

UNIVERZA V LJUBLJANI

EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

EVROOBVEZNICA

Ljubljana, junij 2003

TOMAS LIKAR

Študent *Tomas Likar* izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom mag. Igorja Lončarskega in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih straneh.

V Ljubljani, dne

Podpis:

KAZALO

1	UVOD	1
2	OBVEZNICA	2
2.1	OSNOVNE ZNAČILNOSTI OBVEZNIC.....	3
2.2	TVEGANJE	4
2.3	DONOSNOST	7
2.4	VREDNOTENJE.....	8
3	EVROOBVEZNICA	11
3.1	OPREDELITEV	11
3.2	TRG EVROOBVEZNIC V OKVIRU MEDNARODNEGA TRGA OBVEZNIC	12
3.3	NASTANEK IN RAZVOJ TRGA EVROOBVEZNIC	13
3.4	VRSTE EVROOBVEZNIC	14
3.5	VALUTA DENOMINACIJE	16
3.6	ROČNOST EVROOBVEZNIC	17
3.7	IZDAJA EVROOBVEZNIC	18
3.8	UDELEŽENCI NA TRGU EVROOBVEZNIC	21
3.9	RATING EVROOBVEZNIC	23
3.10	SEKUNDARNI TRG.....	25
3.11	REGULACIJA TRGA	25
3.12	PRIMERJAVA TUJIH OBVEZNIC Z EVROOBVEZNICAMI.....	26
4	SLOVENSKE EVROOBVEZNICE	30
4.1	PRAVNA UREDITEV	30
4.2	KREDITNA OCENA REPUBLIKE SLOVENIJE.....	30
4.3	PREGLED EVROOBVEZNIC REPUBLIKE SLOVENIJE	31
4.3.1	<i>NFA obveznice Republike Slovenije 2006</i>	31
4.3.2	<i>Evroobveznica USD 2001</i>	32
4.3.3	<i>Evroobveznica DEM 2004</i>	33
4.3.4	<i>Evroobveznica EUR 2005</i>	34
4.3.5	<i>Evroobveznica EUR, 2009</i>	35
4.3.6	<i>Evroobveznica EUR, 2010</i>	35
4.3.7	<i>Evroobveznica EUR 2011</i>	37
4.4	SEKUNDARNI TRG.....	38
5	SKLEP	38
6	LITERATURA	40
7	VIRI	41

SLOVAR

PRILOGA

1 Uvod

Trg mednarodnih obveznic sestavljata tržna segmenta tujih obveznic in evroobveznic. Oba segmenta sta del mednarodnega finančnega trga in si konkurirata. Če je glavna značilnost trga evroobveznic njegova samoregulacija in izdaja v prinosniški obliki, ki prinosniku omogoča davčno ogibanje, sta za trg tujih obveznic značilni njegova regulacija in registracija, ki zagotavljata obvezničarjem večjo varnost, a povzročata večje stroške izdajatelju.

Namen diplomske naloge je predstaviti evroobveznico kot široko uporabljen dolžniški instrument na mednarodnih finančnih trgih. Poskušal bom analizirati trg evroobveznic kot podtrg evrovalutnega kapitalnega trga, pri čemer me zanimajo posebnosti tega trga pred ostalimi, predvsem trgom tujih obveznic. Slednji je še v sedemdesetih letih zlahka sledil trgu evroobveznic po velikosti primarnih izdaj in se je pričakovala združitev evrovalutnega kapitalnega trga z ameriškim trgom kapitala, kar pa se ni zgodilo. V osemdesetih letih je predvsem dolžniška kriza povzročila »bum« na trgu evroobveznic, ki je osrednja tema diplomske naloge.

Delo je razdeljeno na tri dele. V prvem delu predstavljam obveznico kot dolžniški instrument. Za razumevanje tržnega dogajanja je potrebno teoretično znanje. Temu je namenjen prvi del, kjer poleg osnovnih značilnosti obveznic podajam osnovne koncepte vrednotenja obveznic in računanja donosnosti. V posebnem podpoglavju predstavim vrste tveganja, na katera moramo biti pozorni pri nakupu oz. prodaji obveznic.

Drugi del obravnava evroobveznice. Opisan je postopek izdaje, ki je pri izdaji evroobveznic ključnega pomena. Veliko investorjev ocenjuje boniteto izdajatelja na osnovi že izpeljanih izdaj, zato je uspešno vodena in organizirana izdaja ključnega pomena za prihodnje dolžniško financiranje podjetja. Poleg postopka izdaje analiziram trg evroobveznic v obdobju od leta 1998 do leta 2000 glede na vrsto evroobveznice, valutne denominacije, ročnosti in ocene kreditnega tveganja. V zadnjem podpoglavju primerjam evroobveznice s tujimi obveznicami in podajam razvoj obeh trgov od leta 1970 do leta 1995.

Zadnji, tretji del, je namenjen slovenskim evroobveznicam. Vsako državno zadolževanje spremlja njena zakonodaja. V prvem podpoglavju predstavljam pravno podlago zadolževanja v RS, katere osnova je Zakon o javnih financah (ZJF). V letu 1996 je RS prvič izdala dve seriji evroobveznic denominiranih v USD in DEM, katerih namen je bil zamenjava dolga iz leta 1988 sklenjenega Novega finančnega sporazuma (New financial agreement - NFA). Dober mesec kasneje je sledila izdaja evrodolarske obveznice, katere uspeh je bil izjemen, saj je povpraševanje skoraj 3-krat preseгло ponudbo, zato se je znesek izdaje povečal iz prvotno načrtovanih 250 mio USD na 325 mio USD. V naslednjih letih je RS vsako leto, do vključno leta 2001, izdala po eno evroobveznico. Pri posameznih izdajah slovenskih evroobveznic prikazujem poleg osnovnih značilnosti izdaje še geografsko distribucijo obveznic in distribucijo glede na vrsto investitorja.

2 Obveznica

Obveznica je dolgoročna pogodba med izdajateljem obveznice in njenim kupcem, pri čemer se izdajatelj kupcu obveže, da mu bo izplačal obresti in glavnico v točno določeni višini in na točno določene dneve (Brigham, 1998, str. 256). Obveznice so lahko izdane na ime ali na prinosnika (*bearer bond*). V prvem primeru lahko dvigne obresti in glavnico le oseba, katere ime je napisano na obveznici – to so t. i. imenske obveznice. Pri prinosniških obveznicah se obresti in glavnica izplačajo prinosniku. Poznamo več vrst in razdelitev obveznic, saj se med seboj kar precej razlikujejo.

Glede na vrsto se obveznice delijo na (Prohaska, 1999, str. 55)

1. Navadne obveznice.
2. Nenavadne obveznice.

Glede izdajatelja se navadne obveznice delijo na:

- Državne obveznice,
- občinske obveznice,
- hipotekarne obveznice,
- bančne obveznice,
- podjetniške obveznice.

Državne obveznice izdajajo države oz. njihove vlade in so namenjene financiranju proračunskega primanjkljaja ali posameznih državnih projektov. Izmed vseh obveznic vsebujejo državne obveznice najmanj kreditnega tveganja, saj zanje jamči država s proračunom in svojim premoženjem in predstavljajo osnovo za določanje marže oz. pribitka ostalim obveznicam (Brigham, 1998, str. 257).

Komunalne ali občinske obveznice izdajajo javnopravne finančne organizacije oz. lokalne oblasti. Centralna vlada ne jamči za plačilo obresti in glavnice, zaradi česar so bolj tvegane od državnih obveznic. Pri enakem tveganju imajo komunalne obveznice praviloma višjo kuponsko obrestno mero kot državne obveznice (Brigham, 1998, str. 257).

Hipotekarne obveznice so obveznice, ki jih izdajajo javnopravne finančne organizacije, jamstvo vračila dolga pa predstavlja hipoteka oz. pravica zastavka na nepremičnine (Prohaska, 1999, str. 56).

Bančne obveznice izdajajo banke, hranilnice in druge finančne institucije (Prohaska, 1999, str. 56).

Podjetniške obveznice izdajajo podjetja. V nasprotju z državnimi obveznicami vsebujejo podjetniške obveznice občutno več kreditnega tveganja (*default risk*). Kreditno tveganje se odraža v višji zahtevani stopnji donosa obveznic, ki je praviloma višja od zahtevane stopnje donosnosti pri državnih in komunalnih obveznicah (Brigham, 1998, str. 257).

Poleg navedenih navadnih obveznic poznamo še druge vrste obveznic, ki se med seboj bistveno razlikujejo in jih zato uvrščamo v kategorijo nenavadnih obveznic:

- Evroobveznice,
- tuje obveznice,
- obveznice s spremenljivo obrestno mero,
- brezkuponske obveznice,
- obveznice, ki se glasijo na dvojno valuto,
- obveznice brez dospelja,
- zamenljive obveznice,
- indeksirane obveznice.

2.1 Osnovne značilnosti obveznic

Za zbiranje finančnih sredstev je potrebno poleg tržne prakse poznavanje pojmov in zakonitosti, ki vladajo v svetu obveznic, saj so obveznice zelo razširjen dolžniški instrument, ki ima številne značilnosti, po katerih se medsebojno razlikujejo. Razlike v teh značilnostih pridejo do izraza pri tveganju obveznic, ceni in njenih pričakovanih donosih (Brigham, 1998, str. 258). Za razumevanje obveznic je ključno razumevanje spodaj navedenih pojmov.

Nominalna vrednost ($FC = \text{face value}$)

Nominalna vrednost obveznice je vrednost, ki je zapisana na obveznici in jo pri navadnih kuponskih obveznicah prejme izdajatelj ter jamči, da jo bo ob dospelosti vrnil (Brigham, 1998, str. 258).

Kuponska obrestna mera (r_k) in kupon (K)

Kuponska obrestna mera predstavlja letno obrestno mero, ki jo izdajatelj obveznice plačuje imetniku. Z njo izračunamo letno rento oz. letni znesek obresti z naslednjo enačbo $K = r_k * FC$. Kuponska obrestna mera je določena ob izdaji obveznic in se do dospelja ne spreminja, razen pri obveznicah s spremenljivo obrestno mero (*Floating rate notes*). Pri slednjih se obrestna mera uravnava vsake tri oz. šest mesecev (Brigham, 1998, str. 258).

Rok dospelja obveznice (maturity date)

Rok dospelja je točno določen dan, na katerega mora izdajatelj obveznic poravnati svoje obveznosti, tj. izplačati glavnico in preostale obresti. Glede na rok dospelja ločimo (Brigham, 1998, str. 259):

1. obveznice krajše ročnosti (rok dospelja do 5 let),
2. srednjeročne obveznice (rok dospelja od 5 do 10 let),
3. dolgoročne obveznice (rok dospelja nad 10 let).

Pravica do odpoklica (call option) in premija za odpoklic (call provision)

Izdajatelj obveznic si lahko zagotovi pravico do odpoklica. Zakaj odpoklic? Izdajatelj obveznic plačuje imetniku (*bondholder*) obresti po vnaprej določeni nespremenljivi kuponski obrestni meri. V primeru padca tržnih obrestnih mer plačuje izdajatelj visoke obresti glede na

tržne razmere in ima previsoke stroške financiranja. Z odpoklicem stare izdaje in izdajo novih obveznic z nižjo kuponsko obrestno mero optimira stroške kapitala. Izdajatelj mora za uveljavitev pravice odpoklica plačati premijo za odpoklic. Tržna obrestna mera se mora dovolj znižati, da se odpoklic izplača. V praksi je premija odpoklica za odpoklic v prvem letu enaka vrednosti letnih obresti. V naslednjih letih se vsako leto zniža za faktor INT/N , kjer so INT letne obresti in N čas dospelosti v letih. Velikokrat lahko izdajatelj obveznic slednje odpokliče šele po preteku nekaj let. Pravimo, da so obveznice zaščitene pred odpoklicem (*call protection*). Investitorji zahtevajo za odpoklicne obveznice višjo stopnjo donosa, saj so izpostavljeni tveganju reinvestiranja (Brigham, 1998, str. 259).

Presihajoči sklad (Sinking fund)

Podjetje vzpostavi presihajoči sklad z namenom varovanja interesov obvezničarjev. Z njim se obvezničarji zavarujejo pred morebitnim neizplačilom obresti in glavnice, zato imajo obveznice s presihajočim skladom nižjo stopnjo donosa. Presihajoči sklad se lahko vzpostavi na tri načine (Berk et al, 2002, str. 210):

1. S terminskimi depoziti z istimi datumi kot jih ima obveznica, ki jih upravlja pooblaščen skrbnik.
2. Z odpoklicem dela izdaje po nominalni vrednosti z izvedbo žrebanja serijskih številok obveznic.
3. Z odkupom dela izdaje na odprtem trgu.

Čeprav je bistvo presihajočega sklada v varovanju interesov lastnikov obveznic, se lahko izkaže ravno obratno. Predpostavimo, da obljublja obveznica 10 odstotne letne obresti, potem tržne obrestne mere padejo. Tako prinašajo obveznice z enako dospelostjo in enakim tveganjem 7,5 % letno. V primeru, da so prve obveznice zavarovane s presihajočim skladom, se podjetje odloči za odpoklic dela izdaje po nominalni ceni. Tako bo investitor, katerega obveznica je bila odpoklicana, prejel nominalno vrednost, čeprav se je tržna cena obveznice povečala zaradi padca tržne obrestne mere. Poleg tega je investitor podvržen tveganju reinvestiranja, saj bo lahko prejeti znesek reinvestiral le po nižji (novi) obrestni meri.

2.2 Tveganje

Obveznica je pogodba, s katero se natančno določijo vsi denarni tokovi v prihodnosti. Pogodba je za stranke zavezujoča, vendar lahko pride do odstopanj od dogovorjenih zneskov, ki jih merimo s tveganjem. Različna odstopanja lahko povzročijo različni vzroki, kar pomeni, da imamo več vrst tveganja. Investitorji so tveganju praviloma nenaklonjeni in zahtevajo za večje tveganje večji donos.

Tveganje obrestne mere

Gibanje tečaja obveznic in tržne obrestne mere je obratnosorazmerno. Za investitorje, katerih namen je držati obveznico v lasti do zapadlosti, je sprememba cene obveznice nepomembna, saj bodo ob dospelosti prejeli pogodbeno določeno glavnico. Drugače je pri investitorjih, ki nameravajo obveznico prodati pred dospelostjo. Slednji se srečujejo s tveganjem dviga tržne obrestne mere. Zaradi dviga obrestne mere pade cena obveznic in povzroči investitorju

kapitalsko izgubo pri prodaji na sekundarnem trgu zaradi nižje realizirane cene obveznice. Tveganje obrestne mere je največje tveganje, s katerim se investitor sooča pri nakupu vrednostnih papirjev s fiksnim donosom. Ena izmed metod, s katerimi merimo tveganje obrestne mere, je metoda trajanja (*duration*). Trajanje je tehtano povprečje preostale dospelosti prihodnjih denarnih tokov, pri čemer so uteži razmerja med sedanjo vrednostjo posameznega pričakovanega denarnega toka v letu t in sedanjo vrednostjo vseh prihodnjih denarnih tokov ali tržno ceno obveznice. Manjše ko je trajanje, manjše je tveganje obrestne mere.

Formula za izračun trajanja (Fabozzi, 1995, str. 90):

$$\text{Trajanje} = \frac{\sum_{t=1}^n t * (PVCF_t)}{\sum_{t=1}^n PVCF_t} = \frac{\sum_{t=1}^n t * (PVCF_t)}{\text{Cena}}, \quad (1)$$

pri čemer je:

t = Obdobje, v katerem je pričakovani denarni tok dejansko prejet

n = Število obdobji do dospelosti

$PVCF_t$ = Sedanja vrednost pričakovanega denarnega toka v obdobju t diskontiranega z donosnostjo do dospelosti (YTM)

Primer izračuna trajanja obveznice X na podlagi izmišljenih podatkov:

FV = 1000 YTM = 10% $r_k = 9.5\%$ P = 96.93

Tabela 1: Izračun trajanja

t	CF	PVCF	PVCF/Cena	t(PVCF/Cena)
1	95	86.364	0.089	0.089
2	95	78.512	0.081	0.162
3	95	71.375	0.074	0.221
4	95	64.886	0.067	0.268
5	95	58.988	0.061	0.304
6	95	53.625	0.055	0.332
7	95	48.750	0.050	0.352
8	95	44.318	0.046	0.366
9	95	40.289	0.042	0.374
10	1095	422.170	0.436	4.356
		969.277	1.000	6.823

Trajanje 10 - letne obveznice X znaša 6.823 let.

Daljše trajanje obveznice pomeni večje tveganje obrestne mere. Donosnost do dospelja investitorju pove, kolikšna bo povprečna letna donosnost vloženih sredstev, in zanemarija porazdelitev denarnih tokov znotraj dobe dospelja. To pomankljivost odpravlja izračun trajanja. Trajanje je tako nižje pri obveznici z višjo kuponsko obrestno mero, saj se obvezničarju vrne v prvih letih relativno več vloženih sredstev kot pri nižji obrestni meri. Trajanje navadnih kuponskih obveznic je vedno nižje od časa dospelosti. Trajanje brezkuponske obveznice je enako njeni celotni dospelosti, saj brezkuponska obveznica ne prinaša obresti. Kot vsaka metoda ima tudi trajanje svojo pomankljivost. Pri vsaki spremembi

tržne donosnosti se tudi trajanje spremeni, kar zahteva redno spremljanje gibanja obrestne mere in sprotno računanje trajanja. Dvig (padeč) tržne obrestne mere povzroči znižanje (zvišanje) trajanja.

Tveganje reinvestiranja

Tveganje reinvestiranja je tveganje padca tržnih obrestnih mer. Pri obrestnem tveganju povzroči dvig tržne obrestne mere padeč tržne vrednosti obveznic in investitorjevega portfelja. Pri tveganju reinvestiranja je proces obraten. Zaradi padca tržnih obrestnih mer se investitorju sicer poveča tržna vrednost obveznic, vendar bo lahko prihodke z naslova obveznic reinvestiral le po nižani tržni obrestni meri. Tako je tveganje reinvestiranja povezano z prihodki z naslova obveznic v portfelju medtem, ko je obrestno tveganje povezano z samo vrednostjo portfelja.

Tveganje odpoklica

Tveganje odpoklica je povezano s pravico do odpoklica. Z investitorjeve strani obstajata vsaj dve slabosti odpoklicnih obveznic. Prva slabost je v dejstvu, da investitor (ob nakupu obveznice) ne more natančno predvideti prihodnjih denarnih tokov z naslova obveznice, razen v primeru zelo stabilnih tržnih razmer. Druga slabost se kaže v primeru dejanskega odpoklica obveznic s strani izdajatelja. Drži, da bo investitor v tem primeru dobil odškodnino v višini premije za odpoklic, vendar bo istočasno izpostavljen tveganju reinvestiranja. Zaradi padca tržnih obrestnih mer ne bo uspel reinvestirati prilivov po pričakovani donosnosti do dospelja.

Kreditno tveganje

Kreditno tveganje se nanaša na nezmožnost pravočasnega plačila obresti in glavnice s strani izdajatelja obveznic. Kreditno tveganje je zelo pomembno, saj v dobri meri določa donosnost vrednostnega papirja. Večje tveganje investitorji kompenzirajo z višjo zahtevano stopnjo donosa.

Tveganje inflacije

Inflacijsko tveganje pomeni tveganje za imetnika obveznice, da bo inflacija v naložbenem obdobju višja od pričakovane in bo zaradi nje prišlo do manjše realne vrednosti donosov. Lahko se zgodi, da je dejanska stopnja inflacije višja od kuponske obrestne mere, kar pomeni za investitorja negativno donosnost¹. Poleg nižje ali celo negativne donosnosti vpliva inflacija tudi na znižanje tržne vrednosti obveznic, katerih inflacijska pričakovanja so nerealna. V obdobju visoke inflacije imajo novoizdane obveznice višjo kuponsko obrestno mero, s katero izničujejo vpliv inflacije ter prinašajo pozitivne realne obresti. Zaradi relacije »obrestna mera - cena obveznic« padejo cene obveznic. Obveznice, katerih inflacijska pričakovanja so nerealna, lahko konkurirajo z novoizdanimi obveznicami le z nižjo tržno ceno. Tako investitor realizira še kapitalsko izgubo v primeru prodaje obveznice. Učinkovita, vendar administrativna metoda, s katero se investitor zavaruje proti tveganju inflacije, je nakup indeksirane obveznice (*indexed bond, purchasing power bond*). Pri teh obveznicah so obresti

¹ Z natečenimi obrestmi bo skušal pokriti razkorak, ki je nastal zaradi spremembe kupne moči, kar mu v celoti ne bo uspelo.

izplačane na osnovi stopnje inflacije, pri čemer se nominalna obrestna mera spreminja glede na spremembo stopnje inflacije. Te obveznice so popularne v državah, kjer je stopnja inflacije resen in dolgotrajen problem (Brigham, 1998, str. 261).

Likvidnostno tveganje

Likvidnostno tveganje je tveganje, da investitor ne bo uspel prodati obveznic po zanj ugodni ceni. Likvidnostno tveganje je v veliki meri povezano z ostalimi tveganji. Merilo likvidnostnega tveganja je razlika med ponujeno (*BID*) in povpraševano ceno (*ASK*) na sekundarnem trgu. Večja ko je razlika, večje likvidnostno tveganje drži obveznica.

Valutno tveganje oz. tečajno tveganje

Valutno tveganje je povezano z evroobveznicami in s tujimi obveznicami. Te obveznice se praviloma prodajo širšemu svetovnemu krogu investitorjev in so denominirane v valuti, ki ni domicilna valuta investitorja. Tako mora investitor prejete obresti zamenjati na deviznem trgu za domačo valuto. Višina prejetih obresti je tako odvisna od trenutnega deviznega tečaja. Če v obdobju od nakupa obveznice do izplačila obresti domača valuta deprecira², bodo prejete obresti in realizirana donosnost višje od pričakovanih.

Deželno tveganje

Deželno tveganje ali tveganje investiranja po državah zajema široko področje različnih tveganj. Lahko ga opredelimo kot izpostavljanje izgubam v kreditnih poslih s tujino zaradi okoliščin, ki nastanejo zaradi vpliva ali vmešavanja države v te posle. Temeljni vzroki, ki pogojujejo deželno tveganje, so:

- Politični vzroki (vojna, upor, politični nemiri itd.),
- socialni vzroki (razlike med družbenimi razredi, državljanske vojne itd.),
- ekonomski vzroki (stopnja rasti BDP-ja, stavke, povečanje proizvodnih stroškov, davčni sistem itd.).

Tržno tveganje (Market risk)

Tržno tveganje je povezano s razmerjem med ponudbo in povpraševanjem po obveznicah in tako oblikovanim tečajem obveznice. Tako na ponudbo kot na povpraševanje vpliva veliko zunanjih dejavnikov.

2.3 Donosnost

Donosnost do dospelja (Yield to maturity)

Donosnost do dospelja je stopnja donosa, ki izenači sedanjo vrednost prihodnjih denarnih tokov s tržno ceno obveznice (tj. cena, po kateri smo obveznico kupili) in je najbolj uporabljan kriterij za primerjavo donosnosti obveznic.

$$TC = \frac{Kupon_1}{(1 + YTM)} + \frac{Kupon_2}{(1 + YTM)^2} + \dots + \frac{G + Kupon_n}{(1 + YTM)^n}, \quad (2)$$

² Predpostavljamo drseči devizni sistem.

pri čemer je:

TC = tržna vrednost obveznice na dan nakupa

G = glavnica

YTM = donosnost do dospelja (yield to maturity)

n = čas od nakupa do dospelosti obveznice

Za realizacijo predvidene donosnosti do dospelja morata biti izpolnjena dva pogoja:

- Investitor poseduje obveznico do dospelosti,
- izdajatelj obveznice poravnava vse pogodbene obveznosti v pravem času.

Donosnost do odpoklica (*Yield to call*)

Imetnik obveznice v primeru odpoklica ne more realizirati predvidene donosnosti do dospelja temveč donosnost do odpoklica.

$$TC = \frac{Kupon_1}{(1+YTC)} + \frac{Kupon_2}{(1+YTC)^2} + \dots + \frac{Kupon_n + G + Pr emija}{(1+YTC)^n}, \quad (3)$$

pri čemer je:

TC = tržna vrednost obveznice na dan nakupa

G = glavnica

YTC = donosnost do odpoklica (*yield to call*)

n = čas od nakupa do odpoklica obveznice

Pri ocenjevanju odpoklicnih obveznic si pomagamo s pričakovano donosnostjo do odpoklica. Ker ne moremo natančno vedeti, na kateri dan bo prišlo do odpoklica, natančnega odgovora ne poznamo, saj ni nujno, da bo izdajatelj obveznice odpoklical takoj, ko se bo to izplačalo, ampak lahko počaka in špekulira glede na nadaljne gibanje obrestnih mer.

Tekoča donosnost (*Current yield*)

Tekoča donosnost (TD) je razmerje med vsakoletnim dohodkom v obliki obresti in tržno ceno, po kateri smo obveznico kupili.

$$TD = \frac{\text{Kupon}}{\text{Tržna cena}} \quad (4)$$

Kapitalska donosnost (*Capital yield*):

Kapitalska donosnost (KD) izraža odstotno spremembo tečaja obveznice v primerjavi s preteklim obdobjem.

$$KD = \frac{Cena_n - Cena_{n-1}}{Cena_{n-1}} \quad (5)$$

2.4 Vrednotenje

Vrednost finančnega premoženja, kot so delnice, obveznice in tudi fizičnih naložb, je sedanja vrednost pričakovanih prihodnjih denarnih tokov. Glede na to da poznamo tri glavne vrste obveznic, ki se razlikujejo pri izplačevanju denarnih tokov, ponazarjam vrednotenje obveznic

za vsako vrsto posebej. V poglavju 2.3 sem predstavil donosnost. Sedaj predpostavljam, da poznamo zahtevano donosnost, ki je potrebna za vrednotenje obveznic.

Navadne kuponske obveznice

Pri navadnih kuponskih obveznicah se izdajatelj obveže, da bo redno plačeval obresti v obliki kuponov enkrat ali večkrat letno in ob dospelosti poravnal glavnico oz. nominalno vrednost. Vrednost obveznice je seštevek sedanje vrednosti v prihodnosti izplačanih obresti in glavnice. Prihodnje denarne tokove diskontiramo z zahtevano stopnjo donosa za naložbo podobnega tveganja (Mramor, 1993, str. 201).

$$V = F \frac{1}{(1+r)^n} + K \sum_{t=1}^n \frac{1}{(1+r)^t}, \quad (6)$$

pri čemer je:

V = vrednost obveznice

F = nominalna vrednost

r = zahtevana stopnja donosa

n = dospelost obveznice

K = kupon

Obveznice brez dospelosti

Izdajatelj obveznic brez dospelosti redno izplačuje obresti enkrat ali večkrat letno v neskončnost. To pomeni, da izdajatelju nikoli ne povrne glavnice. Zaradi ponavljajočih se enakih zneskov se vrednost obveznice brez dospelosti izračuna s preprostim obrazcem za vsoto neskončne padajoče geometrijske vrste s kvocientom $1/(1+r)$, ki je enaka $1/r$ (Mramor, 1993, str. 203).

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{K}{(1+r)^t} = K \times \sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{(1+r)^t} = \frac{K}{r}, \quad (7)$$

pri čemer je:

V = vrednost obveznice brez dospelosti

t = čas, ki začne teči ob izdaji obveznice in teče v neskončnost

K = kupon

r = zahtevana stopnja donosa

Brezkuponske obveznice:

Brezkuponske obveznice izdajatelj proda z diskontom in ob dospelosti obvezničarju izplača nominalno vrednost.

$$V = F \frac{1}{(1+r)^n}, \quad (8)$$

pri čemer je:

V = vrednost obveznice

F = nominalna vrednost brezkuponske obveznice

r = zahtevana stopnja donosa

n = dospelost brezkuponske obveznice

Oblikovanje tečaja obveznice

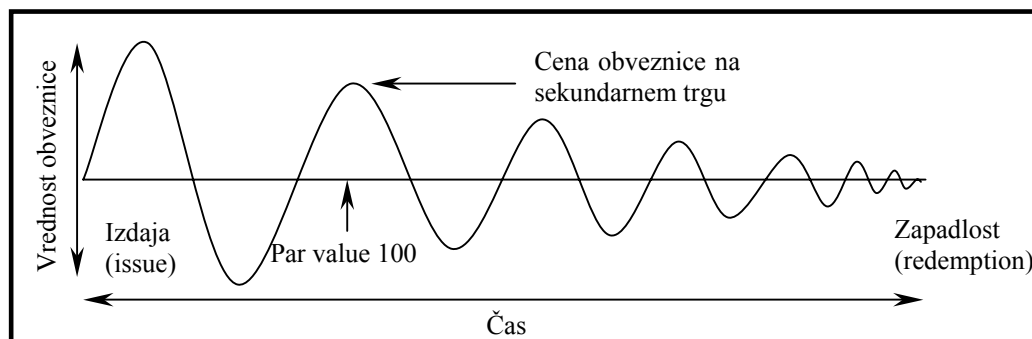
Za razliko od delnic, kjer se cena izraža v absolutnem znesku denarnih enot, se cena obveznic izraža v odstotku od nominalne vrednosti. Tečaj obveznice je odvisen od ponudbe in povpraševanja na sekundarnem trgu vrednostnih papirjev. Če povpraševanje presega ponudbo, se tečaj obveznice dvigne, pri čemer se donosnost obveznice zmanjša. V primeru presežka ponudbe, ko investitorji prekomerno prodajajo obveznice, se cena obveznic zniža, kar poviša njeno donosnost. Razmerje med ceno obveznice in njeno donosnostjo je obratnosorazmerno. Obveznice nam prinašajo točno določene denarne tokove v prihodnosti, ki se ne spreminjajo, zato se stopnja donosa poveča pri nakupu obljubljenih tokov po nižji ceni in zniža pri nakupu obljubljenih tokov po višji ceni. Ravnotežje med ponudbo in povpraševanjem obveznic predstavlja tržna obrestna mera. Tržna obrestna mera je lahko enaka, višja ali nižja od nominalne, tj. kuponske obrestne mere, kar vpliva na oblikovanje tečaja obveznic (glej Sliko 1, str. 10) in sicer (Fabozzi, 1995, str. 56):

1. Če je nominalna obrestna mera enaka tržni obrestni meri, potem je tudi tečaj obveznice 100, kar pomeni, da je tržna cena obveznice enaka njeni nominalni vrednosti.
2. Če je tržna obrestna mera (obrestna mera, po kateri si v trenutku nakupa obveznice posamezni investitorji sposojajo finančna sredstva) višja od nominalne obrestne mere, je tečaj nižji od nominalne vrednosti. Obveznica se prodaja z diskontom in prinaša investitorju tečajni oz. kapitalski dobiček.
3. V primeru, da je tržna obrestna mera nižja od nominalne obrestne mere, je tečaj obveznice višji od nominalne vrednosti obveznice. Obveznica se prodaja s premijo in prinaša investitorju kapitalsko izgubo

Iz izraza (6) ugotovimo naslednji povezavi (Prohaska, 1999, str. 58):

1. Čim višja je zahtevana stopnja donosa v imenovalcu, tem nižja je cena obveznice (glej Sliko 2, str. 11).
2. Na spremembo zahtevane stopnje donosa so bolj občutljive obveznice z daljšo, kot obveznice s krajšo zapadlostjo (glej Sliko 1, str. 10)

Slika 1: Gibanje tržne cene obveznice od izdaje do dospelosti



Vir: Valdez, 2000, str. 108.

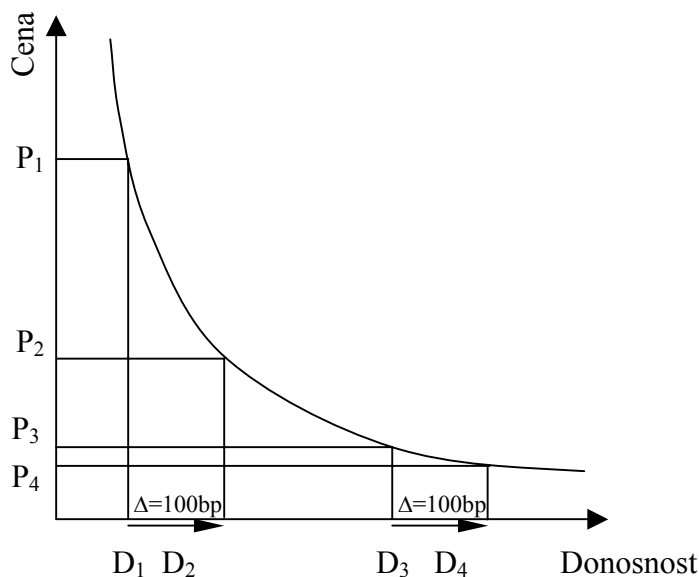
Cena obveznice na sekundarnem trgu je torej odvisna od tržne obrestne mere. Večji je razpon med nominalno in tržno obrestno mero, večja je razlika med nominalno in tržno vrednostjo obveznice. Poleg tržne obrestne mere, vpliva na razliko tudi čas do dospelja. Obveznice z

daljšo dospelostjo so bolj občutljive na spremembe tržne obrestne mere kot obveznice s krajšo dospelostjo.

Odnos med ceno in donosnostjo navadne obveznice

Temeljna lastnost navadne obveznice je inverzno gibanje njene cene in donosnosti. Inverznost izhaja iz dejstva, da je cena obveznice enostavno sedanja vrednost prihodnjih denarnih tokov, ki jih obveznica obljublja. Dvig (padec) zahtevane donosnosti povzroči padec (dvig) sedanje vrednosti prihodnjih denarnih tokov, torej tudi cene.

Slika 2: Odnos med ceno in donosnostjo



Vir: Fabozzi, 1995, str. 85.

Cena obveznice je bolj nestabilna pri nizki tržni obrestni meri kot pri višji. Kadar je obrestna mera na trgu relativno *nizka* (in s tem tudi zahtevana donosnost), bo sprememba le-te za eno odstotno točko spremenila ceno obveznice bolj kot v primeru, ko je tržna donosnost pred spremembo relativno *visoka*. Zaradi te lastnosti obveznic je krivulja *cena - donosnost* konveksna (Fabozzi, 1995, str. 97).

V prvem začetnem stanju je obrestna mera relativno nizka (D_1). Dvig obrestne mere za eno odstotno točko spremeni ceno obveznice za $(P_2 - P_1)$. Ko je začetna donosnost nekoliko višja (D_3), vpliva sprememba donosnosti (za eno odstotno točko) na ceno obveznice v manjši meri kot prej. Cena pade iz ravni P_3 na raven P_4 .

3 Evroobveznica

3.1 Opredelitev

Evroobveznica je dolgoročni dolžniški finančni instrument, ki izpolnjuje dva pogoja (Mrak, 2002, str. 546):

1. Temelji na dogovoru, s katerimi se konzorcij bank obveže, da bo prodal izdane obveznice,
2. je prodan v drugih državah in ne v državi, v katere valuti je obveznica denominirana.

Predpona »evro« je zavajujoča³. Čas in Rotar (Čas, Rotar, 1994, str. 46) definirata evroobveznice kot »obveznice, izdane izven države in v drugi valuti kot je valuta države izdajatelja obveznic«. Evroobveznice torej ne zapadejo pod nacionalno zakonodajo, v katere valuti je bila izdana in so izdane v prinosniški obliki, kar je pomembno z dveh vidikov (Mrak, 2002, str. 546):

1. V nasprotju s tujimi in domačimi obveznicami (t. i. registriranimi obveznicami) omogočajo evroobveznice lastnikom oz. investitorjem anonimnost osebnih podatkov.
2. Investitorju omogočajo posebni davčni status saj mu zanje ni potrebno plačati t. i. davka po odbitku (*withholding tax*)

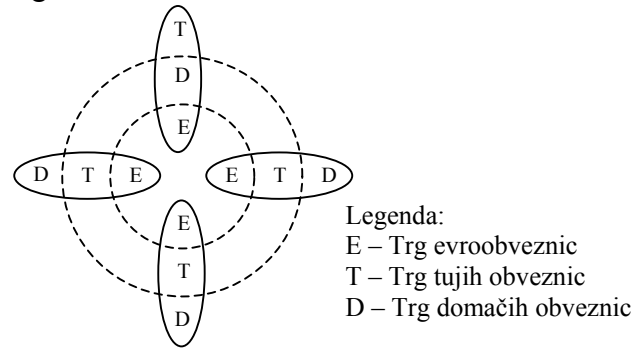
Za boljše razumevanje pojma evroobveznic je na mestu opredelitev evrovalute, ki je osnova širšega evrovalutnega trga. Definicija evrovalute se je spreminjala skozi različna obdobja razvoja evrotrga. Na samem začetku so sestavljali evrotrg predvsem dolarji, zato so trg imenovali evrodolarski trg. Evrodolar je navaden ameriški dolar, deponiran na računu neameriške banke, lahko tudi na računu ameriške banke (njene filiale), ki je registrirana izven ZDA. Devizni tečaj za oba je enak, edina razlika je ta, da so lastniki evrodolarjev nerezidenti in da so v rednem obtoku izven ZDA. Takšna definicija je ustrezna za preprosto razumevanje, lahko pa navaja k napačnim sklepom. Evrodolar ne nastopa v obliki posebnih bankovcev ali kovanega denarja (Bovha, 1999, str. 37). Zato so bolj pravilne definicije, ki evrodolarje razlagajo kot bančne depozite, denominirane v ameriških dolarjih pri bankah zunaj ZDA (Čas, Rotar, 1994, str. 46).

3.2 Trg evroobveznic v okviru mednarodnega trga obveznic

Trg obveznic v širšem smislu sestavljata trg mednarodnih in trg domačih obveznic. Trg mednarodnih obveznic se deli na trg evroobveznic in trg tujih obveznic. Na trgu domačih obveznic sodelujejo na strani ponudbe domači rezidenti in se trguje z obveznicami, denominiranimi izključno v domači valuti. O trgu tujih obveznic govorimo, ko se za tujega dolžnika izdajo obveznice v določeni nacionalni valuti na nekem domačem, nacionalnem trgu kapitala. Za evroobveznice, ki so predmet trga evroobveznic, je značilno, da so denominirane v drugi valuti, kot je valuta države, kjer so izdane, in ne zapadejo pod njeno zakonodajo.

³ Dejstvo, da je predpona »evro« zavajujoča, je spodbudilo nekatere avtorje k iskanju alternativnega imena. Za poimenovanje evrofinančnih trgov se največkrat uporablja izraz »zunanjji« trgi in »ksenofinančni« trgi.

Slika 3: Mednarodni in domači trgi obveznic



Vir: Andersen, 1997, str. 4.

3.3 Nastanek in razvoj trga evroobveznic

K nastanku trga evroobveznic in evrovalutnega trga nasploh so v šestdesetih letih pripomogle plačilno-bilančne težave v ZDA. Po drugi svetovni vojni so ameriški programi za obnovo porušene Evrope predstavljali pomemben vir dolarjev. Dolar je prav tako pridobil na pomenu z Bretton - Woodskim sporazumom leta 1944, ko so se evropske države sporazumele, da bodo skrbele za fiksne tečaje svojih valut glede na vrednost dolarja. Za ohranjanje stabilnega tečaja so potrebovale dolarske rezerve, kar je povečalo povpraševanje po dolarjih. Takoj po prvi izdaji evroobveznic, 18. julija 1963⁴, je imel ameriški predsednik John F. Kennedy govor v kongresu, kjer je predlagal uvedbo davka za izravnavo obrestnih mer (**Interest Equalization Tax**). Davek je kongres kasneje sprejel z aktivno klavzulo, kar pomeni, da je veljal za vse izdaje od Kennedyjevega govora naprej. Davek so plačevali imetniki tujih obveznic v ZDA na obresti, ki so bile višje od obresti na ameriške vezane vloge. Namen davka je bil preprečiti odtok dolarjev iz ZDA. Obdavčeni so bili vsi neameriški izdajatelji, ki so želeli izdati obveznice na ameriškem trgu kapitala (*Yankee bond market*). Tako je bil neameriški izdajatelj primoran zvišati nominalno obrestno mero, da je kompenziral davek in ostal konkurenčen. Ocene kažejo, da so se stroški zadolževanja efektivno povečali za eno odstotno točko (Fisher, 1979, str. 20-21). Drugi ukrep za reševanje plačilne bilance je bil leta 1965 ustanovljen **Foreign Credit Restraint Program**, ki je določal maksimalno količino kreditov, ki so jih ameriške banke nudile domačim ekonomskim subjektom v povezavi z njihovimi neposrednimi investicijami v tujini. Ukrep je spodbudil ekonomske subjekte, da so si začeli sposojati sredstva v USD od finančnih virov, za katere sistem ni veljal. ZDA so uvedle še druge administrativne ukrepe za reševanje njihove plačilne bilance. Ti ukrepi niso neposredno vplivali na razvoj trga evroobveznic, temveč posredno preko razvoja evrovalutnega tržišča. Prvi ukrep je bil »**Regulation Q**«, ki so ga ameriške oblasti sprejele leta 1956. Z ukrepom so določili najvišje obrestne mere, ki so jih banke članice ameriškega bančnega sistema smele plačevati na vezane vloge. Poleg tega je ukrep prepovedal plačilo obresti na vloge z dospelostjo, krajšo od 30 dni. V letu 1968 so se tržne obrestne mere dvignile nad obrestno mero, ki jo je določal omenjeni ukrep. Tako so evrobanke igrale vlogo posrednika med posojilodajalci in posojilojemalci, saj niso bile pod kontrolo ameriških oblasti

⁴ Mnenja med strokovnjaki glede prve izdaje evroobveznic so deljena. Nekateri avtorji navajajo leto 1957, drugi leto 1961 in tretji leto 1963 (Mrak, 2002, str. 548). Fisher označuje za prvo evroobveznico izdajo obveznic italijanskega podjetja Autostrade leta 1963.

in so lahko plačevale višjo obrestno mero od dovoljene po predpisu »Regulation Q«. Ameriške banke so začele iz tržnih vzgibov ustanavljati bančne podružnice izven ZDA in se aktivno vključevale v posle na evrotrgu. Poleg tega so ameriške monetarne oblasti uvedle ukrep »**Regulation M**«, s katerim so povišale stopnjo obvezne rezerve za banke v ameriškem bančnem sistemu. Ukrep je povzročil višje stroške ameriškim bankam in zmanjšal njihovo konkurenčnost v primerjavi z bankami v tujini (Mrak, 2002, str. 530). Tako so imele evropske finančne institucije od leta 1963 do leta 1974, ko so bili vsi trije ukrepi ukinjeni, pobudo za umik z ameriškega trga in vzpostavitev novega, t. i. evrotrga. Vsi štirje ukrepi so spodbudili trg evroobveznic k njegovi hitri rasti.

Po ukinitvi ukrepov se je pričakovala spojitev evrotrga z domačim ameriškim trgom, kar se ni uresničilo. To potrjuje dejstvo, da se je trg dinamično razvijal od sedemdesetih let dalje, ko so bile vse zgoraj navedene omejitve v ZDA odpravljene. Dejavnike, ki so spodbujali razvoj trga, lahko zaokrožimo v dve skupini (Mrak, 2002, str. 531):

1. V prvo skupino lahko uvrstimo dejavnike, ki so delovali kontinuirano skozi obdobje razvoja evrotrga in so evrobankam omogočali visoko stopnjo fleksibilnosti pri vodenju poslovne politike. Le-te so lahko brez večjih stroškov in regulativ usklajevale prilive in odlive sredstev, bodisi s posojanjem presežnih sredstev bodisi z zadolževanjem, če jim sredstev primanjkuje. Na segmentu trga, kjer prihajajo banke v stik s svojimi komitenti, je bil sindicirani kredit ključna inovacija na področju instrumentov kreditiranja. Bankam, zbranim v bančni sindikat, je omogočil razpršitev tveganja, kreditojemalcem pa dostop do večjih kreditnih zneskov.
2. Druga skupina faktorjev je omejena na obdobje 1974-1981 in povezana z reciklažo petrodolarjev po obeh velikih povečanjih cen nafte. Velika večina finančnih presežkov držav članic OPEC je bila plasirana v obliki depozitov v komercialne banke na evrodolarskem trgu.

V osemdesetih letih je k razvoju in hitri rasti trga vplival proces listinjenja (securitization). »Listinjenje je proces, ko se različna kreditna razmerja spreminjajo iz bančnih kreditov v oblike vrednostnih papirjev. Pomeni hkrati substitut bančnim kreditom, ker se podjetja in druge pravne osebe raje odločajo za izdajo vrednostnih papirjev« (Čas, Rotar, 1994, str. 67). Listinjenje je posledica dolžniške krize, ki se je začela leta 1982. V tem obdobju so začeli ekonomski subjekti v večji meri izdajati obveznice, saj so postali bančni viri bistveno dražji kot pred izbruhom dolžniške krize. Vse bolj se je začelo ceniti likvidnost obveznice kot dolžniškega instrumenta.

3.4 Vrste evroobveznic

Na trgu evroobveznic obstaja več različic tega vrednostnega papirja, pri čemer se vsaka na svoj način prilagaja preferencam potencialnih investitorjev. V nadaljevanju prikazujem največkrat uporabljene vrste evroobveznic.

Evroobveznice z variabilno obrestno mero (*FRN's*)

Fiksne obrestne mere nosijo tveganje spremembe tržne obrestne mere. Investitorji in izdajatelji se lahko pred obrestnim tveganjem zavarujejo z izdajo evroobveznic z variabilno obrestno mero, kjer je obrestna mera vezana na referenčno medbančno obrestno mero kot sta LIBOR⁵ in EURIBOR. Po ukinitvi nacionalnih referenčnih obrestnih mer, kot sta bila PIBOR⁶ in FIBOR⁷, je bilo ključno vprašanje, katera referenčna obrestna mera bo zavzela primat na trgu. To mesto je zavzel EURIBOR, ki odraža medbančno obrestno mero v petnajstih državah EU (The international capital markets. [URL: http://www.ipma.org.uk/ne_index.asp], 15. 6. 2002). Obrestna mera se uravnava vsakih šest mesecev glede na gibanje referenčne obrestne mere.

Zamenljive evroobveznice (*Convertibles*)

Zamenljive evroobveznice se lahko v določenem obdobju zamenjajo za določeno število delnic izdajatelja, ki je določeno z razmerjem zamenjave. Cena zamenjave je efektivna in vnaprej določena cena, ki pove, koliko bo obvezničar plačal za eno delnico pri potencialni zamenjavi obveznic za delnice v prihodnosti.

Cena zamenjave = Nominalna vrednost obveznice / Razmerje zamenjave

Cena zamenjave je ponavadi višja od trenutne tržne cene delnice za 20 do 30 %. Investitor bo v prihodnosti zamenjal obveznice za delnice, če bo tečaj delnice v času potencialne zamenjave večji od efektivne cene (Berk et al, 2002, str. 211). Ker ima zamenljiva obveznica možnost, tj. pravico in ne obveznost zamenjave v določeno število delnic, je njena kuponska obrestna mera nižja od primerljive obveznice brez možnosti zamenjave (Brigham, 1998, str. 260).

Evrobveznice z nakupnim bonom (*Eurobonds with warrants*)

Evroobveznice z nakupnim bonom predstavljajo alternativo zamenljivim obveznicam. Za razliko od zamenljivih evroobveznic, kjer se (ob zamenjavi) dolg spremeni v lastniški kapital (D → E), ponujajo evroobveznice z nakupnim bonom *možnost* nakupa delnic podjetja – izdajatelja (D + E) po vnaprej določeni ceni in v točno določenem obdobju znotraj dospelosti. Obrestna mera je zaradi nakupne opcije nižja kot pri primerljivih navadnih obveznicah. Za investitorje so obveznice z nakupnim bonom privlačne predvsem zaradi nižjih stroškov financiranja. Cena nakupnega bona je odvisna od trenutne tržne cene delnice, stabilnosti delniških tečajev, časa do dospelosti ter višine obrestne mere. Te obveznice so bile zelo popularne na Japonskem pred borznim zlomom (predstavljale so 20 % trga), saj so se borzni indeksi dvigali in napihovali borzni balon, pri čemer so vsi pričakovali, da se bodo cene delnic na borzi še povečevale (Valdez, 2000, str. 142).

⁵ LIBOR – London Inter-bank Offered Rate; londonska medbančna obrestna mera za evrodolarska sredstva. Ponavadi gre za obrestno mero za tri oz. šestmesečna posojila, ki jo v medsebojnem posojanju uporabljajo banke na londonskem medbančnem trgu.

⁶ PIBOR – Paris Inter-bank Offered Rate.

⁷ FIBOR – Frankfurt Inter-bank Offered Rate.

Brezkuponske evroobveznice (*Zero-coupon eurobonds*)

Brezkuponska obveznica ne izplačuje obresti. Investitor je za naložbo poplačan v obliki implicitnih obresti. Brezkuponske obveznice se lahko prodajo z diskontom oziroma s pribitkom. Če investitor kupi obveznico z diskontom, bo ob dospelosti prejel nominalno vrednost obveznice, pri čemer je razlika kapitalski dobiček. Brezkuponske obveznice s pribitkom se ob izdaji prodajo po njeni nominalni vrednosti in prinašajo ob dospelosti poleg nominalne vrednosti še pribitek. Brezkuponske obveznice so zelo popularne na Japonskem, saj tamkajšni zakoni ne obdavčujejo kapitalskega dobička.

Evroobveznice z opcijo (*Puttable eurobonds*)

Opcija omogoča investitorju, da proda obveznice nazaj izdajatelju po vnaprej določeni ceni. Zaradi negotove prihodnosti je za končnega investitorja opcija zelo koristna, saj zmanjšuje obrestno tveganje. V primeru drastičnega dviga tržnih obrestnih mer, ki bi povzročil padec cen obveznic na sekundarnem trgu, lahko lastnik opcijskih obveznic le te zamenja za zagotovljeno minimalno ceno in minimizira kapitalsko izgubo. Cena opcije je razlika med donosnostjo obveznice z opcijo in obveznice brez nje.

Evroobveznice z dvigajočo/padajočo obrestno mero (*Rising/falling coupon*)

Značilnost teh obveznic je, da se kuponska obrestna mera v okviru dobe dospelosti po določenem času spremeni. Na primer 10 letna obveznica v prvih petih letih prinaša obresti v višini 3 % od nominalne vrednosti, v naslednjih petih letih pa 10 %.

Poleg omenjenih obstajajo še druge, vendar manj pogosto uporabljene oblike evroobveznic, na primer evroobveznice, povezane z določeno vrsto premoženja (*Asset-Based Bonds*) in evroobveznice z dvojno valuto (*dual currency*). Priloga 1 (Priloga, str. 1) prikazuje izdajo evrodolarskih obveznic glede na vrsto instrumenta v obdobju od 1993 do 1996⁸. Iz tabele je razvidno, da so leta 1995 prevladovala navadne kuponske evroobveznice, katerih delež v celotni izdaji se je gibal okoli 60 %. Druga večja skupina so bile evroobveznice s spremenljivo obrestno mero z 31,2-odstotno udeležbo v celotni izdaji evroobveznic. Sledijo jim zamenljive evroobveznice s 7,5-odstotnim deležem, medtem ko predstavljajo ostale vrste evroobveznic zanemarljiv delež v celotni izdaji.

3.5 Valuta denominacije

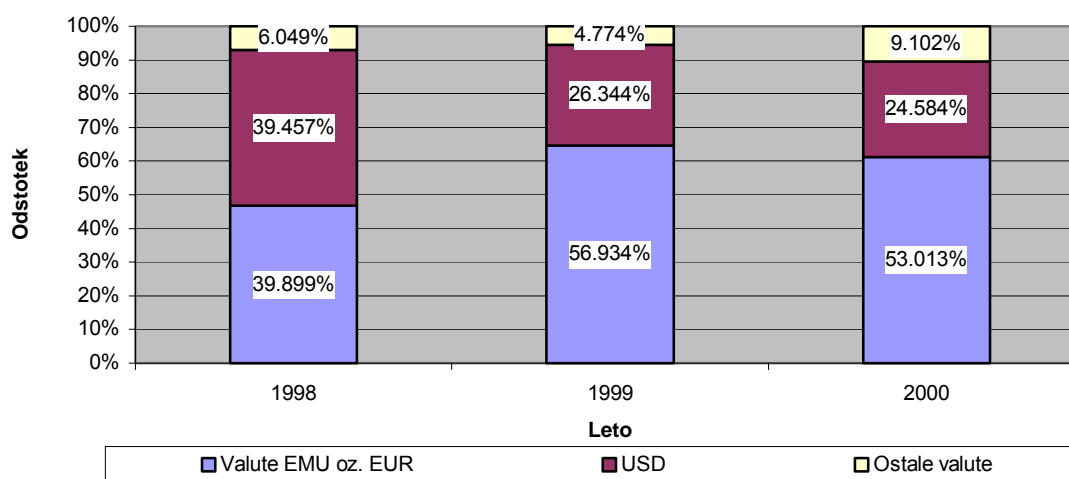
Ameriški dolar je bila do leta 1998 najpomembnejša valuta na evrotrgu. Že v letu 1998 sta bila deleža izdanih evroobveznic v valutah držav EMU⁹ in v USD praktično izenačena. Po uvedbi evra 1. 1. 1999 so evroobveznice denominirane v valutah držav EMU območja avtomatsko konvertirale v EUR denominacijo. Uvedba skupne evropske valute je povzročila bistvene spremembe na mednarodnem finančnem trgu, ki se je spremenil iz enovalutnega (dolarskega) v dvovalutni trg (dolarskega in euro). V letu 1999 so predstavljale evroevroobveznice slabih 57 % celotne primarne emisije, medtem ko je delež evrodolarskih

⁸ Leto 1996 obsega le prvo trimesečje.

⁹ Izdaje evroobveznic v valutah držav EMU ali v EUR.

obveznic znašal le dobrih 26 % (glej Sliko 4, str. 17). Navedeni podatki kažejo, da je bil delež evro-evroobveznic v letu 1999 za 17 % večji od deleža evroobveznic, denominiranih v nacionalnih valutah držav, ki so se vključile v monetarno unijo v letu 1998. Kar nekaj je razlogov, s katerimi lahko pojasnimo porast izdaj v evru. Med makroekonomskimi razlogi je pomembno dejstvo, da so bile obrestne mere v prvih mesecih leta 1999 nižje za evro kot za dolar. Poleg tega je k velikemu zanimanju za izdajo evro-evroobveznic prispevala tudi strategija precejšnjega števila velikih izdajateljev obveznic, ki so želeli biti prisotni na novem in potencialno zelo pomembnem segmentu mednarodnega finančnega trga z željo čimprej vzpostaviti »benchmark«. Nenazadnje je bila med izdajatelji prisotna tudi želja po pritegnitvi medijske pozornosti (Mrak, 1999, str. 13). V letu 2000 se je glede na prejšnji dve leti povečala izdaja evroobveznic v ostalih valutah in tako predstavljala dobrih 9 % primarnega trga. Na ta račun so se zmanjšale izdaje evrodolarskih obveznic in evro-evroobveznic. Slednje so še vedno predstavljale več kot polovico primarnega trga evroobveznic.

Slika 4: Izdaje evroobveznic v mio USD v obdobju 1998-2000 glede na valuto



Vir: Priloga 3, priloga, str. 3.

3.6 Ročnost evroobveznic

Trg evroobveznic je zanimiv zaradi pestre izbire glede ročnosti trgovanih instrumentov. Čeprav je trg evroobveznic srednjeročni dolžniški trg, na katerem ima približno 80 % izdaj (glej Prilogo 5, priloga, str. 5) ročnost, krajšo od 10 let, obstajajo primeri izdaj evroobveznic z ročnostjo do 100 let. Priloga 4 (glej Prilogo 4, priloga, str. 4) kaže, da je bilo v obdobju 1998–2000 največ izdaj evroobveznic z ročnostjo 5-ih let, katerih delež je v celotni izdaji znašal približno petino. V tem obdobju se je obseg izdaj evroobveznic z dospelostjo do petih let povečeval na račun izdaj obveznic z zapadlostjo od šestih do desetih let. Razlog v zelo dinamičnem razvoju srednjeročnih obveznic (*Medium Term Note – MTN*) je zaradi večje udeležbe zasebnega sektorja na trgu držav z razvijajočim se gospodarstvom in držav, ki so v procesu vključevanja v EU. V praksi ponujajo srednjeročne evroobveznice novinci na trgu. Zaradi neizkušenosti zahtevajo investitorji večji donos na evroobveznice izdajatelja, ki se

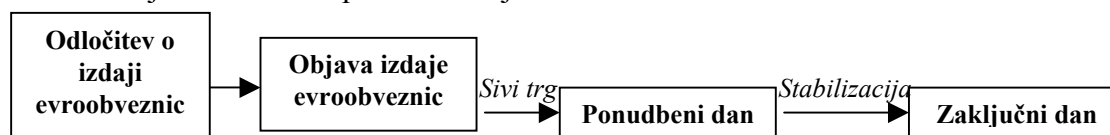
prvič pojavi na trgu. Šele po njihovi uveljavitvi na trgu se odločijo za izdajo dolgoročnih evroobveznic (Moškrič, 1999, str. 18).

3.7 Izdaja evroobveznic

Izdaja evroobveznic je lahko **odprta** ali **zaprta**. Pri odprti izdaji ponudi izdajatelj obveznice vsem zainteresiranim kupcem, medtem ko pri zaprti prodaji obveznice odkupi omejen krog institucionalnih investitorjev. V primeru odprte izdaje zahtevajo investitorji določeno raven likvidnosti na sekundarnem trgu, zato mora biti emisija dovolj velika, da se doseže zadovoljiva razpršenost in prepoznavnost na trgu. Težava je v tem, da so na teh trgih glavni institucionalni investitorji, ki kupujejo velike zneske izdaj. Če želimo doseči razpršenost investitorjev, mora biti emisija temu ustrezno velika (na evrotргу je neformalna zahteva najmanj 200 mio EUR). Če izdajatelj nima potrebe po izdaji večjega zneska, mu ostane na razpolago izdaja preko zaprte ponudbe ali pa izdaja na nacionalnih trgih, kjer so zahtevani zneski ponavadi nižji (Eber, 2001, str. 20).

Nova izdaja evroobveznic poteka po vrstnem redu kot ga prikazuje Slika 5 spodaj. Za podrobnejšo razčlenitev procesa izdaje glej urnik izdaje evroobveznice (Priloga 6, priloga, str. 6).

Slika 5: Ključni datumi v procesu izdaje evroobveznic:



Vir: Solnik, 1996, str. 305.

Odločitev o izdaji evroobveznic

Ko se potencialni izposojevalec odloči izmed vseh možnih virov financiranja za izdajo nove emisije evroobveznic, najprej kontaktira z investicijsko banko, ki bo prevzela funkcijo vodilnega managerja (*lead manager*) v bančnem sindikatu. Vodilni manager lahko po svoji oceni povabi k sodelovanju še druge banke, ki postanejo so-organizatorice (*co-managerji*) in skupaj z vodilnim managerjem sestavljajo t. i. **managersko skupino**. Managerska skupina se z izposojevalcem pogodi o splošnih pogojih izdaje, tj. valuta denominacije, vrednost izdaje, obrestna mera, dospelost (Solnik, 1996, str. 306). V tej fazi je glavna naloga managerske skupine oblikovanje **skupine prevzemnikov** (*underwriters*) in **skupine komisionarjev** (*selling group*). Skupina prevzemnikov se loči od skupine komisionarjev v tem, da so pogodbeno obvezani odkupiti del celotne izdaje evroobveznic po vnaprej določeni minimalni ceni. Prevzemniki prevzemajo nase riziko realizacije, kar pa ne drži za komisionarje. Le-ti lahko v primeru tržne apatije na zaključni dan vrnejo prevzete obveznice. Obveznost članov managerske skupine je odkup teh obveznic in izplačilo dogovorjene cene izdajatelju na proporcionalni osnovi. Vse tri strani skupaj sestavljajo **bančni sindikat**. Logika je sledeča. Izposojevalec proda obveznice managerski skupini, ki ima tri možnosti:

1. Proda obveznice končnim investitorjem,
2. proda obveznice skupini prevzemnikov in komisionarjev,

3. proda obveznice skupini prevzemnikov, ki jih potem sama distribuira skupini komisionarjev in le ta končnim investitorjem.

Managerji so obenem prevzemniki in komisionarji, prevzemniki so hkrati tudi komisionarji (Solnik, 1996, str. 305). Poleg bančnega sindikata se določi še glavnega plačilnega agenta (*Principal paying agent*), ki terja obresti in glavnico od izposojevalca in skrbi za pravočasna izplačila obvezničarjem. Podobno vlogo je v zadnjih letih pridobil tudi t. i. fiskalni agent (*Fiscal agent*), ki deluje v imenu izposojevalca, da preveri avtentičnost obveznic in pravilnost postopka ali, še pogosteje, v imenu investitorjev, če bi ob zapadlosti kuponov ali glavnice prišlo do kakršnih koli zapletov (Grabbe, 1991, str. 318).

Do objave izdaje mora biti pripravljena tudi prva verzija prospekta, ki se imenuje »prekajen slanik« (*red herring*). To je začasen prospekt izdaje evroobveznic, ki ga bodo komisionarji skrbno pregledali (Prohaska, 1999, str. 141). Izposojevalec se v prospektu korektno predstavi in opiše kratko zgodovino svojega delovanja. Če je izposojevalec znana mednarodna korporacija, mora k prospektu priložiti revidirano finančno poročilo, medtem ko se za države kot izdajateljice zahteva navedba BDP-ja in določenih podatkov centralne banke.

Objava izdaje evroobveznice

Na datum objave se v vseh pomembnih svetovnih finančnih časopisih objavi predhodni prospekt, ki opozarja na novo izdajo in vabi potencialne banke k sodelovanju v bančnem sindikatu. Managerska skupina poskrbi, da so vse potencialne banke obveščene o pripravi nove izdaje tako, da jim po faksu pošljejo vabila k sodelovanju. Banke imajo v obdobju od 7 do 10 dni, tj. obdobju vpisovanja obveznic (*subscription period*) čas, da se odločijo, ali bodo sodelovale ali ne. Potencialni prevzemniki in komisionarji prejmejo uvodni prospekt, časovni razpored izdaje in pravne listine, ki jih bodo podpisali v primeru sodelovanja. Lahko se zgodi, da izposojevalec ni dovolj dobro znan mednarodni finančni klienteli in se v tem obdobju odpravi v večje svetovne finančne centre, kjer se predstavi širši množici potencialnih investitorjev. Medtem glavni manager spremlja povpraševanje po obveznicah in jih začasno razvršča med člane bančnega sindikata, pri čemer ima precejšno svobodo.

Oblikovanje sivega trga

Z obveznicami se lahko trguje še preden so dejansko izdane na t. i. sivem trgu. »Sivi trg je kratkoročen nestandardizirani terminski trg (*forward market*) za obveznice, ki bodo izdane v prihodnosti« (Prohaska, 1999, str. 141). Delovati začne od dneva objave izdaje evroobveznic in traja do ponudbenega dne. V tem času obstaja negotovost glede končnih pogojev izdaje, potencialni prevzemniki in komisionarji še razmišljajo o svojem sodelovanju pri izdaji. Na sivem trgu se trguje s še neizdanimi obveznicami v obliki diskonta od končne ponudbene cene (*Issue price*), ki v tem trenutku še ni znana. Tako npr. pomeni cena »less 1« ceno 98,75, če bo ponudbena cena 99,75. Tako se na trgu vzpostavi ravnotežje med ponudbo in povpraševanjem po obveznicah, kar s pridom izkoriščajo prevzemniki, pri odločanju kolikšen del celotne izdaje bodo prevzeli nase in se hkrati zavarujejo za določeno investicijo po znani ceni. Vendar

obstaja sivi trg samo za obveznice, katerih izdajatelji so dobro znani javnosti. Za nastanek sivega trga sta pomembna predvsem dva dejavnika, in sicer:

1) Prevzemniki ne zmorejo odkupiti pričakovanega deleža zaradi pomanjkanja finančne moči in se odločijo za prodajo obveznic na sivem trgu.

Banka se mora za položaj glavnega menedžerja v bančnem sindikatu boriti z drugimi bankami. Konkurenčno tekmovanje se kaže v tem, da banke obljublajo izposojevalcu vedno nižje obrestne mere, kar je sicer za izposojevalca ugodno. Problem nastane, ko banke (sodelujoče v bančnem sindikatu) ne morejo prodati obveznic končnim investitorjem po ponujeni ceni. Da bi zadovoljili zahteve investitorjev po donosnosti, se obveznice prodajajo po diskontu in s tem odžirajo del provizije prevzemnikov v bančnem sindikatu. Slednji prodajo obveznice na sivem trgu (sicer po diskontu) in se tako zavarujejo pred izgubo celotne provizije. Pri tem se srečujejo z veliko težavo, saj še ne vedo dokončno, kolikšen delež izdaje jim bo glavni menedžer dodelil.

2) Cena obveznice je postavljena nerealno.

Drugi vzrok za nastanek sivega trga je napačna postavitev odkupne cene evroobveznice. Previsoko postavljena cena prinaša nevarnost bančnemu sindikatu, da njegovi člani ne bodo uspeli prodati dodeljeno količino obveznic, zato jih vnaprej prodajo na sivem trgu po diskontu in še realizirajo del provizije.

Smernice kažejo, da v prihodnosti ne bo več potrebno posredovanje skupine managerjev, ker se bo cena določila na podlagi ponudbe in povpraševanja na sivem trgu. Je pa vprašanje, če bodo glavne investicijske banke dovolile takšne izdaje, saj bi tako izgubile kar nekaj poslov in z njimi tudi zaslužka (Grabbe, 1991, str. 324).

Ponudbeni dan

Na dan pred ponudbenim dnem so dokončno postavljeni vsi pogoji izdaje. Prevzemniki in komisionarji imajo en dan časa za dokončen sprejem pogojev in podpis pogodbe z vodilnim managerjem. Dokončno se oblikuje bančni sindikat in obveznice so ponujene trgu. Izoblikovan je končni prospekt izdaje, pri čemer je vsak član bančnega sindikata seznanjen s svojim prevzetim deležem. Bančni sindikat kupi obveznice po dogovorjeni ceni, vendar dobi izposojevalec denar šele na zaključni dan. Osrednja naloga glavnega managerja na tem mestu je nadzor nad ceno. Ta proces se pri izdaji evroobveznic imenuje **stabilizacija** in traja vse do zaključnega dne. Glavni manager ima v tem obdobju nalogo, da vzdržuje ceno izdanih obveznic z vzpostavitvijo kratke oz. dolge pozicije. Če se po podpisu končnih pogojev izdaje cena obveznic nenadoma dvigne, pomeni da se je glavni manager slabo odrezal pri distribuciji obveznic, saj bi se izposojevalec lahko zadolžil po nižji obrestni meri. Glavni manager prepreči dvig cene obveznice z oblikovanjem **dolge pozicije (syndicate long)** – del obveznic zadrži in umetno povzroči izenačenje ponudbe in povpraševanja po obveznicah pri dogovorjeni ceni. Prodajalcem sumarno dodeli manjši delež izdaje, kot ga namerava izdati. Ko imajo obveznice tendenco dviga cene, dodeli svojim prodajalcem še preostalo vrednost obveznic, kar poveča ponudbo na trgu in umetno zadrži rast cen. Po drugi strani bi bili investitorji, ki so kupili obveznice, razočarani, če bi cena obveznice nenadoma padla zaradi kapitalske izgube v primeru preprodaje. Zato je v interesu vseh, da se cena vzdržuje na

sprejemljivi ravni. Glavni manager prepreči padec cen z oblikovanjem **kratke pozicije** (*syndicate short*) – članom prodajne skupine dodeli več obveznic, kot jih sploh namerava izdati, in se vendar obveže, da bo presežek odkupil pred zaključnim dnevom. Tako umetno poveča povpraševanje in vzdržuje ceno obveznic na željeni ravni (Grabbe, 1991, str. 324).

Zaključni dan

Na zaključni dan poravnajo člani bančnega sindikata kupnino za prevzete obveznice s pologom na račun glavnega managerja. Šele na tem mestu pride do fizične izmenjave, tako da dobi izdajatelj kupnino za prodane obveznice. V finančnih časopisih in publikacijah se objavi reklama (*tombstone*) za uspešno izdajo evroobveznic, nakar se razpusti bančni sindikat.

Reodkup oz. refinanciranje evroobveznic (The bought deal)

Zaradi pritiskov konkurence in tveganja obrestne mere so se razvile novejšie metode izdaje evroobveznic. Prva, prav tako standardizirana metoda se imenuje reodkup in je bila na trgu prvič predstavljena že leta 1979. Pri reodkupu odkupi investicijska banka (glavni manager) celotno izdajo evroobveznic od izdajatelja po končno določenih pogojih (količina, kuponi, ponudbena cena) že pred dnevom objave izdaje. Nato sestavi bančni sindikat, pri čemer nastane velika konkurenca med potencialnimi bankami za prevzem posla. Zaradi konkurence med potencialnimi prevzemniki se dvignejo cene, ki predstavljajo provizijo glavnemu managerju. Izdaja je tako cenejša in časovno krajša, ker se že na začetku določijo končni pogoji izdaje (Grabbe, 1991, str. 325).

Metoda primarne izdaje (Fixed price reoffer)

Metoda temelji na dogovoru, ki je sklenjen do ponudbenega dne, kjer se določi dokončno ponudbeno ceno obveznice. Prva izdaja z metodo primarne izdaje je bila izvedena leta 1989. V osemdesetih letih je močna konkurenca med investicijskimi bankami na primarnem trgu evroobveznic povzročila odliv provizij med investitorje. Tako so lahko člani bančnega sindikata prodali svoj delež obveznic šele po ceni, ki je že pomenila točko preloma za člane prodajne skupine – poleg tega, da so se odpovedali celotni proviziji, so dejansko ustvarjali izgubo. V zaščito pred nezaželenimi učinki konkurence je bila uvedena metoda primarne izdaje, kjer si banke z dogovorom zagotovijo provizijo, ki je prav zaradi gotovosti primerno nižja (Grabbe, 1991, str. 326).

3.8 Udeleženci na trgu evroobveznic

Udeleženci na trgu evroobveznic so izposojevalci, investitorji in posredniki. Izposojevalci so deficitne finančne celice, ki potrebujejo za uresničitev svoje vizije finančna sredstva in se zato odločijo za izdajo evroobveznic. Investitorji so obratno suficitne finančne celice, ki želijo svoje finančne presežke oplemenititi. Posredniki skrbijo za trgovanje z že izdanimi obveznicami, s katerimi se trguje na sekundarnem trgu.

Zaradi pomanjkanja pravega nadzora na trgu evroobveznic (samoregulacija) so izdajatelji javnosti praviloma zelo dobro znani. Glavne skupine izdajateljev evroobveznic so (Stanković, 1998, str. 28):

1. Vlade in ostali vladni organi,
2. banke in druge finančne organizacije,
3. nadnacionalne organizacije,
4. velike korporacije.

Struktura izdajateljev na trgu evroobveznic se je v zadnjih letih bistveno spremenila. Če je še pred časom veljalo, da so imele države oz. vladne organizacije največjo vlogo kot izdajateljice evroobveznic na primarnem trgu, danes temu ni več tako. Izdaje evroobveznic glede na izdajatelja v obdobju 1998–2000 prikazuje Priloga 7, priloga, str. 8. V zadnjih letih je trg nedržavnih obveznic veliko bolj dinamičen kot trg državnih obveznic (glej Prilogo 8, priloga, str. 9). V obdobju od leta 1998 do 2000 se je delež državnih izdaj evroobveznic v celotni letni izdaji vztrajno zmanjševal (od 9,1 % v letu 1998 na 3,2 % v letu 2000), medtem ko se je delež privatnih izdaj povečeval (od 60,8 % v letu 1998 na 72,6 % v letu 2000). Veliko povečanje števila in obsega izdaj nedržavnih obveznic je posledica številnih dejavnikov. K večjemu zadolževanju je tako prispeval ugoden splošen gospodarski položaj v državah EU, za katerega so bile značilne sorazmerno visoke stopnje gospodarske rasti in nizke stopnje inflacije ter posledično nizke obrestne mere (Mrak, 2001, str. 29).

Geografsko porazdelitev izdajateljev evroobveznic prikazuje Priloga 10, priloga, str. 12. Največ izdajateljev prihaja iz Zahodne Evrope (42,8 % v letu 1994¹⁰), sledijo ji izdajatelji iz Severne Amerike (19 %) in Azije (18,8 %).

Glede na različne interese investitorjev in vzorca njihovega obnašanja lahko le te razdelimo na pet skupin:

1. Centralne banke, vladne agencije, mednarodne finančne institucije,
2. investicijski skladi, pokojninski skladi, zavarovalnice,
3. banke,
4. mednarodne korporacije,
5. individualni investitorji.

Centralne banke, vladne agencije in mednarodne finančne institucije investirajo predvsem v srednjeročne vrednostne papirje, s katerimi vzdržujejo svojo likvidnost. Omenjene organizacije sledijo narodnogospodarski stabilnosti, zato preferirajo visokokvalitetne vrednostne papirje, izdane s strani vlad drugih držav. Zaradi specifičnosti svojega delovanja in ciljev raje investirajo v manj tvegane vrednostne papirje z nižjo donosnostjo.

Institucionalni investitorji, kot so investicijski in pokojninski skladi ter zavarovalnice, sledijo cilju čim večje donosnosti pri določenem tveganju. So zelo fleksibilni udeleženci na trgu evroobveznic, kar pomeni, da s svojim premoženjem učinkovito nastopajo tudi na sekundarnem trgu in obveznic praviloma ne držijo v svojem portfelju do dospelja.

¹⁰ Do vključno 30. septembra 1994.

Banke imajo kot investitorji na trgu evroobveznic podobne cilje kot institucionalni investitorji. Od njih jih loči le dejstvo, da imajo velikokrat možnost nakupa evroobveznic pri sami izdaji, kjer lahko sodelujejo v bančnem sindikatu kot prevzemniki.

Mednarodne korporacije se na trgu evroobveznic pojavljajo predvsem z namenom zaščite pred neugodnimi spremembami deviznih tečajev. Zato jih praviloma ne držijo v lasti do dospelosti in so tveganju nenaklonjeni.

Posamezniki imajo kot končni investitorji na trgu evroobveznic različne koristi. V prvi vrsti lahko ohranijo svojo anonimnost zaradi specifičnosti trga. V večini držav so obresti od evroobveznic neobdavčene. Posamezni investitorji prihajajo velikokrat iz dežel, kjer so narodnogospodarske razmere zelo slabe, npr. z visoko inflacijo. S plasiranjem svojih prihrankov na trgu evroobveznic se tako zavarujejo pred izgubo. Praviloma držijo evroobveznice v lasti do dospelja.

3.9 Rating evroobveznic

Rating ocene izdajateljev evroobveznic so zelo pomembne, saj lahko pripomorejo k znižanju stroškov financiranja. Vendar se investitorji ne zanašajo neomejeno na rating ocene. Velik vpliv na privlačnost izdaje evroobveznice ima splošni ugled izdajatelja in banke, ki vodi izdajo. Velika in dobro znana multinacionalna podjetja lahko ponudijo evroobveznice širokemu krogu investitorjev po nizki obrestni meri (Eiteman, Stonehill, Moffett, 2001, str. 376). Široka uporaba ratingov je relativno nova na trgih evroobveznic. Do pred kratkim so bile te ocene nepotrebne, ker začetni investitorji v trge evroobveznic niso bili seznanjeni z ocenjevanjem in ker so bili posojilojemalci velike in dobro poznane organizacije z zadostno kredibilnostjo. Ko se je trg poglobljal, so začeli nastopati na njem tudi manj znani posojilojemalci, investitorji pa so zahtevali njihove ocene. Zato je rangiranje obveznic pomembno in koristno tako za investitorja kot za izdajatelja. Poleg tega da ugodna ocena kreditnega tveganja omogoči izdajatelju cenejšo zadolžitev, imajo nekateri institucionalni investitorji, ki predstavljajo glavnino trga, prepoved vlaganja v vrednostne papirje z nizko oceno kreditnega tveganja. Tako se lahko zgodi, da se podjetje ne bo moglo več zadolževati na dolžniškem trgu, če pade njegova ocena kreditnega tveganja. Vpliv ocene kreditne sposobnosti na donosnost do dospelja in posledično na izdajateljeve stroške financiranja prikazuje Priloga 11, priloga, str. 13. Kot lahko vidimo kompenzirajo investitorji večje tveganje z višjo zahtevano donosnostjo.

Poslanstvo rating agencij je, da kot neodvisna stran ocenijo kreditno sposobnost izdajatelja lastniških ali dolžniških vrednostnih papirjev. V svetu najbolj priznane agencije so Moody's, Standard & Poor's, obe s sedežem v New Yorku, in FitchIBCA s sedežem v Londonu, ki s svojo dejavnostjo uravnavajo mednarodne finančne trge in prispevajo k večji učinkovitosti njihovega delovanja (Kovač, 2002, str. 7). Agencije ocenijo kreditno sposobnost izdajatelja na podlagi njegove prošnje. Le ta mora agenciji v ta namen posredovati zahtevane finančne podatke. Ko agencija posreduje oceno naročniku, se le ta lahko odloči o njeni objavi. Posledično pade neporocionalni del mednarodnih rating ocen ravno v najvišje kategorije,

saj se mnoga podjetja raje odločijo za neobjavo nizke rating ocene, ker pričakujejo boljšo v prihodnosti. Ocene, ki jih za oceno dolgoročne zadolženosti izdajateljev obveznic uporabljata agenciji Moody's in S&P, prikazuje Tabela 2. Ocene Aaa in Aa (Moody's) oz. AAA in AA (S&P) se štejejo za najbolj varne naložbe (*very high grade*) oz. predstavljajo investicijsko stopnjo brez špekulativnih nagibov, saj je verjetnost, da pride do neizpolnjevanja obveznosti, zelo majhna. Obveznice z oceno A in Baa (Moody'a) oz. BBB (S&P) se štejejo za manj varne naložbe (*upper medium grade* in *lower medium grade*), a še vedno predstavljajo investicijsko stopnjo. Vse nižje ocene predstavljajo špekulativno stopnjo, pri čemer se verjetnost neizplačila pogobnih obveznosti manjša z nižjo oceno. Tako ocena C kaže izredno majhno verjetnost, da bodo obveznosti pri tej izdaji poravnane (Fabozzi, 1995, str. 225).

Tabela 2: Opredelitev ocen dolgoročne zadolženosti izdajateljev obveznic pri Moody's in Standard & Poor's

Moody's	S&P	Pojasnilo ocene
Aaa	AAA	Vrednostni papirji najboljše kakovosti. Izredno visoka sposobnost odplačevanja obresti in glavnice.
Aa	AA	Zelo visoka sposobnost odplačevanja obresti in glavnice, varovalke pa niso tako visoke kot pri papirjih najboljše kakovosti.
A	A	Močna sposobnost odplačevanja obresti in glavnice. Velja, da so varovalke ustrezne, vendar lahko vsebujejo elemente, ki bi nekoč v prihodnosti utegnili vplivati negativno.
Baa	BBB	Ustrezna sposobnost odplačevanja obresti in glavnice. V primeru neugodnih razmer poslovanja obstaja verjetnost, da se bo odplačilna sposobnost zmanjšala.
Ba	BB	Špekulativna stopnja. Prihodnost ni predvidljiva. Varovalke za odplačevanje obresti in glavnice so lahko zelo nizke.
B	B	Verjetnost odplačevanja obresti in glavnice oz. upoštevanja pogodbenih pogojev na daljši čas je zelo majhna. Visoka občutljivost za neugodne poslovne dogodke.
Caa	CCC	Pojavlja se opazna nevarnost za nastanek odplačilne nesposobnosti, ki postaja odvisna od ugodnih poslovnih, finančnih in ekonomskih pogojev.
Ca	CC	Visoka špekulativna stopnja - pri tej oceni pride pogosto do nesposobnosti poravnavanja obveznosti.
C	C	Možnost, da bodo obveznosti pri tej izdaji poravnane, je izredno majhna.
	D	Neizpolnjevanje obveznosti

Vir: Aleksič, 1998, str. 23.

Za trg evroobveznic je dolgo časa veljalo, da izdajatelji niso potrebovali ocene kreditne sposobnosti za izdajo evroobveznic, saj je bil trg rezerviran predvsem za najbolj znane in kredibilne izdajatelje. Z razvojem in širitvijo trga ter vse večjim številom različnih izdajateljev so se povečale tudi potrebe po ocenah kreditne sposobnosti izdajateljev. Odkar je Moody's Investors Services objavil svojo prvo oceno tveganja evroobveznice leta 1974, se je začelo stanje hitro spreminjati. V letu 1991 je bilo že 82 % izdanih evroobveznic z oceno kreditnega tveganja. Izdaje evroobveznic v letih od 1998 do 2000 glede na oceno rating agencije Moody's Investors Service prikazuje Priloga 12, priloga, str. 14. V letu 1998 so prevladovale evroobveznice z oceno Aaa, katerih delež v celotni izdaji je znašal 27,6 % in je bil najvišji tudi v absolutnem znesku (165,018.22 mio USD), se je leta 2000 zmanjšal na 16 %.

okrepila apetite investitorjev, ki so pokazali veliko zanimanje za izdaje evroobveznic z oceno kreditnega tveganja A. Delež teh evroobveznic se je povečal iz 11,5 % v letu 1998 na 28,7 % v letu 2000. V manjši meri se je povečala izdaja evroobveznic z oceno kreditne sposobnosti Baa. Delež teh evroobveznic se je povečal iz 3 % v letu 1998 na 5 % v letu 2000. V letu 2000 je imelo približno dve tretjini (62 %) vseh izdanih evroobveznic oceno Aaa, Aa ali A, 9,17 % je bilo izdaj z oceno Baa, Ba, B in le pol odstotka evroobveznic z oceno Caa, Ca ali C.

3.10 Sekundarni trg

Po izdaji evroobveznic se z njimi trguje na sekundarnem trgu preko bančnih okenc (OTC trg). Poleg Londona so najpomembnejši sekundarni trgi v Frankfurtu, Amsterdamu in Zurichu. Na OTC trgu se trgovci ne združujejo na fizičnem prostoru, kot to velja pri trgovanju z delnicami na večjih svetovni borzah. Trgovanje poteka po telekomunikacijskih mrežah, kjer sodelujejo ameriške »brokerage« firme, ameriške multinacionalne banke ter glavne evropske in japonske banke. Glavna akterja na OTC trgu po vlogi, ki jo igrata, sta:

1. Borzni posrednik (*broker*),
2. in vzdrževalec trga (*market-maker*).

Borzni posrednik posluje v tujem imenu in za tuj račun. Nastopa kot posrednik med ponudbo in povpraševanjem po določeni vrsti vrednostnih papirjev. Praviloma ima vsak broker svoje kliente in išče nasprotno stran za sklenitev posla, tj. kupca ali prodajalca določenega vrednostnega papirja. Za svoje aktivnosti je poplačan v obliki provizije. Njihovo delovanje je zelo pomembno, saj razkriva razmerje med ponudbo in povpraševanjem po določenem vrednostnem papirju, kar se odraža v ceni papirja. **Vzdrževalec trga** posluje v svojem imenu in za svoj račun. So hrbtenica sekundarnega trga evroobveznic, saj trgujejo z obveznicami ne glede na tržni pogoje in so v vsakem trenutku pripravljeni kotirati svoj BID/ASK tečaj:

- BID je cena, ki jo je pripravljen plačati za nakup določenega vrednostega papirja (nakupna cena),
- ASK je cena, po kateri je pripravljen prodati določen vrednosti papir (prodajna cena).

Po sklenjenem poslu steče transakcija preko klirinškega sistema. Prenos lastništva na sekundarnem trgu evroobveznic se vrši preko dveh sistemov: Euroclear in Cedel. Cedel je leta 1970 ustanovila skupina 66-ih finančnih institucij in ima sedež v Luxemburgu. Družba je bila ustanovljena z namenom znižanja stroškov in tveganja pri trgovanju evroobveznic. Euroclear je leta 1968 ustanovil Morgan Guaranty Trust Company in ima sedež v Bruslju. Omenejeni klininški hiši opravita večino poslov poravnave na trgu evroobveznic, pri čemer si druga drugi konkurirata. Namen sistema je v čim manjšem fizičnem gibanju evroobveznic in posledično minimizaciji stroškov trgovanja. Dohodki klirinške hiše so provizije.

3.11 Regulacija trga

Ena izmed najpomembnejših prednosti trga je odsotnost državnih regulativ in ugodna davčna politika. Ne glede na to obstajajo določena pravila in norme, ki jih upoštevajo udeleženci trga. Za evrotrg pravimo, da gre za t.i. samoregulativo trga, katero narekujeta predvsem dve strokovni organizaciji, in sicer **IPMA** (International Primary Market Association) in **ISMA**

(International Secondary Market Association). Organizacija IPMA je bila ustanovljena leta 1984 kot združenje vodilnih bank na področju mednarodnih dolžniških in lastniških instrumentov¹¹. Namen organizacije je spodbujanje razvoja mednarodnega primarnega trga kapitala. Ker jo sestavljajo vodilne banke na področju primarnega trga kapitala, lahko verodostojno priporoča najboljšo tržno prakso pri izdaji vrednostnih papirjev, način medsebojne poravnave in določa regulative. Vsa priporočila so strnjena v IPMA–vodniku (IPMA Handbook), kjer so zapisana priporočila za sklepanje poslov na primarnem trgu obveznic (History of IPMA 1984–1994. [URL: http://www.ipma.org.uk/ne_index.asp], 15. 1. 2000). Poleg tega ima organizacija pomembno vlogo pri davčni politiki, ki obravnava trg evroobveznic. Ko je Evropska komisija leta 1998 predlagala direktivo EU, ki je predvidevala uveljavitev 20 % davka na obresti vsem individualnim rezidentom, ki varčujejo v nerezidenčni državi EU, sta IPMA in ISMA skupaj z drugimi finančnimi organizacijami napovedala oster boj proti implementaciji direktive. Direktiva bi obdavčila tudi evroobveznice s t. i. davkom po odbitku in spodbudila investitorje k formiranju “off-shore” področja (Waiting for the Grim Reaper. [URL: www.foa.co.uk/external/articles/grim_reaper.pdf], April 1999).

Pravila za trgovanje na sekundarnem trgu določa ISMA. Da bi trg ohranil svoje prednosti in po drugi strani pridobil reference in stabilnost, so v Švici leta 1969 ustanovili The Association of International Bond Dealers. Kasneje se je preimenovala v International Securities Market Association. Glavni namen organizacije je vpeljava in uporaba visokih standardov med člane organizacije, predvsem pri procesu plačila in dostave obveznic. Poleg tega da natančno definira in kontrolira vse procedure in dogajanja na trgu, objavlja vse informacije o aktualnih izdajah. Cilji organizacije so (Fisher, 1979, str. 125):

- Spodbujati in ohranjati prijateljske odnose med člani,
- zagotoviti osnovo za skupno raziskavo trga in komunikacijo med člani,
- vzpostaviti in vzdrževati povezave med primarnim in sekundarnim trgom mednarodnih obveznic.

3.12 Primerjava tujih obveznic z evroobveznicami

Med domačimi obveznicami, tujimi obveznicami in evroobveznicami obstajajo ključne razlike (glej Tabelo 3, str. 27), zaradi katerih jih medsebojno ločimo in predstavljajo za investitorja prednost oziroma slabost. Ameriški trg domačih in tujih obveznic sem v analizi zaradi svoje velikosti (tj. širine in globine trga) ločil od ostalih nacionalnih trgov domačih in tujih obveznic. Iz Tabele 3 spodaj sledi, da so glavne konkurenčne prednosti trga evroobveznic hitrost izdaje, višina obrestne mere, odsotnost državne regulative, naklonjena davčna politika in manjše število ovir, ki so povezane s samo izdajo evroobveznice (registracija), medtem ko je slabost trga predvsem v manjši likvidnosti v primerjavi z ameriškim trgom obveznic. Na drugi strani so glavne prednosti trga tujih in domačih obveznic v ZDA velikost in učinkovitost ter velika likvidnost trga in privlačnost standardiziranih informacij za investitorja. Glavna pomankljivost, predvsem za tuje izdajatelje, so stroški

¹¹ Leta 2000 je bilo v organizacijo IPMA vključenih 71 bank.

registracije nove izdaje. Čeprav so trgi tujih in domačih obveznic izven ZDA od države do države različni, sta ponavadi glavni prednosti teh trgov geografska in valutna diverzifikacija. Slabost teh trgov pa predstavljata prav tako registracija oz. prijava lokalnim davčnim oblastem in relativna majhnost trga.

Tabela 3: Primerjava domače in tuje obveznice na ameriškem in neameriškem dolžniškem trgu ter evroobveznice po glavnih karakteristikah

	Domače in tuje obveznice na ameriškem trgu	Domače in tuje obveznice na neameriškem trgu	Evroobveznice
Nadzorno telo	Securities and Exchange Commission	Uradne agencije	Minimalni nadzor
Razkritje podatkov	Zelo podrobni	Odvisno od države do države	Določeno s strani tržne prakse
Zahteva »rating« ocene izdajatelja	Da	Ponavadi ne	Ne
Čakalne vrste	Ne	Je običajno	Ne
Borzna kotacija	Ponavadi ne	Kotiranje običajno	Kotiranje običajno. Ponavadi London ali Luksemburg.
Hitrost izdaje	Relativno počasna	Odvisno od države do države	Hitra – bought deal
Privlačnost za izdajatelja	(+) Velikost in učinkovitost trga (-) Stroški registracije	(+) Lokalna usmeritev in diverzifikacija naložb (-) Majhnost trga, vrstenje lahko prevlada	(+) Hitrost izdaje, nižje obrestne mere (-) Izdaja evroobveznic v ZDA je onemogočena
Privlačnost za investitorja	(+) Velika likvidnost trga in privlačnost standardiziranih informacij (-) Prijava davčnim oblastem	(+) Valutna diverzifikacija (-) Prijava lokalnim davčnim oblastem	(+) Odsotnost regulativ, naklonjena davčna politika (evroobveznice so prinosniške), manjše število ovir (-) Manjša likvidnost in pomanjkanje informacij o izdajatelju

Vir: The Euro Bond Market. [URL: <http://www.economics.strath.ac.uk/PDF/331~js3.doc>], 26. 2. 2003.

Vsaka javna ponudba obveznic v ZDA mora biti registrirana pri Securities and Exchange Commission (v nadaljevanju SEC), katere glavni namen je ščititi končne investitorje, zato je izdaja tujih obveznic v ZDA precej zahtevna. Ameriški finančni trg je sicer odprt za čezcelinske posle, vendar le pod pogoji nacionalne zakonodaje. Tako mora neameriški rezident, ki želi izdati obveznice v ZDA, pripraviti in podati finančne izkaze v skladu z ameriškimi računovodskimi standardi GAAP¹². Mnoge tuje korporacije pripravljajo finančne izkaze dvakrat letno. V skladu z GAAP morajo pripravljati četrtletne finančne izkaze, kar podraži in zavleče izdajo tujih obveznic. Poleg tega mora izdajatelj razkriti še druge informacije o podjetju, kot so podatki o tržnem deležu in geografski razpršenosti poslovanja. Kljub temu lahko izdajatelji iz določenih držav izdajo tuje obveznice na domačem ameriškem trgu z uporabo svojih, domačih računovodskih standardov za katere se meni, da so podobni GAAP. To velja npr. za izdajatelje iz Kanade. Nekatere države¹³ pa po drugi strani preprosto uporabljajo GAAP tudi na domačem trgu. Spet po drugi strani morajo države, kot so Nemčija¹⁴ in Švica prilagodili svoje finančne izkaze ameriškim računovodskim standardom, kar predstavlja precejšnje stroške (Solnik, 1996, str. 189). Vsi ti dejavniki destimulativno

¹² GAAP – General Accepted Accounting Principles.

¹³ Med te države sodijo Bermudi, Kajmanski otoki, Nizozemski Antili, Hong Kong, Izrael.

¹⁴ Prvo nemško podjetje, katerega vrednostni papirji so kotirali na borzi, je bilo podjetje Daimler-Benz v letu 1993.

vplivajo na razvoj ameriškega trga tujih obveznic (*Yankee bond market*). Da bi naredili ameriški trg kapitala privlačnejši za tuje izdajatelje, je SEC leta 1990 predstavil pravilo **144A**¹⁵, ki dovoljuje tujim izdajateljem prodajo vrednostnih papirjev ameriškim državljanom v **zaprti izdaji**, brez evidentiranja in razkritja podatkov, če so ameriški investitorji (Prohaska, 1999, str. 133):

- Veliki in dobro znani.
- Je le nekaj investitorjev.
- Imajo dostop do informacij in analiz, ki so podobne tistim, ki jih vsebuje prospekt ponudbe vrednostnega papirja.
- Lahko prenesejo tveganje izgube.
- Nameravajo kupiti obveznice za lasten portfolio in ne za nadaljno prodajo.

Evroobveznice ne morejo biti prodane ameriškim investitorjem na podlagi **javne ponudbe** zaradi določil Zakona o vrednostnih papirjih iz leta 1933 (*The Securities Act*), ki določa, da morajo biti vse javne ponudbe obveznic v ZDA registrirane pri SEC, ki je postavil dve omejitvi (Prohaska, 1999, str. 133):

1. Ameriške investicijske banke so pri izdaji evroobveznic soočene z zahtevo, da je izdaja izvedena pod pogoji, ki predpostavljajo, da distribucija evroobveznic med ameriški državljani ni mogoča.
2. Podjetja, ki trgujejo z vrednostnimi papirji, lahko prodajo evroobveznice ameriškim državljanom šele po 90 dneh za datumom izdaje.

Izdaja tujih obveznic je v drugih državah različna od države do države. Nadzor nad izdajo vrši za to pristojna agencija, ekvivalentna SEC v ZDA, vendar je obseg zahtevanih podatkov ponavadi manjši. Izdaja tujih obveznic je lažja v državah, ki ne zahtevajo upoštevanja domicilnih računovodskih standardov.

Za razliko od tujih obveznic se ponudba evroobveznic opravi preko mednarodnega bančnega sindikata. Podatki, ki jih mora izdajatelj posredovati končnim investitorjem, so odvisni od tržne prakse in slovesa izdajatelja. Dobro znana in že uveljavljena podjetja posredujejo le malo finančnih in drugih podatkov, medtem ko morajo druga podjetja izdelati prospekt in izkazati podrobnejše informacije o stanju in perspektivi podjetja. Tako se podjetja, ki participirajo na primarnem trgu evroobveznic, razlikujejo po višini stroškov in hitrosti izdaje evroobveznic.

Obveznice, izdane na ameriškem dolžniškem trgu, ocenjujeta agenciji Moody's in Standard & Poor's. Izdajatelj evroobveznic ne potrebuje **ocene kreditne sposobnosti**, vendar si lahko izdajatelj s tem pristopom bistveno zniža stroške financiranja in ponudi obveznice širšemu krogu investitorjev.

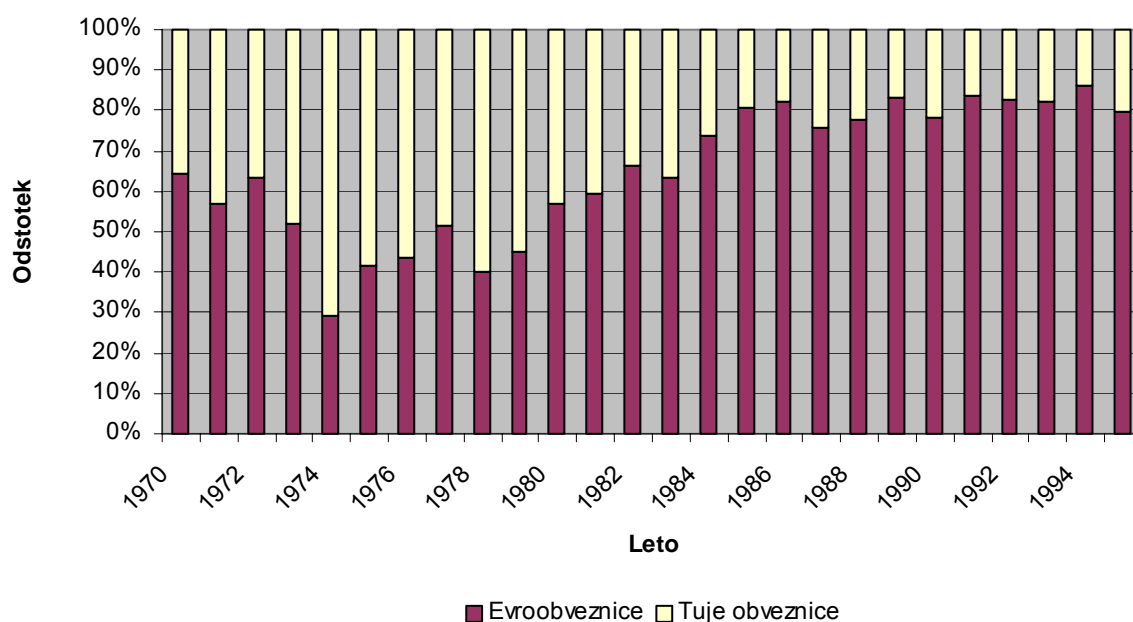
¹⁵ Čeprav velja pravilo tako za dolžniške kot za lastniške instrumente, se v veliko večji meri uporablja na dolžniškem trgu. Vrednost dolžniških instrumentov, ponujenih ameriškim rezidentom na podlagi pravila 144A, kar osemkrat presega vrednost lastniških instrumentov.

Vlade mnogih držav nadzorujejo dostop na njihove dolžniške trge. Večina nacionalnih kapitalskih trgov je majhna v primerjavi z ameriškim trgom kapitala. Velika izdaja bi na teh trgih kaj kmalu porušila ravnotežje in stabilnost trga. Mnoge države zato omejujejo dostop na njihove trge kapitala in oblikujejo **čakalne vrste (queuing)**. Vsak izdajatelj mora vstopiti v vrsto in počakati, da trg absorbira vse prej najavljene izdaje. Kakorkoli že, angleški, ameriški trg in trg evroobveznic ne poznajo čakalnih vrst (Solnik, 1996, str. 305).

Borzna kotacija ni značilna za ameriške obveznice. Največ trgovanja steče preko bančnih okenc, zato ponavadi ne kotirajo na borzah. Evroobveznice kotirajo na borzah, kot sta borzi v Londonu in Luxembourg. Borzno trgovanje poveča likvidost vrednostnega papirja. Poleg tega lahko določeni investitorji vlagajo le v vrednostne papirje, ki kotirajo na borzah. Kljub temu da evroobveznice kotirajo na borzah, steče večina trgovanja preko bančnih okenc. Borzna kotacija signalizira investitorjem dnevno razmerje donosnost - cena.

Hitrost izdaje je najvišja na trgu evroobveznic. Fisher ocenjuje, da lahko preteče 19 dni od začetnega sestanka do ponudbenega dne in nadaljnih 19 dni do dejanskega izplačila izdatih obveznic. Pri »bought deal« metodi, kjer glavni manager odkupi celotno izdajo, je lahko hitrost izdaje še višja. Če je hitrost izdaje za potencialnega izdajatelja pomembna, je trg evroobveznic s tega vidika zanj najučinkovitejši.

Slika 6: Gibanje deležev evroobveznic in tujih obveznic v skupni letni izdaji mednarodnih obveznic v obdobju 1970-1995



Vir: Priloga 14, priloga, str. 16.

Trg tujih obveznic je začel izgubljati konkurenčno tekmo s trgom evroobveznic na začetku osemdesetih let, ko so evroobveznice dokončno prevzele primat na mednarodnih trgih obveznic. Hitri rasti v obsegu izdanih evroobveznic je botrovala fleksibilnost instrumenta glede valute denominacije in pogojev financiranja. Poleg tega je k razvoju trga evroobveznic

v veliki meri prispevala dolžniška kriza držav v razvoju. V sedemdesetih letih je bilo zadolževanje v obliki bančnih kreditov osnovna komponenta mednarodnih finančnih trgov. Z izbruhom dolžniške krize leta 1992 so se bančni krediti podražili, kar je bil vzrok za večje zanimanje za izdaje evroobveznic (Mrak, 2002, str. 523). Kot kaže Slika 6, se je delež izdaj evroobveznic v zadnjih dvajsetih letih bolj ali manj kontinuirano povečeval in leta 1994 celo presegel 85 - odstotni delež na trgu mednarodnih obveznic.

4 Slovenske evroobveznice

4.1 Pravna ureditev

Vsako zadolževanje Republike Slovenije ima zakonsko podlago, katere osnova je Zakon o javnih financah (Uradni list RS št. 79/99). Obseg zadolžitve za posamezno leto je določen v zakonu za izvrševanje proračuna Republike Slovenije (ZIPro). Zadolževanje države se v posameznem proračunskem letu izvaja na podlagi programa financiranja, ki ga sprejme Vlada Republike Slovenije. Zadolževanje za posebne namene je na osnovi posebnih zakonov. Višina zadolžitve za posamezno leto je na podlagi ZIPro in sprejetega proračuna za posamezno leto namenjena za kritje:

- Presežkov odhodkov nad prihodki v bilanci prihodkov in odhodkov (proračunski deficit),
- izdatkov nad prejemki v računu finančnih terjatev in naložb,
- odplačil glavnice državnega dolga.

O sklepanju poslov v zvezi z zadolževanjem države odloča minister, pristojen za finance, na podlagi letnega programa financiranja proračuna, ki ga sprejme vlada. Država se lahko zadolžuje na podlagi ZJF na domačem in na tujih finančnih trgih. Država se ponavadi zadolži na domačem trgu v višini proračunskega deficita, obveznosti odplačila domačih glavnice ter negativnega salda v računu finančnih terjatev in naložb. Na tujem trgu se zadolži v višini odplačila tujih glavnice in plačila drugih deviznih obveznosti proračuna.

4.2 Kreditna ocena Republike Slovenije

Pri izdaji evroobveznic je za RS kot izdajateljico pomembna njena ocena kreditnega tveganja. Rating agencije Moody's Investors Service, Standard & Poor's in FITCHIBCA¹⁶ so v letu 1996 dodelile Republiki Sloveniji najvišje ocene deželnega tveganja med tranzicijskimi ekonomijami Vzhodne in Srednje Evrope. Dodeljene so bile naslednje ocene:

- Moody's Investors Service: A3,
- Standard & Poor's: A,
- FITCHIBCA: A-.

Agencija FitchIBCA je leta 1999 zvišala oceno kreditnega tveganja za Slovenijo z A- na A. Temu je sledila agencija Moody's Investors Service, ki je leta 2000 povišala oceno Slovenije

¹⁶ IBCA je najpomembnejša evropska agencija za ugotavljanje kreditnega tveganja, po združitvi z ameriško agencijo FITCH leta 1998 se je preimenovala v FITCHIBCA.

z A3 na A2. Republika Slovenija si je tako utrdila ugodno pozicijo na mednarodnih finančnih trgih kot dober in zanesljiv poslovni partner, kar se je odražalo v velikem povpraševanju po njenih obveznicah.

4.3 Pregled evroobveznic Republike Slovenije

4.3.1 NFA obveznice Republike Slovenije 2006

Tabela 4: Osnovni podatki o NFA obveznici Republike Slovenije

Datum izdaje	11. 6. 1996	Marža	Ob izdaji 0,8125 %
Znesek izdaje	USD-1: 426.272.000 USD, DEM-1: 161.674.000 DEM USD-2: 219.895.000 USD, DEM-2: 93.814.000 DEM	Plačilo obresti in glavnice	22 obrokov; Ponovna določitev marže 11. 12. 1996
Vrsta obveznice	Evroobveznica s spremenljivo obrestno mero	Pravica do predčasnega odkupa	DA
Kreditna ocena	A3/A/A-	Borzna kotacija	Luxemburg
Dospelost	27. 12. 2006	Pravo	Angleško
Kuponska obrestna mera	6-mesečni LIBOR (za USD in DEM) + marža	Namen	Prezem dela sukcesijskega dolga z naslova NFA

Vir: Zupančič, 1998, str. 39.

Republika Slovenija je marca 1996 prevzela del dolga po t. i. Novem finančnem sporazumu iz leta 1998 in za zamenjavo tega dolga izdala evroobveznice v vrednosti 822 mio USD. Obveznice so bile izdane v dveh serijah in denominirane v dveh valutah:

1. Obveznice serije 1 so zamenjale nezapadle glavnice, dolgovane sodelujočim upnikom do dneva zamenjave.
2. Tržna vrednost že zapadlih in neplačanih glavnice in obresti, dolgovanih sodelujočim upnikom na dan zamenjave, se je zamenjala za obveznice serije 2.

Obveznice kotirajo na borzi v Luksemburgu in so zavarovane s presihajočim skladom (obveznice se amortizirajo), kar pomeni, da se na dan plačila obresti odplača tudi del glavnice. Tako so kuponske obresti pri vsakem plačilu obresti in glavnice manjše, saj se kuponska obrestna mera nanaša na še neodplačan del glavnice. Posebnost obveznic serije 2 je, da se je po prvem izplačilu obresti in dela glavnice (11. 12. 1996) na novo določila obrestna marža oz. pribitek. Namen ponovne določitve obrestne marže je bil, da se tržna vrednost obveznice serije 2 na ta dan izenači s skupnim zneskom neplačanega zapadlega dela posojila (Zupančič, 1998, str. 40). Tako se je dne 11. 12. 1996 zmanjšala obrestna marža iz 0,8125 %, kot je znašala ob izdaji, na 0,425 % za obveznice DEM2 in na 0,4 za obveznice USD2.

Odpoklicna klavzula ali pravica do predčasnega odkupa je veljala za:

- katerikoli ali vse obveznice serije 2 do vključno 11. 12. 1996 po ceni poplačila 98,2032 % za USD-2 in 97,8571 % za DEM-2, skupaj z natečenimi obrestmi,
- katerikoli ali vse obveznice serije 2 lahko odkupi na katerikoli dan plačila obresti in dela glavnice po 11. 12. 1997 po njihovi nominalni vrednosti, skupaj z natečenimi obrestmi,

- katerikoli ali vse obveznice serije 1 lahko odkupi na katerikoli dan plačila obresti in dela glavnice po njihovi nominalni vrednosti, skupaj z natečenimi obrestmi.

RS je že izkoristila pravico do predčasnega odkupa. Na dan prvega izplačila obresti in dela glavnice je odkupila del serije 2 v znesku 125 mio USD, kar znaša 56,85 odstotkov celotne izdaje serije 2 v USD. Predčasen odkup je bil opravljen po vnaprej določeni odkupni ceni 98,2032 %. Poleg tega je RS leta 1998 predčasno odkupila vse obveznice serije 1. Razlog za predčasni odkup je bilo drago financiranje obveznic omenjene serije, saj je znašala obrestna mera obveznic serije 1 LIBOR + 0,8125 % medtem ko je znašala obrestna mera za obveznice serije 2 za USD LIBOR + 0,4 % in za DEM LIBOR + 0,425 %. Zamenjava dolga je bila izvedena z izdajo evroobveznic RS v EUR (glej evroobveznica EUR 2005, str. 34) s pribitkom 35 b. t. nad LIBOR_{DEM, USD}. S predčasnim odkupom je RS poleg cenejšega vira sredstev zmanjšala tudi delež dolga v USD ter izboljšala strukturo in ročnost deviznih obveznosti.

4.3.2 Evroobveznica USD 2001

Tabela 5: Osnovni podatki o evroobveznici USD 2001

Znesek izdaje	325 mio USD	Marža (Re-offer spread)	58 b. t.
Datum izdaje	22. 7. 1996	Marža na LIBOR	31 b. t.
Vrsta obveznice	Evroobveznica/144 A	Referenčna obveznica	US Treasury Note, 2001
Kreditna ocena	A3/A/A-	Pravica do predčasnega odkupa	Ne
Dospelost	22. 7. 2001	Organizator izdaje	J. P. Morgan
Kuponska obrestna mera	7 %	Borzna kotacija	Luxemburg
Plačilo obresti	Polletno (6. 2. in 6. 8.)	Pravo	Angleško
Cena odkupa (Re-offer price)	99,275 %		

Vir: Interna gradiva Ministrstva za finance.

Struktura sindikata:

Organizator (Bookrunner):

J. P. Morgan.

So-organizatorji (Co-lead Managers):

CS First Boston, Morgan Sanley, Deutsche Morgan Grenfell.

Organizatorji (Co-Managers):

ABN AMRO, Citibank, Daiwa, Lehmon Bros., Salomon Bros., Bayerische LB, Creditanstalt, Dresdner – KB, Merrill Lynch, Societe Generale, Sumitomo Fin.

Uspeh izdaje prve slovenske evroobveznice je bil izreden. Povpraševanje je skoraj 3-krat presegló ponudbo, zato se je znesek izdaje povečal s prvotno načrtovanih 250 mio USD na 325 mio USD. Tudi marža, dosežena ob prodaji le 58 bazičnih točk nad donosom primerljivih petletnih obveznic zakladnice ZDA, je bila najnižja, ki jo je do takrat dosegla katerakoli država na prehodu. Revija IFR je podelila izdaji te obveznice laskavi naslov »Central and East European Bond of the Year« (Norton, 1997, str. 34).

Geografsko distribucijo investorjev v evroobveznico USD 2001 prikazuje Priloga 15 (glej Prilogo 15, priloga, str. 17). Prodaja obveznic je potekala globalno, in sicer je največ (42 %) investorjev iz Evrope, sledijo jim rezidenti ZDA (37 %) in Azije/Srednjega Vzhoda (21 %).

Med investitorji so prevladovali investicijski skladi in banke, ki so skupaj prevzeli 74% celotne izdaje (glej Prilogo 16, priloga, str. 17). Sledijo jim zavarovalnice (18 %) in individualni investitorji (8 %). Takšna distribucija je ugodna, saj investicijski skladi, zavarovalnice in banke trgujejo z obveznicami bolj aktivno kot manjši investitorji, ki kupijo obveznice in jih večinoma držijo v osebem portfelju do zapadlosti.

4.3.3 Evroobveznica DEM 2004

Tabela 6: Osnovni podatki o evroobveznici DEM 2004

Znesek izdaje	400 mio DEM	Marža (Re-offer spread)	43 b. t.
Datum izdaje	16. 6. 1997	Marža na LIBOR (DEM)	29 b. t.
Vrsta obveznice	Evroobveznica	Referenčna obveznica	BDR ¹⁷
Kreditna ocena	A3/A/A-	Pravica do predčasnega odkupa	Ne
Dospelost	16. 6. 2004	Organizatorja izdaje	Dresdner Bank AKG in CS First Boston
Kuponska obrestna mera	5,75 %	Borzna kotacija	Frankfurt
Plačilo obresti	Letno (16. 6.)	Pravo	Nemško
Cena odkupa (Re-offer price)	98,693 %	Namen	Financiranje proračuna RS

Vir: Interna gradiva Ministrstva za finance.

Struktura sindikata:

Organizatorja (Bookrunners): Dresdner Kleinwort Benson in CS First Boston (vsak po 41,5 % = 81 %).

So-organizatorji (Co-lead Managers): J. P. Morgan, Deutsche Bank AG, Lehman Brothers Bankhaus AG, Societe Generale S.A. Salomon Brothers (vsak po 2 % = 10 %).

Organizatorji (Co-Managers): ABN AMRO (Deutschland) AG, Daiwa, Bayerische LB, Creditanstalt-Bankverein, Bank Austria AG, Westdeutsche Landesbank Girozentrale, Bayerische Hypotheken Bank, LHB Internationale Handelsbank (vsak po 1 % = 9 %).

V letu 1997 je bila izdana evroobveznica RS v DEM zaradi možnosti doseganja nižjega kupona kot v USD ter zaradi obveznosti odplačil zapadlega dolga v DEM. Obveznica je bila prodana pretežno evropskim investitorjem (glej Prilogo 17, priloga, str. 18). Največji delež prodaje je bil realiziran nemškim investitorjem (36 %), sledijo Švica (14,9 %), Francija (11,5 %), Benelux (8,7 %), Avstrija in Skandinavija (obe po 7,7 %), Velika Britanija (4,8 %), Italija (3,8 %) in Poljska (1,5 %). Od izvenevropskih držav so udeležene le ZDA (3,4 %).

Distribucija obveznic glede na status investitorja kaže, da so največ investirali individualni investitorji (43,7 %). Precej manj so bile zainteresirane kreditne institucije (18,4 %) in investicijski skladi (18,3%), ki ponavadi predstavljajo glavnino investitorjev (glej Prilogo 18, priloga, str. 18).

¹⁷ Nemška državna obveznica z enako zapadlostjo.

4.3.4 Evroobveznica EUR 2005

Cilji Republike Slovenije so bili izdaja obveznice na novem, porajajočem se skupnem evropskem trgu, oblikovanje stroškovno učinkovite in likvidne referenčne obrestne mere v novi valuti, ki bo konkurenca dolarskemu trgu, razširitev kroga evropskih investitorjev in izpostaviti RS kot vodilno državo med državami srednje in vzhodne Evrope v procesu pridružitve EU. Geografska distribucija (glej Prilogo 19, priloga, str. 19) kaže, da je bilo 35 % izdaje prodano v Veliko Britanijo, 25 % v Nemčijo, 20 % v Francijo, 15 % v Italijo in 5 % v ostale države. Med investitorji so prevladovali investicijski skladi, ki so pokupili slabi dve tretjini celotne emisije (glej Prilogo 20, priloga, str. 19), sledijo jim zavarovalnice (20 %), banke (10 %) in individualni investitorji (5 %). Na začetku je bila obveznica denominirana v ECU-jih in je ob vzpostavitvi evra 1. 1. 1999 avtomatsko konvertirala v evro v razmerju 1:1. Finančna sredstva, zbrana z izdajo evroobveznice, je RS uporabila za financiranje predčasne odkupa NFA obveznic serije 1 ter za financiranje državnega proračuna.

Tabela 7: Osnovni podatki o evroobveznici EUR 2005

Znesek izdaje	500 mio EUR	Marža (Re-offer spread)	57 b. t.
Datum izdaje	27. 5. 1998	Marža na LIBOR_{DEM, USD}	35 b. t.
Vrsta obveznice	Evroobveznica	Referenčna obveznica	EKU OAT ¹⁸ 7,5 % 2005
Kreditna ocena	A3/A/A-	Pravica do predčasnega odkupa	Ne
Dospelost	27. 5. 2005	Organizatorja izdaje	JP Morgan in Paribas
Kuponska obrestna mera	5,375 %	Borzna kotacija	Luxemburg
Plačilo obresti	Letno	Pravo	Angleško
Cena odkupa (Re-offer price)	99,63 %	Namen	Predčasno odplačilo NFA obveznic serije 1, financiranje proračuna RS

Vir: Interna gradiva Ministrstva za finance.

Struktura sindikata

Organizatorja (Bookrunners):

J. P. Morgan in Paribas (vsak po 45 % = 90 %).

So-organizatorji (Co-lead Managers):

Banca Commerciale Italiana, Barclay Capital Group, CS First Boston, Deutsche Bank AG (vsak po 1,25 % = 5 %).

Organizatorji (Co-Managers):

Banco Portugues de Investimento S.A., Bank Austria Creditanstalt Group, Credito Italiano, Daiwa Europe, DG Bank, Dresdner Kleinwort Benson, ING Capital Limited, Lehmon Brothers Int., Santander Investment, Sociate Generale, (vsak po 0,5 % = 5 %).

Na začetku je bilo načrtovano, da se bo cena obveznice oblikovala pri 60 bazičnih točkah nad primerljivimi francoskimi državnimi obveznicami. Toda povpraševanje je podobno kot pri prvi mednarodni izdaji močno preseгло ponudbo. Naročil je bilo namreč trikrat več, tako da se je razlika hitro zmanjšala na 57 bazičnih točk (Berdnik, 1998, str.6).

¹⁸ Francoska državna obveznica z zapadlostjo leta 2005.

4.3.5 Evroobveznica EUR 2009

Tabela 8: Osnovni podatki o evroobveznici EUR 2009

Znesek izdaje	400 mio EUR	Marža (Re-offer spread)	86 b. t.
Datum izdaje	18. 3. 1999	Marža na EURIBOR	46,5 b. t.
Vrsta obveznice	Evroobveznica	Referenčna obveznica	BDR 3,75 %, januar 2009
Kreditna ocena	A3/A/A-	Pravica do predčasnega odkupa	Ne
Dospelost	18. 3. 2009	Organizatorja izdaje	CS First Boston in Moran Stanley Dean Witter
Kuponska obrestna mera	4,875 % letno	Borzna kotacija	Luxemburg
Plačilo obresti	Letno (18. 3.)	Pravo	Angleško
Cena odkupa (Re-offer price)	99,165 %	Namen	Financiranje proračuna RS

Vir: Interna gradiva Ministrstva za finance.

Struktura sindikata

Organizatorja (Bookrunners):

Credit Suisse First Boston in Morgan Staneley Dean Witter (vsak po 45 % = 90 %).

So-organizatorji (Co-Managers):

ABN AMRO, DG Bank, CDC Marches, J. P. Morgan Securities Ltd., Union Bancaire Privee, Erste Bank, Paribas, Commerzbank Aktiengesellschaft (vsak po 1,25 % = 10 %).

Republika Slovenija je marca leta 1999 izdala novo serijo evroobveznic, ki pomenijo dodatno zadolževanje slovenske države v tujini za 400 mio EUR. Še prejšnje leto so bile razmere za izdajo zelo ugodne, saj so bili pribitki za slovenske evroobveznice nad obrestno mero držav z najboljšo bonitetno oceno, ki so jih investitorji zahtevali za prevzem večjega kreditnega tveganja, majhni. Že konec avgusta pa je finančni svet presenetil nov val finančne krize, ki se je iz Azije razširila v Rusijo in nato še v Južno Ameriko. Finančna kriza je precej prizadela gospodarstva stabilnih držav in povzročila dvig pribitkov pri izdajah obveznic manj stabilnih držav (Treven, Zupančič, 1999, str. 2). Pribitek je pri izdaji evroobveznice EUR 2009 znašal 86 bazičnih točk, medtem ko sta imeli prejšnji dve evroobveznici pri izdaji pribitek 57 bazičnih točk (EUR 2005) in 43 bazičnih točk (DEM 2004).

Obveznice so kupovali predvsem evropski investitorji, katerih skupni delež je znašal 97 % (glej Prilogo 21, priloga, str. 20). Med njimi so bili najaktivnejši nemški (25 %) in angleški investitorji (14 %). Tako, kot pri prejšnji izdaji, so tudi tokrat odkupili največji delež emisije investicijski skladi, katerim sledijo banke (16 %), zavarovalnice (14 %) in individualni investitorji z 8 odstotno udeležbo (glej Prilogo 22, priloga, str. 20).

4.3.6 Evroobveznica EUR 2010

Republika Slovenija se je po letu dni zopet zadolžila na mednarodnih finančnih trgih z izdajo evroobveznice v višini 400 mio EUR. Glede na tržne razmere, ko so obrestne mere konstantno naraščale, se je država zadolžila pod ugodnimi pogoji, saj so se prav v tednu izdaje zahtevani donosi obveznic zmanjšali. Kljub temu pa je cena zadolžitve presegala za več kot eno odstotno točko ceno zadolžitve v prejšnjem letu (EUR 2009). Glavni razlog za dražjo

zadolžitev je bila močna gospodarska rast in s tem posredno povezana visoka izraba kapacitet, ki je skupaj z rastjo cen naftnih derivatov predstavljala potencialno višjo stopnjo inflacije (Treven, Zupančič, 2001, str. 26).

Tabela 9: Osnovni podatki o evroobveznici EUR 2010

Znesek izdaje	400 mio EUR	Marža (Re-offer spread)	73 b. t.
Datum izdaje	24. 3. 2000	Marža na EURIBOR	31 b. t.
Vrsta obveznice	Evroobveznica	Referenčna obveznica	BDR 5,375 %, januar 2010
Kreditna ocena	A3/A/A	Pravica do predčasnega odkupa	Ne
Dospelost	24. 3. 2010	Organizatorja izdaje	Deutsche Bank in BNP Paribas
Kupon	6 % letno	Borzna kotacija	Luxemburg
Plačilo obresti	Letno	Pravo	Angleško
Cena odkupa (Re-offer price)	99,495 %	Namen	Financiranje proračuna RS

Vir: Interna gradiva Ministrstva za finance.

Struktura sindikata

Organizatorja (Bookrunners): Deutsche Bank in BNP Paribas (vsak po 45 % = 90 %).

Organizatorji (Co-Managers): ABN AMRO, J. P. Morgan Securities Ltd., Bank Austria Creditanstalt, CS First Boston, Daiwa SBCM Europe, Dresdner Kleinwort Benson, Morgan Stanley Dean Witter, Warburg Dillon Read (vsak po 1,25 % = 10 %).

S to izdajo evroobveznice je Slovenija utrdila svoj položaj na evrotrgu dolgoročnih obveznic. Zanimanje za obveznico se je zelo povečalo v vseh predelih Evrope, zlasti na severu in jugozahodu Evrope. Evroobveznice so tako kupovali predvsem evropski investitorji, med katerimi so prevladovali nemški z 22 odstotki (glej Prilogo 23, priloga, str. 21). RS je prodala le 4 % celotne izdaje izven Evrope, in sicer 1 % v ZDA in 3 % na Srednji Vzhod. Glede na vrsto investitorja so tokrat vidnejšo vlogo kot v prejšnjih izdajah odigrale zavarovalnice, ki so kupile 27 odstotni delež celotne izdaje. Investicijski skladi in banke so zopet odigrali glavno vlogo investitorja. Njihova delež je znašal 45 % za investicijske sklade in 23 % za banke (glej Prilogo 24, priloga, str. 21).

Zaradi potreb po financiranju proračuna v začetku leta 2001 je Republika Slovenija izvedla reodprtje obveznice 2010 (re-offer). Postopek reodprtja je podoben novi izdaji (potrebno je poiskati organizatorja, pripraviti vse pogodbe in dopolniti obstoječi prospekt z novimi podatki), vendar je izvedba posla bistveno hitrejša kot pri novi izdaji. Postopek vodi ena banka organizatorica dodatne izdaje obveznice. Zakaj je izbrala Republika Slovenija za dodatno izdajo ravno 10-letno obveznico 2010? Razlog je bil v tem, da se je v času reodprtja z obveznico najbolj aktivno trgovalo na trgu in sta bila dosežena najugodnejša cena reodprtja (103,42 %) in donos 5,51 %. Slaba stran pa je, da bo potrebno prihodnjih devet let plačevati visok kupon. Dodatna izdaja obveznice je znašala 100 mio EUR.

Tabela 10: Osnovni podatki o dodatni izdaji evroobveznice EUR 2010

Znesek dodatne izdaje	100 mio EUR	Marža (Re-offer spread)	79 b. t.
Datum dodatne izdaje	14. 2. 2001	Donosnost (Reoffer yield)	5,51 %
Vrsta obveznice	Evroobveznica	Referenčna obveznica	BDR 5,375 %, januar 2010
Kreditna ocena	A2/A/A	Pravica do predčasnega odkupa	Ne
Dospelost	24. 3. 2010	Organizator dodatne izdaje	BNP Paribas
Kupon	6 %	Borzna kotacija	Luxemburg
Plačilo obresti	Letno	Pravo	Angleško
Cena odkupa (Re-offer price)	103,42 %	Namen	Financiranje proračuna RS

Vir: Interna gradiva Ministrstva za finance.

4.3.7 Evroobveznica EUR 2011

Tabela 11: Osnovni podatki o evroobveznici EUR 2011

Znesek izdaje	450 mio EUR	Marža (Re-offer spread)	89 b. t.
Datum izdaje	11. 4. 2001	Marža na EURIBOR	35.8 b. t.
Vrsta obveznice	Evroobveznica	Referenčna obveznica	BDR 5,25 %, 4. januar 2011
Kreditna ocena	A2/A/A	Pravica do predčasnega odkupa	Ne
Dospelost	11. 4. 2011	Organizatorja izdaje	J.P.Morgan Securities Ltd in UBS Warburg
Kupon	5,375 %	Borzna kotacija	Luxemburg
Plačilo obresti	Letno	Pravo	Angleško
Cena odkupa (Re-offer price)	98,438 %	Namen	Financiranje proračuna RS

Vir: Interna gradiva Ministrstva za finance.

Struktura sindikata

Organizatorja (Bookrunners):

J. P. Morgan Securities Ltd. In UBS Warburg (vsak po 46,1 % = 92,2 %).

Organizatorji (Co-Managers):

ABN AMRO, CS First Boston, Morgan Stanley Dean Witter, Merrill Lynch, Salomon Smith Barney, Deutsche Bank, BNP Paribas (vsak po 1,11 % = 7,8 %).

Zanimanje za obveznico je bilo na finančnih trgih zelo veliko, saj je ponudbe presegala vrednost 2-kratne izdaje obveznice (ponudb je bilo za 907 mio EUR), zato je izdajateljica povečala vrednost izdaje s prvotno načrtovane 400 mio EUR na 450 mio EUR. Marža je bila nekoliko višja, kot je bila načrtovana ob začetku priprave izdaje, in sicer zaradi poslabšanja »klime« na finančnih trgih zlasti neugodnih gibanj v Turčiji in Argentini. To je vplivalo, da se je splošni nivo marž na sekundarnem trgu povečal zlasti za države z razvijajočim gospodarstvom.

Republika Slovenija je z izdajo te evroobveznice dosegla zastavljene strateške cilje širjenja geografske (glej Prilogo 25, priloga, str. 22) in institucionalne strukture vlagateljev (glej Prilogo 26, priloga, str. 22). Evroobveznica je bila prodana izključno evropskim investitorjem. Pri geografski distribuciji zavzemajo največji delež Nemčija (26 %), Velika Britanija (17 %), Švica (16 %), Avstrija (10 %) in Nizozemska (9 %). Tudi tokrat je bila obveznica najbolj zanimiva za investicijske sklade (53%) in banke (17%) ter malo manj za zavarovalnice (12 %), individualne investitorje (11 %) in pokojninske sklade (7 %).

4.4 Sekundarni trg

Republika Slovenija kot izdajateljica evroobveznic spremlja trgovanje in cene obveznic na sekundarnem trgu evroobveznic, pri čemer nastajajo določene težave (Eber, 2001, str. 48):

- Večina trgovanja se opravi na neformalnem OTC trgu, kjer promet trgovanja ni zabeležen, kar ovira spremljanje dejanske ponudbe in povpraševanja po evroobveznicah.
- Ministrstvo za finance uporablja za spremljanje trgovanja na sekundarnem trgu podatke Reutersa, kateremu podatke posredujejo posredniki in banke, s katerimi ima Reuters sklenjeno pogodbo. Zaradi tega so podatki nepopolni in manj zanesljivi. Tudi sistem Bloomberg (z njim sicer Ministrstvo za finance ne razpolaga) ne zajema popolnoma vseh trgovanj, zato ima večina velikih investicijskih bank vzpostavljen svoj lastni sistem spremljanja obsega trgovanja. Primerjava trgovanj iz različnih virov spremljave kaže precejšnje razlike.
- Ministrstvo za finance ugotavlja, da se z njihovimi obveznicami manj trguje zaradi pomanjkanja ponudbe. Investitorji namreč držijo obveznice do dospelosti. V takšnih okoliščinah prikazan obseg trgovanja ne odraža realne cene na trgu¹⁹.

Ne glede na težave, ki ovirajo spremljanje trgovanja evroobveznic na sekundarnem trgu, spremlja MF trgovanje izdanih evroobveznic po podatkih Reutersa.

5 Sklep

Trg evroobveznic velja v finančnem svetu za zgodbo o uspehu, saj ga spremljata rast in razvoj že od zamega začetka. Medtem ko je imel na začetku glavni primat ameriški dolar, se je po konverzaciji evropskih valut v evro spremenil iz enovalutnega v dvovalutni trg. Obseg izdaj evroobveznic je v začetku porastel zaradi povečanih potreb po ameriškem dolarju in ukrepov ameriške vlade, s katerimi je skušala preprečiti odtok dolarjev iz ZDA. Predvsem gre za ukrepa, imenovana Interest Equalization Tax in Foreign Credit Restraint Program, sprejeta v letih 1963 in 1965. Intenzivna rast financiranja z evroobveznicami odraža številne zanimive trende, med drugim stalno naraščajoče potrebe korporacij, vlad in mednarodnih organizacij po finančnih sredstvih. Po drugi strani se na trgu pojavljajo tudi številne nove oblike ponudbe sredstev. Evrotrg z bogato izbiro različnih valut in instrumentov (obveznice s fiksno oziroma drsečo obrestno mero, obveznice z nakupnim bonom, brezkuponske obveznice in številne druge vrste obveznic) nudi visoko stopnjo fleksibilnosti tako za posojilojemalce kot tudi za investitorje. Poleg tega se zelo hitro širi tudi sekundarni trg, ki zagotavlja vse večjo likvidnost in učinkovitost trga.

Slovenija je od leta 1996 redno nastopala na evrotrgu in je izdala vsako leto po eno evroobveznico. Zavedati se moramo, da ima izdaja evroobveznic veliko prednost, ne smemo pa pozabiti tudi na tveganje in stroške, ki so povezani z njo. Tudi sam postopek izdaje evroobveznic je dokaj zahteven in terja določeno znanje in čas, ki preteče od potrebe po sredstvih do samega nakazila sredstev na račun izdajatelja. Nedvomno je poseg Slovenije na

¹⁹ Če ni trgovanja, prikazuje Reuters povprečno ceno, ki jo izračunajo po svoji metodologiji.

mednarodni finančni trg izjemno pozitivno dejanje, ki prispeva k razpoznavnosti Slovenije, opozarja na pozitivne ekonomske dosežke in ji odpira pot v EU.

Prav hitra rast evrovalutnih trgov je povzročila, da mednarodno financiranje postaja vse bolj globalno. Visoka konkurenca na trgu evroobveznic bo omogočila bolj kakovostno poslovanje, razvoj številnih inovativnih instrumentov in izločanje tistih ekonomskih subjektov, ki se temu ne bodo prilagajali. Investitorji se vse bolj odločajo za dolžniško financiranje in iščejo priložnosti v poslovanju s finančnimi institucijami, ki so specializirane za izdajanje obveznic.

6 Literatura

1. Aleksič Milojka: Pomen mednarodnih ratingov. Bančni vestnik, 10 (1998), str. 22-23.
2. Andersen Torben Juul: Euromarket instruments. New York: New York Institute of Finance, 1990. 308 str.
3. Berk Aleš, Deželan Silva, Groznik Peter et al: Poslovne finance. Ljubljana, 2002. 292 str.
4. Bernik Mojca: Spet razgrabljene evroobveznice. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 1998, 20, str. 6.
5. Bovha Simona: Povezanost evrovalutnih obrestnih mer z obrestnimi merami na nacionalnih trgih. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1997. 129 str.
6. Brigham F. Eugene, Houston F. Joel: Fundamentals of financial management, Eight edition. Orlando: The Dryden Press, 1998. 898 str.
7. Čas Miloš, Rotar Tomaž: Borzni izrazi s trojezičnim slovarjem. Maribor: Kapital, 1994. 190 str.
8. Eiteman K. David, Moffet H. Michael, Stonehill I. Arthur: Multinational business finance, Ninth edition. Boston: Addison-Wesley, 2001. 694 str.
9. Fabozzi J. Frank: The handbook of fixed income securities, Fourth edition. New York: Irwin, 1995. 1402 str.
10. Fisher G. Frederick: The eurodollar bond market. London: Euromoney, 1979. 200 str.
11. Grabbe J. Orlin: International financial markets, Second edition. New York: Elsevier, 1991. 421 str.
12. Kovač Simona: Rating agencije in verodostojnost rating ocen. Bančni vestnik, Ljubljana, 12 (2002), str. 7-9.
13. Moškrič Maja: Državne evroobveznice. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 53 str.
14. Mrak Mojmir: Evro in mednarodni trgi obveznic: izkušnje prvih stotih dni. Bančni vestnik, Ljubljana, 5 (1999), str. 11-14.
15. Mrak Mojmir: Mednarodne finance, 1. natis. Ljubljana: GV založba, 2002. 682 str.
16. Mrak Mojmir: Vpliv uvedbe evra na trg obveznic v Evropi. Bančni vestnik, 12 (2001), str. 26-29.
17. Mramor Dušan: Uvod v poslovne finance. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1993. 381 str.
18. Norton Guy: Slovenia: A rare quality. Euroweek, London, april 1997, str. 34.
19. Prohaska Zdenko: Finančni trgi, 1. izdaja. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 205 str.

20. Solnik Bruno: International investments, Third edition. B. k.: Addison-Wesley, 1996. 635 str.
21. Stanković Jasna: Zadolževanje Republike Slovenije z izdajo dolgoročnih vrednostnih papirjev. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1998. 44 str.
22. Treven Mateja, Zupančič N. Lotti: Kdo kupuje slovenske evroobveznice?. Bančni vestnik, Ljubljana, 4 (2000), str. 26-28.
23. Treven Mateja, Zupančič N. Lotti: Po čem se lahko zadolžuje slovenska država?. Bančni vestnik, Ljubljana, 4 (1999), str. 2-6.
24. Valdez Stephen: An introduction to global financial markets, Third edition. Basingstoke: Macmillan, 2000. 386 str.
25. Zupančič N. Lotti: Predčasno poplačilo oziroma reodkup evroobveznic Republike Slovenije. Bančni vestnik, 6 (1998), str. 39-41.

7 Viri

1. Belchambers Anthony: Waiting for the Grim Reaper. [URL: www.foa.co.uk/external/articles/grim_reaper.pdf], April 1999.
2. Eber Marija: Evroobveznice Republike Slovenije. Seminarska naloga pri predmetu Mednarodne poslovne finance. Maribor: Ekonomska poslovna fakulteta Maribor, 2001. 56 str.
3. Financial Market Trends. Paris: OECD Publications, 1996 (št. 64), str. 87.
4. History of IPMA 1984-1994. London: International Primary Market Association. [URL: http://www.ipma.org.uk/ne_index.asp], 15. 1. 2000.
5. Interna gradiva Ministrstva za finance.
6. Reuters 3000. 20. 4. 2001.
7. The Euro Bond Market, 6 str. [URL: <http://www.economics.strath.ac.uk/PDF/331~js3.doc>], 26. 2. 2003.
8. The International Capital Markets. London: International primary market association. [URL: http://www.ipma.org.uk/ne_index.asp], 15. 6. 2002.
9. UBS Warburg. Eurobonds issue from 1998 to 2000. Source: Capital Data. Bondware, 2001.
10. Zakon o javnih financah (Uradni list RS, št. 79/99).

SLOVARČEK

Asset-Based Bonds – Obveznice, povezane z določeno vrsto premoženja
Bearer bond – Prinosniška obveznica
Bondholder – Obvezničar
Bonds with warrants – Obveznice z nakupnimi boni
Broker – Borzni posrednik
Call option – Pravica do odpoklica
Call protection – Zaščita pred odpoklicem obveznice
Call provision – Premija odpoklica
Capital yield – Kapitalska donosnost
Co-manager So-organizator
Convertible bonds – Zamenljive obveznice
Current yield – Tekoča donosnost
Default risk – Kreditno tveganje
Dual currency eurobonds – Evroobveznice z dvojno valuto
Duration – Trajanje
Face value, Par value – Nominalna vrednost
Fiscal agent – Fiskalni agent
Fixed price reoffer – Metoda primarne izdaje
Forward market – Nestandardizirani terminski trg
FRN's Floating rate notes – Obveznice s spremenljivo obrestno mero
Indexed bond, Purchasing power bond – Indeksirana obveznica
Interest equalization tax – Davek za izravnavo obrestnih mer
Issue price – Tečaj izdaje
Lead manager – Vodilni organizator
Lower medium grade – Slabša srednja kreditna sposobnost
Market maker – Vzdrževalec trga
Market risk – Tržno tveganje
Maturity date – Rok dospelja
Medium term note – Srednjeročna obveznica
OTC Over the counter – Trg preko bančnih okenc
Principal paying agent – Plačilni agent
Puttable eurobonds – Evroobveznice z opcijo
Queing – Čakalna vrsta
Red-herring – Prekajen slanik
Rising/falling coupon – Obveznice z dvigajočo/padajočo obrestno mero
Securitization – Listinjenje
Selling group – Skupina komisionarjev
Sinking fund – Presihajoči sklad
Subscription period – Obdobje vpisovanja obveznic
Syndicate long – Dolga pozicija

Syndicate short – Kratka pozicija

The bought deal – Metoda reodkupa oz. refinanciranja evroobveznic

Tombstone – Reklama za novo izdajo obveznic

Underwriter – Prezemnik

Upper medium grade – Boljša srednja kreditna sposobnost

Very high grade – Prvovrstna kreditna sposobnost

Withholding tax – Davek po odbitku

Yankee bond market Trg – Ameriški trg tujih obveznic

Yield to call – Donosnost do odpoklica

Yield to maturity – Donosnost do dospelja

Zero-coupon eurobonds – Brezkuponske evroobveznice

PRILOGA

SEZNAM PRILOG

PRILOGA 1: IZDAJA EVRODOLARSKIH OBVEZNIC V MIO USD GLEDE NA VRSTO INSTRUMENTA V OBDOBJU OD 1993 DO 1996*	1
PRILOGA 3: IZDAJE EVROOBVEZNIC V MIO USD V OBDOBJU 1998-2000 GLEDE NA VALUTO	3
PRILOGA 4: IZDAJE EVROOBVEZNIC V MIO USD V OBDOBJU 1998-2000 GLEDE NA ROČNOST	4
PRILOGA 5: IZDAJE EVROOBVEZNIC V MIO USD V OBDOBJU 1998-2000 GLEDE NA ROČNOST	5
PRILOGA 6: URNIK IZDAJE EVROOBVEZNICE	6
PRILOGA 7: IZDAJE EVROOBVEZNIC V MIO USD GLEDE NA IZDAJATELJE V OBDOBJU 1998-2000	8
PRILOGA 8: IZDAJE EVROOBVEZNIC V MIO USD GLEDE NA IZDAJATELJE V OBDOBJU 1998-2000	9
PRILOGA 9: IZDAJA EVROOBVEZNIC V MIO USD V OBDOBJU 1984-1994* GLEDE NA DRŽAVO IZDAJATELJA	10
PRILOGA 10: GEOGRAFSKA PORAZDELITEV IZDAJATELJEV EVROOBVEZNIC V LETU 1994 DO VKLJUČNO 30. SEPTEMBRA.....	12
PRILOGA 11: GIBANJE DONOSNOSTI DO DOSPETJA DOLOČENIH OBVEZNIC Z RAZLIČNO OCENO KREDITNE SPOSOBNOSTI V OBDOBJU 1959-1997	13
PRILOGA 12: IZDAJE EVROOBVEZNIC V MIO USD GLEDE NA OCENO KREDITNEGA TVEGANJA RATING AGENCIJE MOODY'S INVESTORS SERVICE V OBDOBJU 1998-2000	14
PRILOGA 13: IZDAJE EVROOBVEZNIC GLEDE NA OCENO KREDITNEGA TVEGANJA RATING AGENCIJE MOODY'S INVESTORS SERVICE V OBDOBJU 1998-2000.....	15
PRILOGA 14: IZDAJE OBVEZNIC NA MEDNARODNIH TRGIH OBVEZNIC V OBDOBJU 1970-1995 V MIO USD.....	16
PRILOGA 15: GEOGRAFSKA DISTRIBUCIJA INVESTITORJEV V USD EVROOBVEZNICO 2001.....	17
PRILOGA 16: DISTRIBUCIJA GLEDE NA VRSTO INVESTITORJEV V EVROOBVEZNICO USD 2001..	17
PRILOGA 17: GEOGRAFSKA DISTRIBUCIJA EVROOBVEZNICE DEM 2004.....	18
PRILOGA 18: DISTRIBUCIJA EVROOBVEZNICE DEM 2004 GLEDE NA VRSTO INVESTITORJEV ...	18
PRILOGA 19: GEOGRAFSKA DISTRIBUCIJA EVROOBVEZNICE EUR 2005.....	19
PRILOGA 20: DISTRIBUCIJA EVROOBVEZNICE EUR 2005 GLEDE NA VRSTO INVESTITORJEV	19
PRILOGA 21: GEOGRAFSKA DISTRIBUCIJA EVROOBVEZNICE EUR 2009.....	20
PRILOGA 22: DISTRIBUCIJA EVROOBVEZNICE EUR 2009 GLEDE NA VRSTO INVESTITORJEV	20
PRILOGA 23: GEOGRAFSKA DISTRIBUCIJA EVROOBVEZNICE EUR 2010.....	21
PRILOGA 24: DISTRIBUCIJA EVROOBVEZNICE EUR 2010 GLEDE NA VRSTO INVESTITORJEV	21
PRILOGA 25: GEOGRAFSKA DISTRIBUCIJA EVROOBVEZNICE EUR 2011	22
PRILOGA 26: DISTRIBUCIJA EVROOBVEZNICE EUR 2011 GLEDE NA VRSTO INVESTITORJEV	22

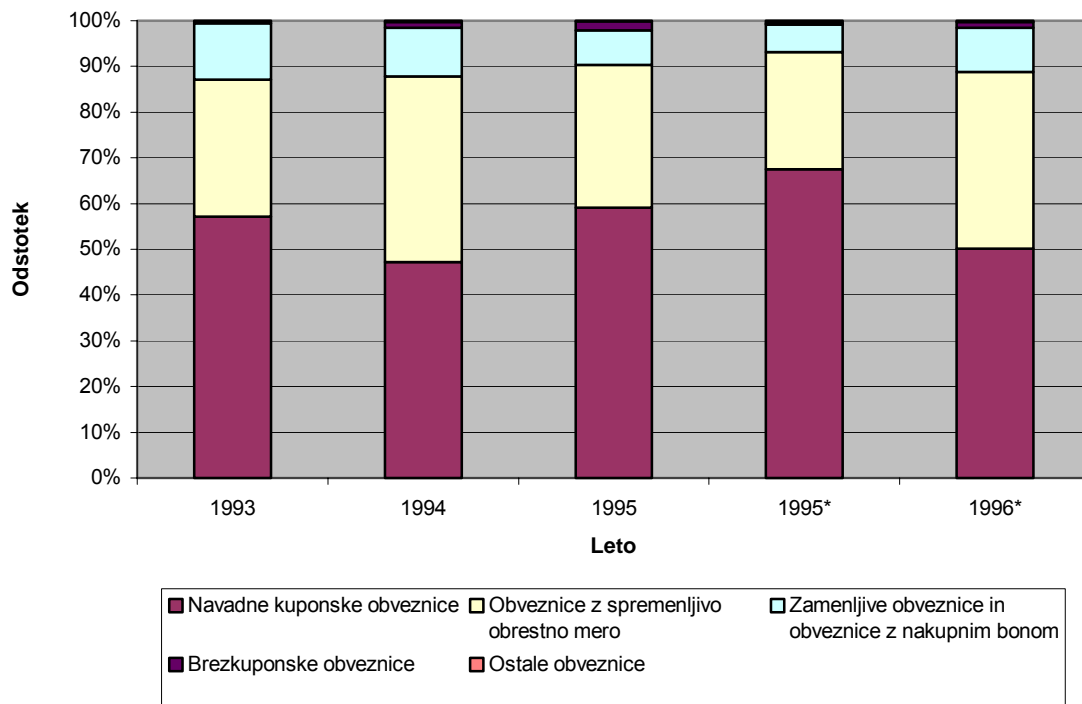
Priloga 1: Izdaja evrodolarskih obveznic v mio USD glede na vrsto instrumenta v obdobju od 1993 do 1996*

<i>Vrsta obveznice</i>	1993		1994		1995		1995*		1996*	
	<i>Znesek v mio USD</i>	<i>Odstotek</i>	<i>Znesek v mio USD</i>	<i>Odstotek</i>	<i>Znesek v mio USD</i>	<i>Odstotek</i>	<i>Znesek v mio USD</i>	<i>Odstotek</i>	<i>Znesek v mio USD</i>	<i>Odstotek</i>
Navadne kuponske obveznice	84,400	57.14%	70,600	47.26%	85,400	59.14%	25,400	67.55%	37,800	50.13%
Obveznice z spremenljivo obrestno mero	44,200	29.93%	60,500	40.50%	45,100	31.23%	9,600	25.53%	29,100	38.59%
Zamenljive obveznice	18,200	12.32%	16,100	10.78%	10,900	7.55%	2,300	6.12%	7,300	9.68%
Brezkuponske obveznice	/	/	1,700	1.14%	2,800	1.94%	100	0.27%	1,000	1.33%
Ostale obveznice	900	0.61%	500	0.33%	200	0.14%	200	0.53%	200	0.27%
Skupaj	147,700	100%	149,400	100%	144,400	100%	37,600	100%	75,400	100%

Vir: Financial Market Trends, 1996 (št. 64).

*Obdobje od januarja do aprila tega leta

Priloga 2: Izdaja evrodolarskih obveznic v mio USD glede na vrsto instrumenta v obdobju od 1993 do 1996*



Vir: Priloga 1, priloga, str. 1.

*Obdobje od januarja do aprila tega leta.

Priloga 3: Izdaje evroobveznic v mio USD v obdobju 1998-2000 glede na valuto

Valuta	Leto 1998				Leto 1999				Leto 2000			
	Znesek v mio USD	Odstotek	Število izdaj	Odstotek	Znesek v mio USD	Odstotek	Število izdaj	Odstotek	Znesek v mio USD	Odstotek	Število izdaj	Odstotek
USD	236,053.36	39.457%	923	29.348%	234,194.37	26.344%	1033	22.244%	209,754.62	24.584%	1025	18.718%
CAD	3,656.68	0.611%	39	1.240%	3,401.25	0.383%	40	0.861%	936.57	0.110%	10	0.183%
GBP	81,928.73	13.695%	381	12.114%	98,622.08	11.094%	468	10.078%	111,522.46	13.071%	697	12.728%
AUD	1,725.75	0.288%	23	0.731%	4,199.28	0.472%	56	1.206%	1,032.65	0.121%	20	0.365%
Valute EMU	238,694.85	39.899%	1033	32.846%	506,140.58	56.934%	1905	41.021%	452,324.11	53.013%	2138	39.043%
BEF	671.75	0.112%	2	0.064%	0.00	0.000%	0	0.000%	0	0.000%	0	0.000%
DEM	49,534.87	8.280%	263	8.362%	1,175.96	0.132%	12	0.258%	0	0.000%	0	0.000%
ESP	172.90	0.029%	5	0.159%	0.00	0.000%	0	0.000%	0	0.000%	0	0.000%
FRF	20,804.62	3.478%	118	3.752%	0.00	0.000%	0	0.000%	0	0.000%	0	0.000%
IEP	701.18	0.117%	5	0.159%	0.00	0.000%	0	0.000%	0	0.000%	0	0.000%
ITL	20,584.84	3.441%	183	5.819%	13.31	0.001%	1	0.022%	0	0.000%	0	0.000%
LUF	2,436.05	0.407%	44	1.399%	0.00	0.000%	0	0.000%	0	0.000%	0	0.000%
NLG	11,622.08	1.943%	52	1.653%	0.00	0.000%	0	0.000%	0	0.000%	0	0.000%
ATS	251.87	0.042%	3	0.095%	0.00	0.000%	0	0.000%	0	0.000%	0	0.000%
PTE	1,127.09	0.188%	32	1.017%	0.00	0.000%	0	0.000%	0	0.000%	0	0.000%
FIM	27.02	0.005%	2	0.064%	0.00	0.000%	0	0.000%	0	0.000%	0	0.000%
EUR	130,760.58	21.857%	324	10.302%	504,951.32	56.800%	1892	40.741%	452,324.11	53.013%	2138	39.043%
Ostale valute	36,190.50	6.049%	746	23.720%	42,440.33	4.774%	1142	24.591%	77,660.10	9.102%	1586	28.963%
CHF	3,045.02	0.509%	37	1.176%	2,298.32	0.259%	44	0.947%	2,744.63	0.322%	57	1.041%
JPY	17,484.08	2.923%	345	10.970%	27,820.09	3.129%	795	17.119%	65,069.19	7.626%	1275	23.283%
NZD	2,873.48	0.480%	51	1.622%	1,179.98	0.133%	24	0.517%	1,336.64	0.157%	20	0.365%
SAR	3,120.60	0.522%	90	2.862%	1,608.41	0.181%	72	1.550%	691.24	0.081%	45	0.822%
SEK	2,624.06	0.439%	35	1.113%	1,414.87	0.159%	24	0.517%	1,295.67	0.152%	17	0.310%
CZK	1,040.92	0.174%	41	1.304%	509.42	0.057%	20	0.431%	1,196.55	0.140%	42	0.767%
DKK	944.56	0.158%	15	0.477%	828.55	0.093%	18	0.388%	409.95	0.048%	9	0.164%
GRD	3,171.21	0.530%	83	2.639%	2,546.75	0.286%	42	0.904%				
PLZ	820.87	0.137%	24	0.763%	979.66	0.110%	35	0.754%	1,998.00	0.234%	67	1.224%
TUL	41.60	0.007%	3	0.095%								
TWD	357.93	0.060%	3	0.095%	309.60	0.035%	3	0.065%	194.87	0.023%	3	0.055%
RUB	112.99	0.019%	5	0.159%								
ILS	153.47	0.026%	3	0.095%								
HKD	148.40	0.025%	2	0.064%	546.94	0.062%	9	0.194%	348.84	0.041%	9	0.164%
ESK	20.80	0.003%	3	0.095%	36.90	0.004%	5	0.108%				
BRL	23.82	0.004%	1	0.032%								
NOK	206.70	0.035%	5	0.159%	1,282.84	0.144%	24	0.517%	1,258.52	0.148%	23	0.420%
HUF		0.000%		0.000%	18.85	0.002%	2	0.043%				
SKK		0.000%		0.000%	278.67	0.031%	12	0.258%	79.57	0.009%	4	0.073%
SGD		0.000%		0.000%	780.50	0.088%	13	0.280%	527.54	0.062%	8	0.146%
MXN		0.000%		0.000%					106.07	0.012%	1	0.018%
CLP		0.000%		0.000%					247.24	0.029%	2	0.037%
ARS		0.000%		0.000%					110.61	0.013%	1	0.018%
LTL		0.000%		0.000%					44.99	0.005%	3	0.055%
SKUPAJ	598,249.87	100%	3145	100%	888,997.89	100%	4644	100%	853,230.50	100%	5476	100%

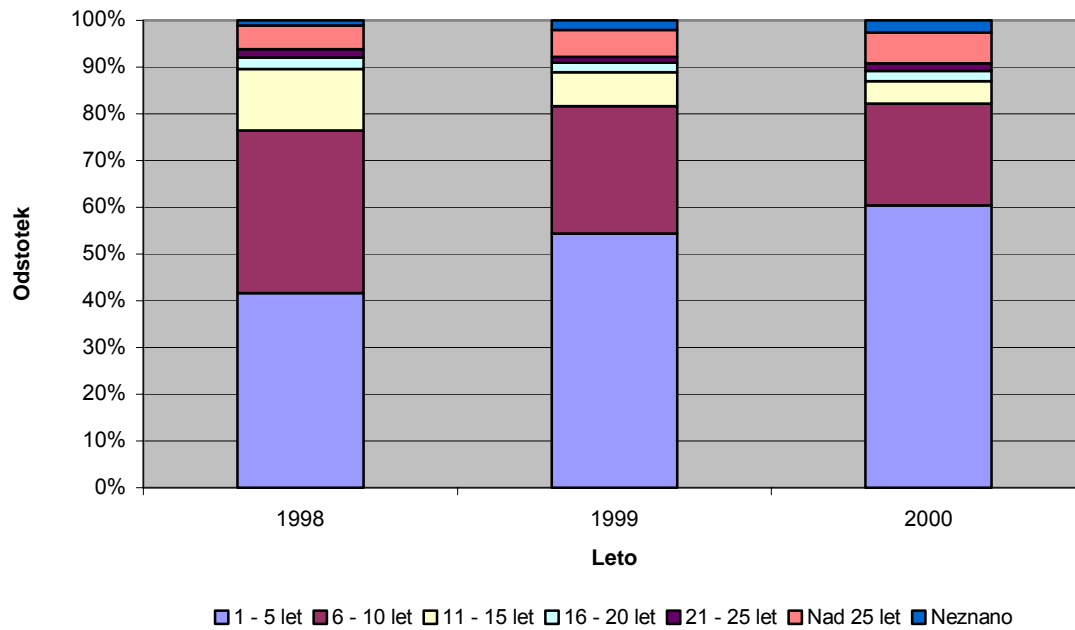
Vir: UBS Warburg, 2001.

Priloga 4: Izdaje evroobveznic v mio USD v obdobju 1998-2000 glede na ročnost

Leta	Leto 1998				Leto 1999				Leto 2000			
	Znesek v mio USD	Odstotek	Št. Izdaj	Odstotek	Znesek v mio USD	Odstotek	Št. Izdaj	Odstotek	Znesek v mio USD	Odstotek	Št. Izdaj	Odstotek
1 - 5 let	248,936.74	41.61%	1,617	51.41%	483,779.94	54.42%	2702	58.18%	515,385.00	60.40%	3,236	59.09%
1 let	24,919.62	4.17%	246	7.82%	82,229.68	9.25%	515	11.09%	110,863.46	12.99%	829	15.14%
2 let	34,791.71	5.82%	332	10.56%	82,041.40	9.23%	698	15.03%	104,474.99	12.24%	885	16.16%
3 let	44,471.77	7.43%	341	10.84%	95,515.42	10.74%	524	11.28%	108,863.76	12.76%	599	10.94%
4 let	19,939.07	3.33%	144	4.58%	30,602.35	3.44%	190	4.09%	31,597.16	3.70%	208	3.80%
5 let	124,814.58	20.86%	554	17.62%	193,391.08	21.75%	775	16.69%	159,585.64	18.70%	715	13.06%
6 - 10 let	207,967.85	34.76%	890	28.30%	242,000.12	27.22%	1075	23.15%	186,180.30	21.82%	1,009	18.43%
6 let	31,001.73	5.18%	134	4.26%	40,171.57	4.52%	166	3.57%	20,572.52	2.41%	121	2.21%
7 let	55,304.40	9.24%	213	6.77%	50,313.99	5.66%	178	3.83%	39,781.73	4.66%	177	3.23%
8 let	18,976.77	3.17%	65	2.07%	16,669.21	1.88%	91	1.96%	22,650.40	2.65%	102	1.86%
9 let	8,358.41	1.40%	40	1.27%	6,860.75	0.77%	49	1.06%	4,869.08	0.57%	53	0.97%
10 let	94,326.53	15.77%	438	13.93%	127,984.60	14.40%	591	12.73%	98,306.56	11.52%	556	10.15%
11 - 15 let	79,089.67	13.22%	300	9.54%	64,935.10	7.30%	333	7.17%	40,823.09	4.78%	317	5.79%
11 let	42,419.80	7.09%	91	2.89%	30,455.15	3.43%	98	2.11%	18,577.21	2.18%	69	1.26%
12 let	16,480.72	2.75%	65	2.07%	14,870.85	1.67%	65	1.40%	3,815.75	0.45%	58	1.06%
13 let	2,033.37	0.34%	14	0.45%	3,153.08	0.35%	20	0.43%	6,163.66	0.72%	52	0.95%
14 let	1,140.55	0.19%	10	0.32%	2,249.96	0.25%	23	0.50%	2,848.03	0.33%	20	0.37%
15 let	17,015.22	2.84%	120	3.82%	14,206.07	1.60%	127	2.73%	9,418.44	1.10%	118	2.15%
16 - 20 let	14,439.26	2.41%	96	3.05%	17,353.02	1.95%	159	3.42%	19,085.77	2.24%	397	7.25%
16let	953.19	0.16%	5	0.16%	2,863.53	0.32%	23	0.50%	2,429.05	0.28%	23	0.42%
17 let	4,302.67	0.72%	17	0.54%	1,976.62	0.22%	11	0.24%	3,653.83	0.43%	11	0.20%
18 let	760.93	0.13%	9	0.29%	198.91	0.02%	4	0.09%	1,093.09	0.13%	8	0.15%
19 let	612.89	0.10%	5	0.16%	1,353.07	0.15%	5	0.11%	538.58	0.06%	3	0.05%
20 let	7,809.58	1.31%	60	1.91%	10,960.89	1.23%	116	2.50%	11,371.23	1.33%	352	6.43%
21 - 25 let	10,664.65	1.78%	46	1.46%	11,258.38	1.27%	71	1.53%	13,498.92	1.58%	114	2.08%
21 let	410.36	0.07%	6	0.19%	584.09	0.07%	17	0.37%	3,766.81	0.44%	52	0.95%
22 let	1,749.33	0.29%	5	0.16%	4,567.99	0.51%	26	0.56%	2,718.79	0.32%	14	0.26%
23 let	3,652.18	0.61%	13	0.41%	1,545.07	0.17%	8	0.17%	1,574.76	0.18%	11	0.20%
24 let	12.03	0.00%	1	0.03%	1,090.77	0.12%	6	0.13%	1,010.62	0.12%	8	0.15%
25 let	4,840.75	0.81%	21	0.67%	3,470.45	0.39%	14	0.30%	4,427.95	0.52%	29	0.53%
Nad 25 let	30,600.65	5.12%	166	5.28%	50,876.70	5.72%	241	5.19%	56,488.30	6.62%	331	6.04%
Neznano	6,551.05	1.10%	30	0.95%	18,794.63	2.11%	63	1.36%	21,769.12	2.55%	72	1.31%
Skupaj	598,249.87	100%	3,145	100%	888,997.89	100%	4644	100%	853,230.50	100%	5,476	100%

Vir: UBS Warburg, 2001.

Priloga 5: Izdaje evroobveznic v mio USD v obdobju 1998-2000 glede na ročnost



Vir: Priloga 4, priloga, str. 4.

Priloga 6: Urnik izdaje evroobveznice

D – 21 Odločitev o izdaji evroobveznic

- 1) Začetni sestanek potencialnega izdajatelja ter vodilnega managerja.
 - a) Osnovni pogoji (valuta denominacije, vrednost izdaje, obrestna mera),
 - b) določitev časovnega urnika izdaje in razporeditev obveznosti,
 - c) trženjska strategija (roadh show),
 - d) določitev splošne oblike in vsebine prospekta,
 - e) določitev fiskalnega in plačilnega agenta.
- 2) Priprava naslednjih dokumentov:
 - a) Formiranje začasnega prospekta,
 - b) sporazum med člani prevzemniške skupine,
 - c) poslana pisma članom sindikata, telexi in objava namere izdaje v medijih,
 - d) sestava seznama članov sindikata.

D – 14

Srečanje sodelujočih strank pri izdaji evroobveznic za pripravo dokumentov.

D – 7

- 1) Tiskanje osnutkov dokumentov.
- 2) Razposlana vabila za pristop potencialnih co-managerjev.
- 3) Izposojevalec in glavni manager skupaj določita glavne lastnosti in pogoje izdaje pred dnevom objave izdaje evroobveznic. Poleg tega se začnejo pogovori o višini in razdelitvi provizij med člane bančnega sindikata.
- 4) Priprava statističnih primerjav.

D – objava izdaje evroobveznic

- 1) Objava izdaje evroobveznic v časopisih in na večjih borzah.
- 2) Glavni manager pošlje:
 - a) telex v katerem povabi potencialne prevzemnike k sodelovanju pri izdaji,
 - b) telex v katerem povabi komisionarje za formiranje skupine komisionarjev,
 - c) o nameravani izdaji obvesti svoje podružnice doma in v tujini.

D + 1

- 1) Co-managerji in prevzemniki prejmejo:
 - a) Začasen prospekt.
 - b) Pogodbo, ki določa medsebojna razmerja.
- 2) Komisionarji prejmejo:
 - a) Začasen prospekt.

D + 7

Prevzemniki podpišejo pogodbo, ki so jo prejeli dne D + 1.

Od D + 1 do D + 12

- 1) Izvedba predstavitve izdajatelja po večjih finančnih središčih (Road show).
- 2) Prevzemniki sprejmejo ali zavrnejo povabilo.
- 3) Vzporedno z predstavitvijo ponudbe nove izdaje evroobveznice potekaja tudi zaznavanje zainteresiranosti potencialnih investitorjev, kar je ključna podlaga za oblikovanje končnih pogojev na ponudbeni dan.
- 4) Prevzemniki vrnejo podpisane pogodbe glavnemu managerju.

- 5) Izdajatelj izbere trženjsko agencijo, ki bo pripravila oglas nove izdaje (tombstone) in sestavi listo časopisov in revij v katerih bo objavljen.
- 6) Priprava:
 - b) Končne izdaje tiska,
 - c) odmere oz. dodelitve, ki jo bo prevzel posamezni prevzemnik,
 - d) končnega seznama prevzemnikov,
 - e) končnega prospekta.
- 7) Zbiranje vseh informacij, ki so relevantne za postavitev končnih pogojev izdaje na ponudbeni dan.

D + 12 – dan pred ponudbenim dnem

- 1) Sestanek vodilnih finančnikov glavnega managerja, kjer preučujejo različne možnosti pri ceni obveznice.
- 2) Če sestavljajo managersko skupino še co-managerji, opravijo tudi slednji sestanek na temo ceni obveznice.
- 3) Pogajanje managerske skupine z izdajateljem o končnih pogojih izdaje.
- 4) Podpis prevzemniških pogodb, ki ostanejo v obliki garancijskih listin. Njihova neizpodbitna veljavnost začne teči z ponudbenim dnem, ko imajo prevzemniki še pravico odločati o svoji participaciji.
- 5) Podpis pogodb z fiskalnim in plačilnim agentom.
- 6) Odločitev o končni dodelitvi količine obveznic posameznim članom prevzemniške in komisionarske skupine.

D + 13 – ponudbeni dan

- 1) Dokončna odločitev članov zastopniške skupine o sodelovanju pri izdaji.
- 2) Neizpodbitna veljavnost podpisanih prevzemniških pogodb.
- 3) Objava končnih pogojev izdaje evroobveznice.
- 4) Tisk končnega prospekta.
- 5) Managerji in prevzemniki prejmejo:
 - a) Končni prospekt,
 - b) kopijo zastopniške pogodbe.
- 8) Komisionarji prejmejo kopijo končnega prospekta.

Od D + 14 do D + 26 - stabilizacija

- 1) Bančni sindikat aktivno sodeluje pri izdaji evroobveznic z svojo BID kotacijo, kar pomeni, da aktivno preprečuje padec cene obveznice in s tem tudi neuspešnost izdaje.
- 2) Priprava končne verzije oglasa.
- 3) Pregled pogodbениh listin pred zaključnim dnem.

D + 27 – zaključni dan

- 1) Plačilo in prevzem obveznic.
- 2) Plačilo provizij.
- 3) Začetek kotacije.
- 4) Objava oglasa.

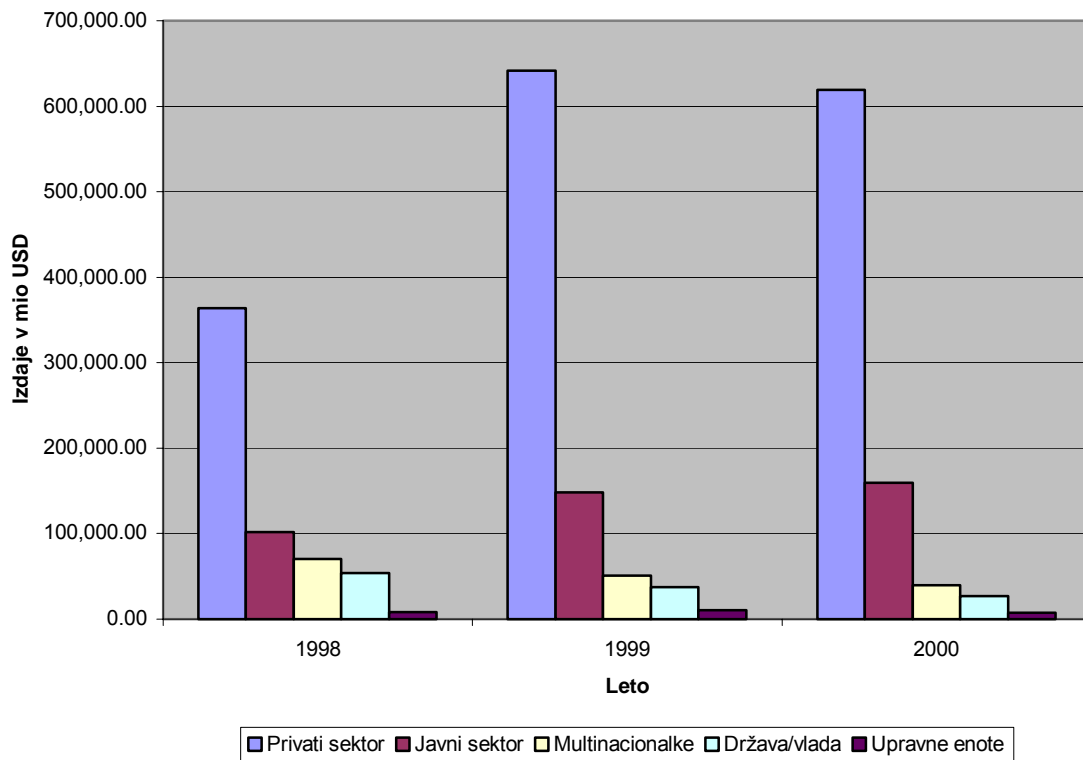
Vir: Fisher, 1979, 76 str.

Priloga 7: Izdaje evroobveznic v mio USD glede na izdajatelje v obdobju 1998-2000

Vrste investitorjev	1998				1999				2000			
	Znesek v mio USD	Odstotek	Število izdaj	Odstotek	Znesek v mio USD	Odstotek	Število izdaj	Odstotek	Znesek v mio USD	Odstotek	Število izdaj	Odstotek
Država/vlada	54,174.03	9.06%	111	3.53%	37,138.05	4.18%	111	2.39%	26,932.11	3.16%	86	1.57%
Centralna vlada	54,174.03	9.06%	111	3.53%	37,138.05	4.18%	111	2.39%	26,932.11	3.16%	86	1.57%
Upravne enote	7,907.02	1.32%	49	1.56%	10,583.28	1.19%	74	1.59%	7,389.30	0.87%	47	0.86%
Lokalne skupnosti	2,553.31	0.43%	22	0.70%	6,038.33	0.68%	45	0.97%	4,708.92	0.55%	28	0.51%
Državno/provincionalne oblasti	5,353.71	0.89%	27	0.86%	4,544.95	0.51%	29	0.62%	2,680.39	0.31%	19	0.35%
Multinacionalke	70,100.65	11.72%	350	11.13%	51,011.36	5.74%	265	5.71%	40,053.45	4.69%	363	6.63%
Multinacionalne institucije	70,100.65	11.72%	350	11.13%	51,011.36	5.74%	265	5.71%	40,053.45	4.69%	363	6.63%
Javni sektor	102,136.05	17.07%	565	17.97%	148,407.86	16.69%	736	15.85%	159,519.81	18.70%	1,066	19.47%
Javne banke	61,097.76	10.21%	378	12.02%	91,754.29	10.32%	499	10.75%	102,105.88	11.97%	738	13.48%
Javne finance (drugo)	18,771.98	3.14%	106	3.37%	23,864.68	2.68%	129	2.78%	15,838.97	1.86%	186	3.40%
Javna podjetja	15,889.45	2.66%	54	1.72%	23,076.03	2.60%	70	1.51%	34,297.03	4.02%	108	1.97%
Javne korporacije	6,376.87	1.07%	27	0.86%	9,712.87	1.09%	38	0.82%	7,277.93	0.85%	34	0.62%
Privati sektor	363,932.12	60.83%	2,070	65.82%	641,857.33	72.20%	3,458	74.46%	619,335.83	72.59%	3,914	71.48%
Privatne banke	156,394.27	26.14%	1,004	31.92%	258,357.45	29.06%	2	0.04%	269,443.80	31.58%	1,987	36.29%
Privatna podjetja	95,836.87	16.02%	540	17.17%	209,960.13	23.62%	917	19.75%	186,979.58	21.91%	925	16.89%
Privatne finance (drugo)	100,207.31	16.75%	489	15.55%	149,711.52	16.84%	833	17.94%	148,196.77	17.37%	928	16.95%
Privatne skupnosti	11,493.67	1.92%	37	1.18%	23,828.23	2.68%	66	1.42%	14,715.68	1.72%	74	1.35%
SKUPAJ	598,249.87	100%	3,145	100%	888,997.89	100%	4,644	100%	853,230.50	100%	5,476	100%

Vir: UBS Warburg, 2001.

Priloga 8: Izdaje evroobveznic v mio USD glede na izdajatelje v obdobju 1998-2000



Vir: Priloga 7, priloga, str. 8.

Priloga 9: Izdaja evroobveznic v mio USD v obdobju 1984-1994* glede na državo izdajatelja

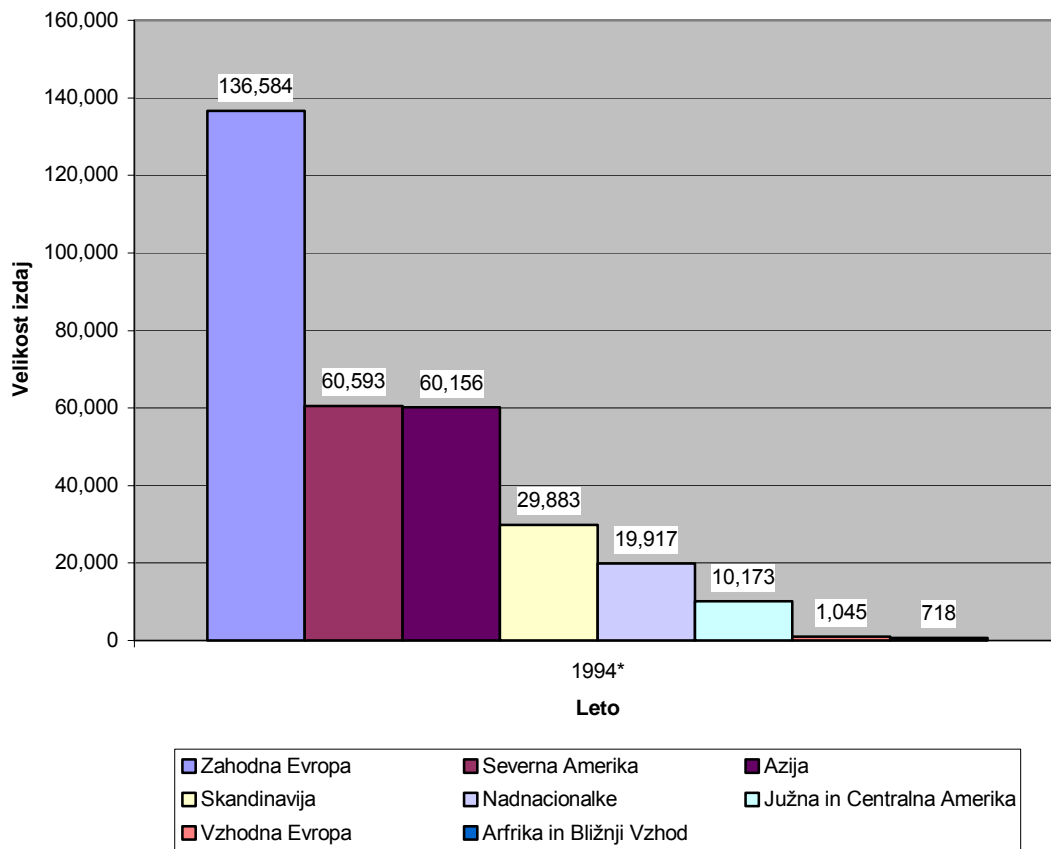
Država/Leto	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994*
Zahodna Evropa	24,258	43,485	62,379	43,840	68,668	67,648	70,956	93,982	98,147	171,027	136,584
Avstrija	1,698	1,879	2,617	3,108	4,980	4,338	2,962	3,537	6,791	7,390	4,374
Belgija	1,511	2,219	3,914	3,229	1,982	2,731	2,518	4,313	1,743	3,043	6,731
Francija	7,308	10,281	12,571	7,351	12,143	13,235	14,100	21,384	26,241	37,906	25,321
Nemčija	1,769	2,409	11,220	7,790	10,747	9,638	10,466	12,433	16,756	45,309	34,817
Grčija	150	640	–	540	120	633	288	614	597	1,733	598
Islandija	–	220	46	69	–	182	–	–	145	316	159
Irska	732	1,382	1,808	688	948	1,141	811	41	742	2,260	1,297
Italija	2,940	5,200	4,645	6,730	7,146	9,976	12,201	10,910	6,497	17,528	10,780
Liechtenstein	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	68
Luksemburg	124	184	121	35	211	439	65	582	–	374	1,084
Malta	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	205
Nizozemska	1,179	1,866	2,888	2,765	4,185	2,403	1,670	5,144	5,304	11,649	14,251
Portugalska	160	136	87	623	1,368	52	–	107	174	2,699	2,395
Španija	1,163	1,181	1,484	156	724	560	3,002	2,879	4,388	6,729	4,293
Švica	957	870	2,218	1,004	1,558	706	1,096	4,009	2,213	3,823	4,130
Turčija	–	–	–	179	964	1,112	598	509	952	1,788	–
Velika Britanija	4,567	15,018	18,760	9,573	21,592	20,502	21,179	27,520	25,604	28,480	26,081
Severna Amerika	29,876	43,015	51,280	25,613	26,965	25,824	18,141	26,148	34,263	51,452	60,593
Kanada	4,657	7,143	13,888	5,592	8,952	9,727	3,530	13,785	15,580	21,155	17,696
ZDA	25,219	35,872	37,392	20,021	18,013	16,097	14,611	12,363	18,683	30,297	42,897
Skandinavija	10,134	10,823	21,912	13,447	18,853	17,041	14,025	17,230	31,228	42,339	29,883
Danska	3,680	2,881	8,877	3,880	3,228	3,909	3,270	689	2,606	11,546	1,820
Finska	1,032	1,246	3,078	2,393	3,870	4,661	5,179	7,307	12,314	6,808	8,667
Norveška	1,155	2,496	5,263	3,148	4,526	2,602	725	3,086	4,430	3,483	382
Švedska	4,267	4,200	4,694	4,026	7,229	5,869	4,851	6,148	11,878	20,502	19,014
Vzhodna Evropa	50	384	365	110	610	1,331	1,356	1,048	757	2,768	1,045
Bolgarija	–	–	–	–	–	99	–	–	–	–	–
Češka in Slovaška	–	–	–	–	–	–	442	199	–	374	–
Češka	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	423
Madžarska	–	384	265	110	338	404	621	849	757	2,394	601
Slovaška	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	21
SZ	50	–	100	–	272	828	293	–	–	–	–
Azija	14,603	24,254	36,601	46,300	49,557	93,810	49,469	67,557	56,845	70,690	60,156
Australija	2,374	3,840	7,717	5,435	6,212	6,337	2,422	3,159	3,353	4,636	9,325
Kitajska	–	343	302	798	731	–	–	–	522	2,012	1,834
Hong Kong	139	930	1,126	116	82	264	102	100	827	5,704	3,241
Indija	–	250	165	203	383	300	277	–	–	465	1,063
Indonezija	–	–	300	–	160	–	150	335	212	454	1,924
Japonska	9,670	14,027	22,910	36,801	40,175	85,272	44,504	62,116	50,890	50,903	31,192
Macau	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	155
Malezija	1,483	1,742	43	82	59	203	–	190	–	–	935
Nova Zelandija	475	1,197	3,278	2,332	1,535	1,184	954	136	82	484	1,356
Pakistan	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	45
Filipini	–	–	–	–	–	–	–	–	–	1,272	831
Singapur	–	75	337	200	–	–	105	74	–	–	48
Tajvan	–	–	–	–	–	200	–	229	60	–	1,623
Tajland	135	800	–	–	110	–	–	–	–	1,350	2,767
Južna Koreja	327	1,050	423	333	110	50	955	1,218	899	3,410	3,817
Južna in Centralna Amerika	100	20	–	245	756	553	1,696	4,606	8,614	19,630	10,173
Argentina	–	–	–	195	–	–	21	620	1,458	4,598	2,676
Bahami	100	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Barbados	100	–	–	–	–	–	–	–	–	–	20
Bolivija	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	10
Brazilija	–	–	–	–	–	–	–	1,450	2,719	5,641	1,598
Kajmanski otoki	–	–	–	–	–	201	703	22	–	147	–
Čile	–	–	–	–	–	–	–	–	–	249	–
Kolumbija	–	–	–	50	–	–	–	–	–	472	–

Kostarika	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	50
Gvatemala	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100	-
Meksiko	-	-	-	-	-	89	718	1,934	3,408	6,669	5,001
Nizozemski Antili	-	-	-	-	-	-	-	-	-	50	-
Panama	-	20	-	-	-	-	-	-	-	-	250
Peru	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	99
Trinidad in Tobago	-	-	-	-	-	-	-	-	99	125	244
Urugvaj	-	-	-	-	-	-	-	-	99	139	100
Venezuela	-	-	-	-	756	263	254	580	831	1,440	125
Arfrika in Bližnji Vzhod	943	1,380	89	120	251	158	-	237	697	-	718
Alžirija	-	500	89	-	171	158	-	-	-	-	-
Bahrajn	-	150	-	85	80	-	-	-	-	-	-
Egipt	-	60	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Izrael	40	22	-	35	-	-	-	-	-	-	-
Libanon	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	398
Kuvajt	50	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Savdska Arabija	200	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Južnoafriška Republika	653	648	-	-	-	-	-	237	697	-	320
Nadnacionalke	6,402	9,916	12,110	13,102	13,686	15,697	18,298	28,407	36,240	45,395	19,917
Skupaj	86,366	133,277	184,736	142,777	179,346	222,062	173,941	239,215	266,791	403,301	319,069

*Vključno do 30. septembra 1994

Vir: History of IPMA 1984-1994. [URL: http://www.ipma.org.uk/ne_index.asp], 15. 1. 2000.

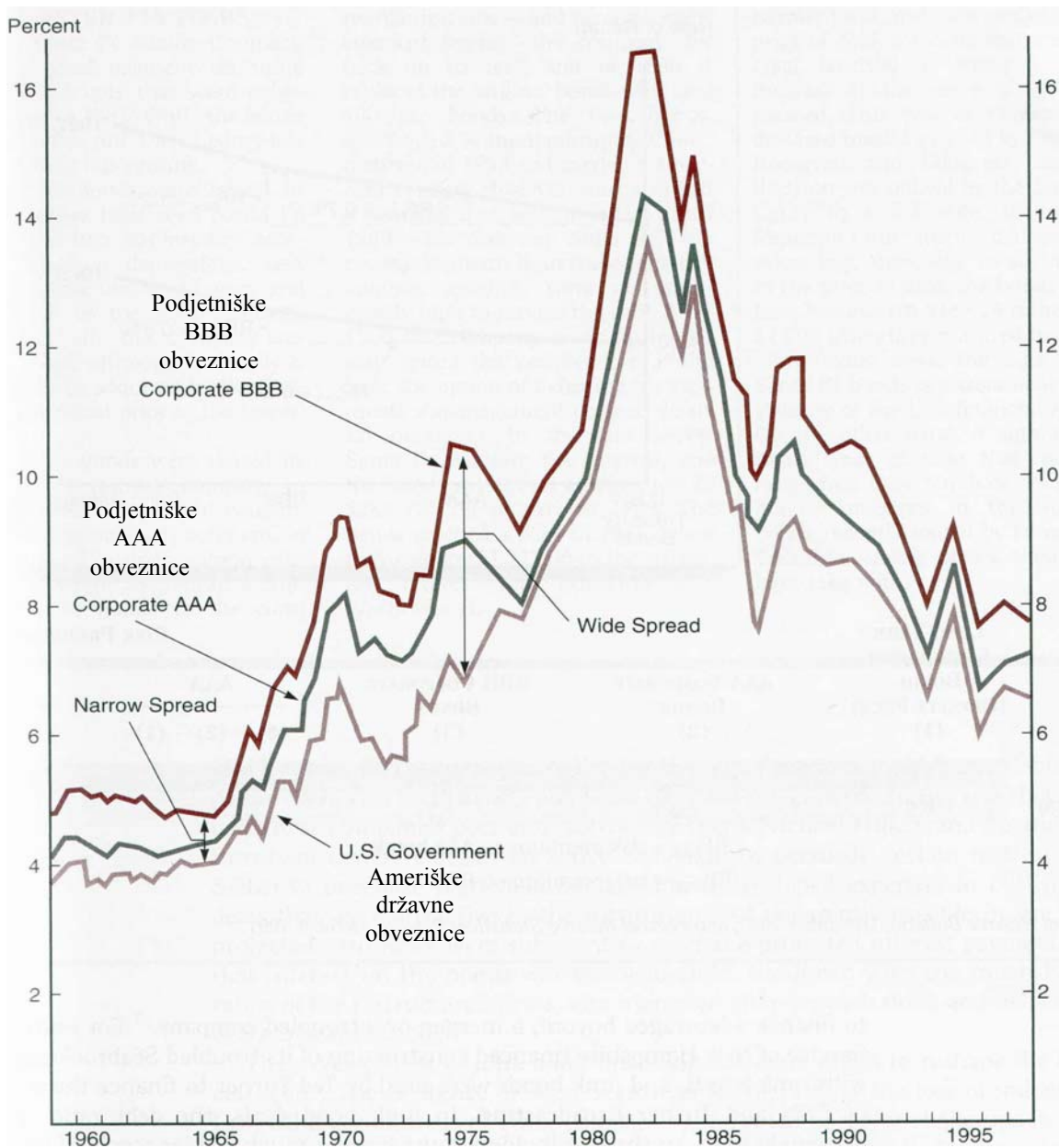
Priloga 10: Geografska porazdelitev izdajateljev evroobveznic v letu 1994 do vključno 30. septembra



Vir: Priloga 9, priloga, str. 12.

*Vključno do 30. septembra 1994

Priloga 11: Gibanje donosnosti do dospelja določenih obveznic z različno oceno kreditne sposobnosti v obdobju 1959-1997



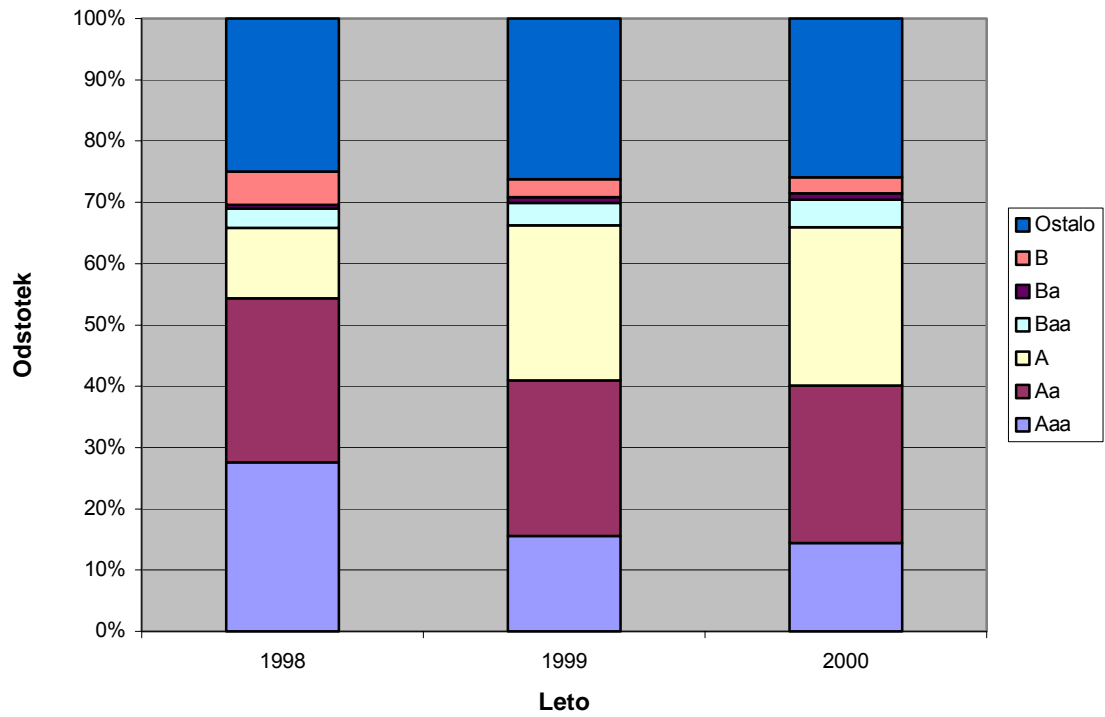
Vir: Brigham, 1999, str. 279.

**Priloga 12: Izdaje evroobveznic v mio USD glede na oceno kreditnega tveganja rating
agencije Moody's investors service v obdobju 1998-2000**

	Leto 1998				Leto 1999				Leto 2000			
	Znesek v mio USD	Odstotek	Št. izdaj	Odstotek	Znesek v mio USD	Odstotek	Št. izdaj	Odstotek	Znesek v mio USD	Odstotek	Št. izdaj	Odstotek
A-OCENA	394,106.32	65.88%	2,125	67.57%	541,366.92	60.90%	2,912	62.70%	528,751.57	61.97%	3,542	64.68%
Aaa	165,018.22	27.58%	803	25.53%	160,277.21	18.03%	769	16.56%	136,696.48	16.02%	1,023	18.68%
Aa	160,208.77	26.78%	1,010	32.11%	261,558.43	29.42%	1,549	33.35%	245,056.57	28.72%	1,758	32.10%
Aa1	21,965.16	3.67%	194	6.17%	34,236.35	3.85%	299	6.44%	43,456.45	5.09%	452	8.25%
Aa2	43,920.97	7.34%	257	8.17%	75,579.18	8.50%	363	7.82%	62,851.59	7.37%	406	7.41%
Aa3	94,322.64	15.77%	559	17.77%	151,742.90	17.07%	887	19.10%	138,748.53	16.26%	900	16.44%
A	68,879.34	11.51%	1,010	32.11%	261,558.43	29.42%	1,549	33.35%	245,056.57	28.72%	1,758	32.10%
A1	26,111.17	4.36%	123	3.91%	50,417.13	5.67%	235	5.06%	55,005.23	6.45%	307	5.61%
A2	28,670.83	4.79%	123	3.91%	47,617.07	5.36%	242	5.21%	54,187.08	6.35%	303	5.53%
A3	14,097.33	2.36%	66	2.10%	21,497.09	2.42%	117	2.52%	37,806.21	4.43%	151	2.76%
B-OCENA	54,949.34	9.19%	242	7.69%	76,720.03	8.63%	423	9.11%	78,255.87	9.17%	343	6.26%
Baa	18,441.21	3.08%	120	3.82%	37,843.23	4.26%	200	4.31%	42,908.22	5.03%	163	2.98%
Baa1	6,290.95	1.05%	41	1.30%	12,664.84	1.42%	60	1.29%	13,058.75	1.53%	44	0.80%
Baa2	5,306.82	0.89%	25	0.79%	17,296.87	1.95%	48	1.03%	20,742.34	2.43%	60	1.10%
Baa3	6,843.43	1.14%	54	1.72%	7,881.52	0.89%	92	1.98%	9,107.13	1.07%	59	1.08%
Ba	4,043.50	0.68%	30	0.95%	9,606.84	1.08%	104	2.24%	10,440.64	1.22%	92	1.68%
Ba1	3,073.67	0.51%	16	0.51%	7,527.43	0.85%	48	1.03%	5,820.67	0.68%	38	0.69%
Ba2	419.96	0.07%	6	0.19%	1,130.24	0.13%	26	0.56%	2,885.66	0.34%	33	0.60%
Ba3	549.87	0.09%	8	0.25%	949.17	0.11%	30	0.65%	1,734.31	0.20%	21	0.38%
B	32,464.63	5.43%	92	2.93%	29,269.95	3.29%	119	2.56%	24,907.01	2.92%	88	1.61%
B1	13,232.40	2.21%	39	1.24%	18,048.86	2.03%	64	1.38%	13,335.28	1.56%	30	0.55%
B2	14,435.15	2.41%	31	0.99%	8,627.26	0.97%	44	0.95%	7,158.82	0.84%	43	0.79%
B3	4,797.08	0.80%	22	0.70%	2,593.83	0.29%	11	0.24%	4,412.91	0.52%	15	0.27%
C-OCENA	4,360.51	0.73%	25	0.79%	6,478.16	0.73%	27	0.58%	4,560.57	0.53%	17	0.31%
Caa	4,360.51	0.73%	25	0.79%	4,820.94	0.54%	23	0.50%	3,932.56	0.46%	14	0.26%
Caa1	2,404.43	0.40%	11	0.35%	4,205.17	0.47%	18	0.39%	3,264.19	0.38%	10	0.18%
Caa2	638.67	0.11%	5	0.16%	615.77	0.07%	5	0.11%	287.58	0.03%	1	0.02%
Caa3	1,317.41	0.22%	9	0.29%	0.00	0.00%	0	0.00%	380.79	0.04%	3	0.05%
Ca	0.00	0.00%	0	0.00%	1,657.23	0.19%	4	0.09%	628.01	0.07%	3	0.05%
C	0.00	0.00%	0	0.00%	0.00	0.00%	0	0.00%	0.00	0.00%	0	0.00%
Brez ocene	5.64	0.001%	1	0.03%	0.00	0.00%	0	0.00%	0.00	0.00%	0	0.00%
Nepoznano	144,828.04	24.21%	752	23.91%	264,432.78	29.75%	1,282	27.61%	241,662.49	28.32%	1,574	28.74%
Skupaj	598,249.87	100%	3,145	100%	888,997.89	100%	4,644	100%	853,230.50	100%	5,476	100%

Vir: UBS Warburg, 2001.

Priloga 13: Izdaje evroobveznic glede na oceno kreditnega tveganja rating agencije Moody's investors service v obdobju 1998-2000



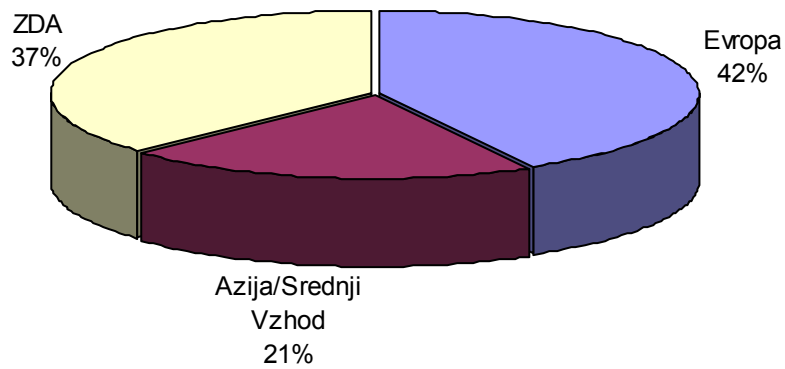
Vir: Priloga 12, priloga, str. 14.

Priloga 14: Izdaje obveznic na mednarodnih trgih obveznic v obdobju 1970-1995 v mio USD

Leto	Evroobveznice	Odstotek	Tuje obveznice	Odstotek	Mednarodne obveznice
1970	2,908	64.58%	1,595	35.42%	4,503
1971	3,491	56.90%	2,644	43.10%	6,135
1972	5,936	63.50%	3,412	36.50%	9,348
1973	3,931	51.88%	3,646	48.12%	7,577
1974	1,955	29.28%	4,723	70.72%	6,678
1975	8,130	41.74%	11,346	58.26%	19,476
1976	14,036	43.55%	18,190	56.45%	32,226
1977	17,222	51.52%	16,205	48.48%	33,427
1978	13,590	40.27%	20,154	59.73%	33,744
1979	18,256	45.05%	22,264	54.95%	40,520
1980	23,724	55.86%	17,950	42.26%	42,474
1981	31,427	59.53%	21,369	40.47%	52,796
1982	51,499	66.11%	26,397	33.89%	77,896
1983	48,196	63.40%	27,828	36.60%	76,024
1984	78,937	73.85%	27,953	26.15%	106,890
1985	130,766	80.72%	31,229	19.28%	161,994
1986	180,944	82.13%	39,359	17.87%	220,303
1987	127,040	75.94%	40,252	24.06%	167,292
1988	166,428	77.52%	48,274	22.48%	214,702
1989	212,800	83.22%	42,900	16.78%	255,700
1990	180,100	78.34%	49,800	21.66%	229,900
1991	258,100	83.61%	50,600	16.39%	308,700
1992	276,100	82.74%	57,600	17.26%	333,700
1993	394,600	82.04%	86,400	17.96%	481,000
1994	368,400	85.95%	60,200	14.05%	428,600
1995	371,300	79.46%	96,000	20.54%	467,300

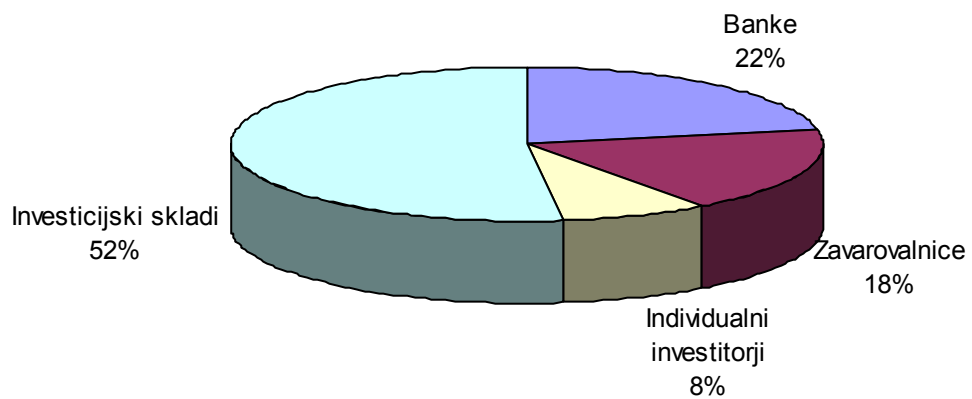
Vir: Mrak, 2002, str. 527 in lastni izračuni.

Priloga 15: Geografska distribucija investorjev v USD evroobveznico 2001



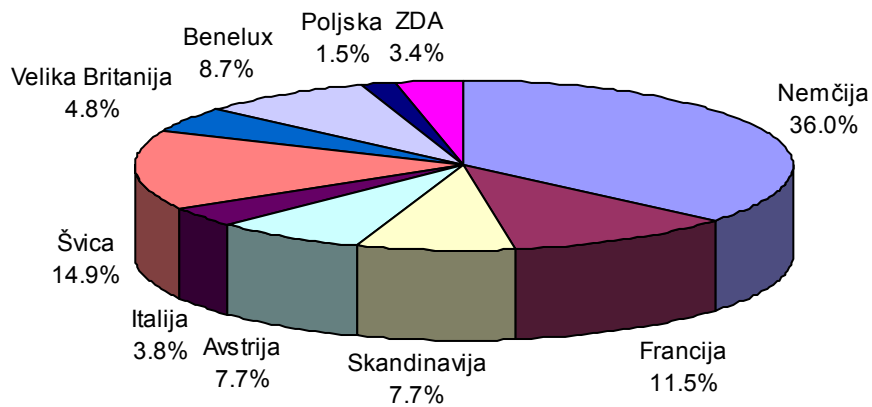
Vir: Interna gradiva Ministrstva za finance.

Priloga 16: Distribucija glede na vrsto investorjev v evroobveznico USD 2001



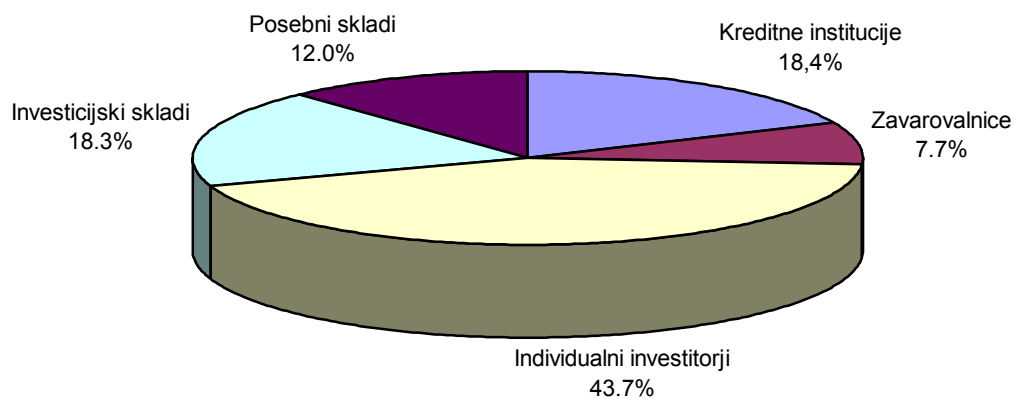
Vir: Interna gradiva Ministrstva za finance.

Priloga 17: Geografska distribucija evroobveznice DEM 2004



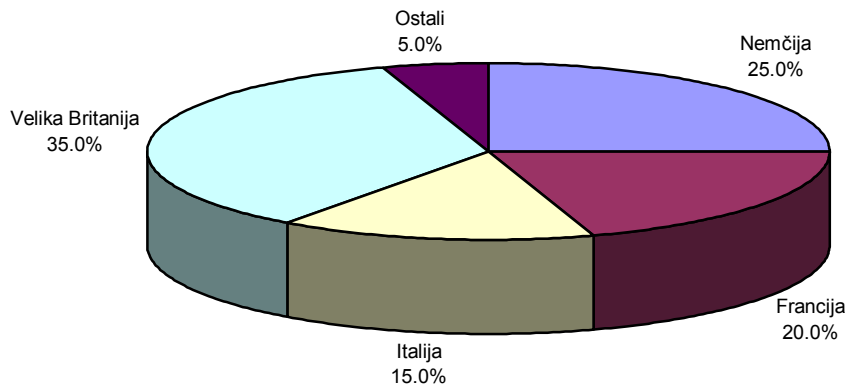
Vir: Interna gradiva Ministrstva za finance.

Priloga 18: Distribucija evroobveznice DEM 2004 glede na vrsto investitorjev



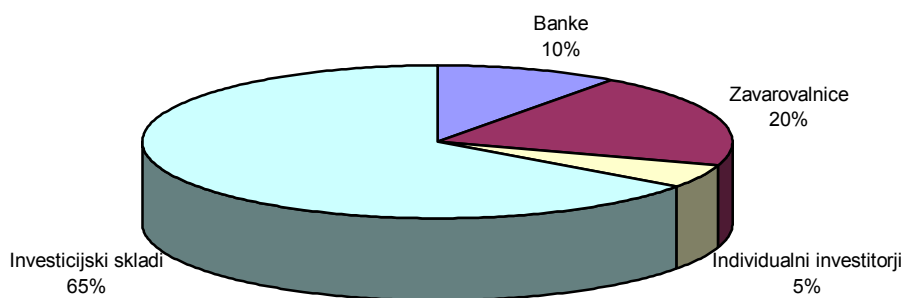
Vir: Interna gradiva Ministrstva za finance.

Priloga 19: Geografska distribucija evroobveznice EUR 2005



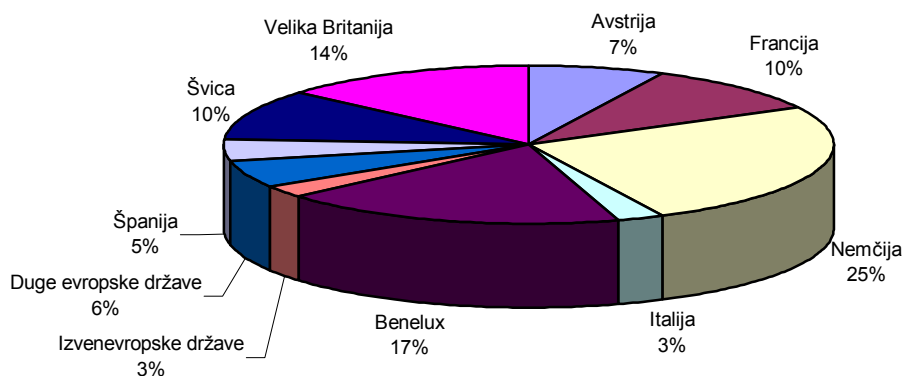
Vir: Interna gradiva Ministrstva za finance.

Priloga 20: Distribucija evroobveznice EUR 2005 glede na vrsto investitorjev



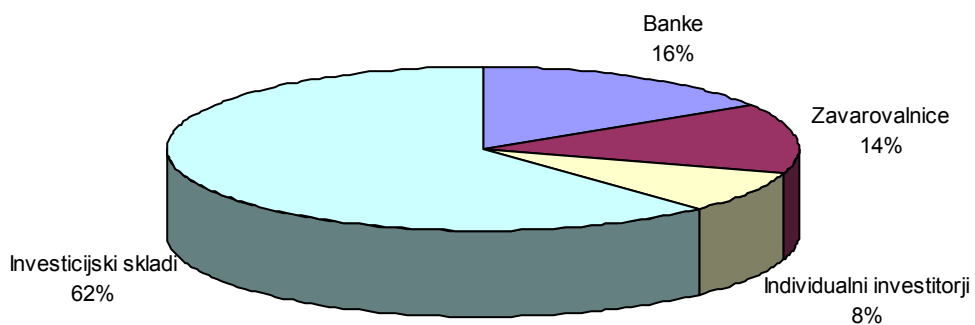
Vir: Interna gradiva Ministrstva za finance.

Priloga 21: Geografska distribucija evroobveznice EUR 2009



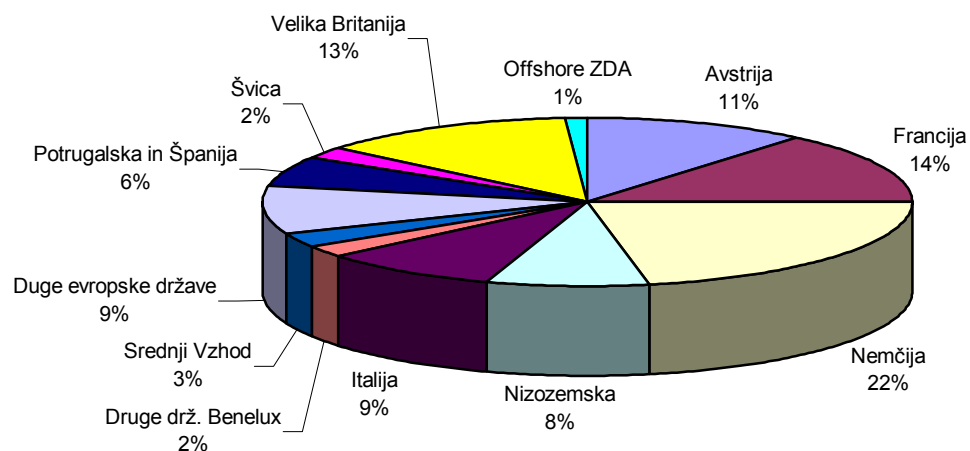
Vir: Interna gradiva Ministrstva za finance.

Priloga 22: Distribucija evroobveznice EUR 2009 glede na vrsto investitorjev



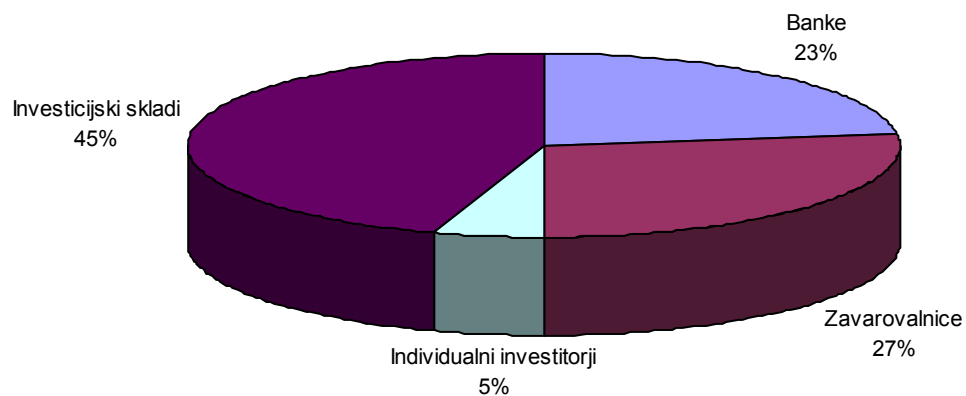
Vir: Interna gradiva Ministrstva za finance.

Priloga 23: Geografska distribucija evroobveznice EUR 2010



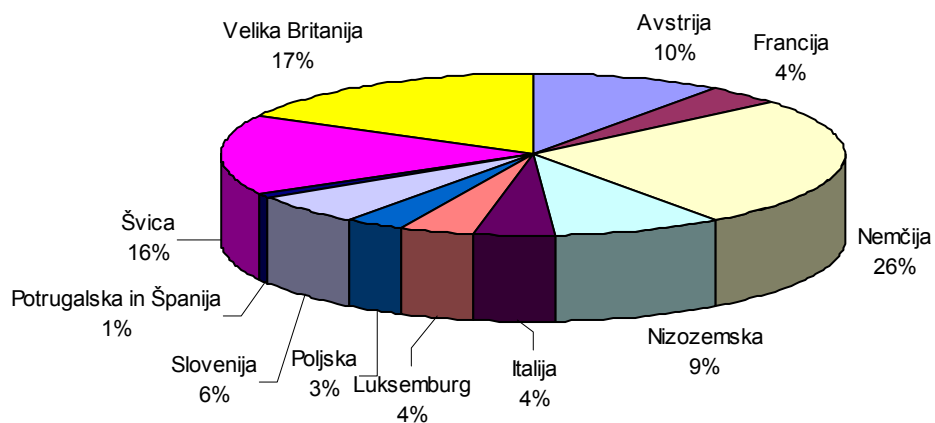
Vir: Interna gradiva Ministrstva za finance.

Priloga 24: Distribucija evroobveznice EUR 2010 glede na vrsto investitorjev



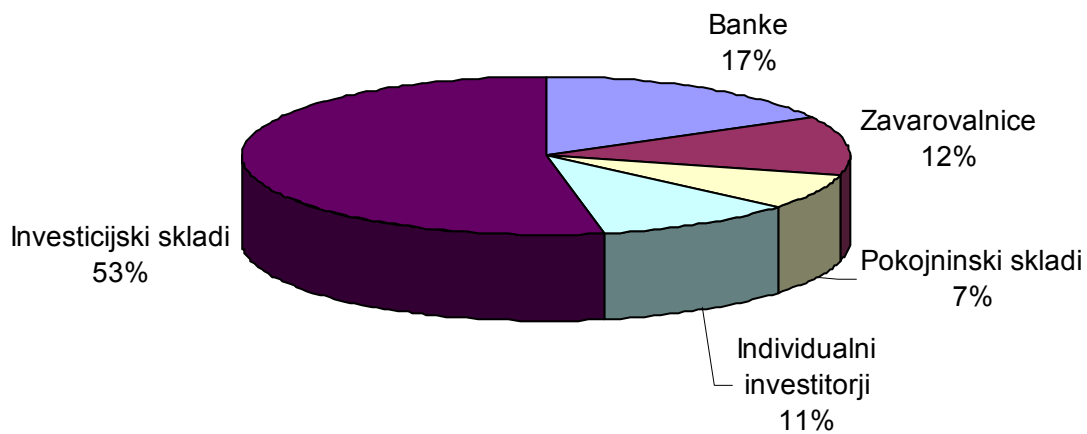
Vir: Interna gradiva Ministrstva za finance.

Priloga 25: Geografska distribucija evroobveznice EUR 2011



Vir: Interna gradiva Ministrstva za finance.

Priloga 26: Distribucija evroobveznice EUR 2011 glede na vrsto investitorjev



Vir: Interna gradiva Ministrstva za finance.