CCC, CC, C	Caa, Ca, C	CCC, CC, C	Naložba vsebuje zelo visoko kreditno tveganje. Obstaja realna možnost, da izdajatelj dolga ne bo sposoben poravnati svojih finančnih obveznosti. Ocena CCC oz. Caa pomeni, da je izdajatelj trenutno občutljiv glede poravnavanja finančnih obveznosti, CC oz. Ca pomeni, da je že večkrat prišlo do nesposobnosti plačila, ocena C pa pomeni, da je nezmožnost poravnavanja obveznosti neizogibna.
	D	D	D	Neizpolnjevanje obveznosti.

Vir: Veselinovič, 2001, str. 248, 249.