

UNIVERZA V LJUBLJANI

EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO
SLOVENSKE EVROOBVEZNICE

Ljubljana, maj 2006

SIMON PODVINSKI

IZJAVA

Študent Simon Podvinski izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Aljoše Valentinčič in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

Kazalo

1	Uvod	1
2	Evroobveznica.....	2
2.1	OBVEZNICA.....	2
2.1.1	Tveganje obveznic.....	2
2.1.2	Vrste obveznic.....	5
2.1.3	Donosnost obveznic	6
2.2	DEFINICIJA EVROOBVEZNICE.....	9
2.3	VRSTE EVROOBVEZNIC	10
2.4	OCENE EVROOBVEZNIC	12
2.5	POSTOPEK IZDAJE EVROOBVEZNIC	14
2.6	REGULACIJA IN OBDAVČENJE EVROOBVEZNIC.....	20
3	Slovenske evroobveznice	21
3.1	EVROOBVEZNICA NFA	21
3.2	EVROOBVEZNICA USD 2001	26
3.3	EVROOBVEZNICA DEM 2004	29
3.4	EVROOBVEZNICA EUR 2005	31
3.5	EVROOBVEZNICA EUR 2009	34
3.6	EVROOBVEZNICA EUR 2010	36
3.7	EVROOBVEZNICA EUR 2011	39
4	Sklep	41
	Literatura.....	43
	Viri.....	44
	SLOVAR	
	PRILOGE	

1 Uvod

Evroobveznica je dolžniški vrednostni papir, ki je prisoten na trgu kapitala približno 40 let. Še posebej je zanimiva zaradi svoje posebnosti, da ne spada pod neposredni nadzor nobene države. Evroobveznica se izda v drugi državi, kot je valuta denominacije evroobveznice. V 40-ih letih od nastanka je postala zelo pomemben del mednarodnega trga kapitala. Zaradi manj stroge regulative in postopkov je izdaja evroobveznic cenejša kot izdaja obveznic v tujini (tuje obveznice).

Namen tega diplomskega dela je podrobneje predstaviti slovenske izdaje evroobveznic in razloge za izdajo le-teh ter opisati evroobvezico kot pomemben del mednarodnega kapitalskega trga.

Diplomska naloga je razdeljena na dva tematska dela, ki pa sta zelo razčlenjena v svoji vsebini. Prvi del je namenjen predstavitvi teoretičnega dela o evroobveznici. Podrobneje bom opisal obveznico, ki je podlaga za evroobveznico, saj je evroobveznica samo ena od možnih vrst obveznic. Predstavil bom tudi tveganje in pričakovano donosnost obveznic, saj se investitor o nakupu obveznice odloči na podlagi teh podatkov. Ta dva podatka pa sta pomembna tudi za izdajatelje obveznic, ki preučijo ali se jim splača izdati obveznico. V prvem delu bom opisal izdajo evroobveznice, ki poteka po posebnem postopku, v okviru katerega mora vsaka izdaja potekati. V tem delu bom podrobneje predstavil tudi vrste evroobveznic in ocene evroobveznic, ki ji ocenjujejo agencije Moody's in Standard & Poor's, obe s sedežem v New Yorku, in FitchIBCA, s sedežem v Londonu. V zadnjem podpoglavju pa bom opisal regulacijo in obdavčenje evroobveznic. Kot sem že omenil, je prednost trga evroobveznic v odsotnosti državnih regulativ, vendar to ne pomeni, da na tem trgu ni nobenih pravil.

V drugem delu bom podrobneje raziskoval sedem evroobveznic, ki jih je izdala Republika Slovenija od osamosvojitve do danes. Slovenija je prvič izdala kar dve seriji evroobveznic denominirani v USD in DEM, zaradi zamenjave dolga iz leta 1988 sklenjenega Novega finančnega sporazuma. Pri posameznih izdajah slovenskih evroobveznic bom prikazal osnovne značilnosti izdaje posamezne evroobveznice (kreditno oceno, dospelost, plačilo obresti, maržo, referenčno obveznico, organizatorje, namen izdaje). Podrobneje bom opisal predvsem spreminjanje kreditne ocene in pribitkov nad referenčno obveznico, ki so različne za vsako evroobveznico. Grafično pa bom prikazal tudi geografsko distribucijo evroobveznic in razdelitev evroobveznic glede na vrsto investitorja.

2 Evroobveznica

2.1 Obveznica

Obveznica predstavlja terjatev v pisni obliki, s katero se izdajatelj obveznice obveže, da bo imetniku obveznice v določenem času, daljšem od enega leta, vrnil posojeni znesek, povečan za obresti (Prohaska, 1999, str. 55). Obresti pa se običajno izplačujejo periodično. Na drugi strani pa Brigham definira obveznico kot dolgoročno pogodbo, s katero se kreditojemalec zaveže, da bo poravnal plačilo obresti in glavnice na določene datume imetniku obveznice (Brigham, 1999, str. 344). Po Van Hornu pa je obveznica dolgoročni instrument, ki ima dospelost 10 ali več let. Če ima papir dospelost krajšo od 10-ih let, se imenuje zapis (Van Horne, 2002, str. 550).

Na trgu kapitala so se obveznice pojavile kot zbiranje prostih sredstev, ki jih kreditojemalci nato naložijo za daljše časovno obdobje. Imetniki obveznic imajo terjatev do izdajatelja, ne pa tudi pravico o سودločanju o poslovnih odločitvah. V primeru stečaja podjetja imajo prednost poplačila dolgov pred navadnimi in prednostnimi delničarji. Prednost poplačila pred delničarji obveznicam zagotavlja večjo varnost, vendar zaradi večje varnosti obveznice prinašajo manjšo donosnost.

2.1.1 Tveganje obveznic

Tveganje se pojavi povsod, kjer ne pride do izpolnitev pogodbe takoj. Obveznica je posojilna pogodba, ki ima vse postavke (obrestno mero, datum plačil, zapadlost, ...) določene, vendar obstaja tveganje, da do izpolnitev pogodbe ne bo prišlo. Obstaja pa tudi tveganje, da pride do popolne izpolnitve pogodbe, vendar pa zaradi slabega stanja na trgu ne dosežemo donosa, ki smo ga planirali.

Tveganje likvidnosti

Likvidnostno tveganje pomeni, da investitor na trgu ne more prodati obveznic po tečaju, ki trenutno velja na trgu. Za vse obveznice (razen za obveznice z državnim jamstvom) velja, da obstaja večja ali manjša verjetnost, da njihov imetnik ne bo dobil nekaterih obljubljenih plačil.

Likvidnost je eden ključnih faktorjev za delovanje trga kapitala, zato je likvidnostno tveganje zelo pomembno. Investitorji so pripravljeni investirati v bolj likvidne obveznice,

čtetudi prinašajo manjšo donosnost, ker tudi večje transakcije bistveno ne spremenijo cene (Bobek, 2004, str. 36).

Likvidnost obveznic se lahko meri tudi z razliko med ponujeno in povpraševano ceno, ki je običajno predstavljena v bazičnih točkah (Bid-Offer spread). Manjša kot je razlika med ponujeno (BID) in povpraševano (ASK) ceno, več se trguje z obveznico, kar pomeni večjo likvidnost.

Tveganje kreditiranja

Tveganje kreditiranja pomeni tveganje, da izdajatelj obveznic, ob dnevu dosvetja kupona ali dosvetja glavnice, ne izplača investitorjem zneskov, določenih ob izdaji, ali jih izplača le delno (Bobek, 2004, str. 24).

Investitorji se pri ocenjevanju kreditnega tveganja obveznic, v katere želijo investirati, največkrat poslužujejo posebnih finančnih institucij in svetovalnih podjetij (Standard & Poor, Moody's), ki obveznice ocenijo od tistih z najmanjšim kreditnim tveganjem do tistih z največjim kreditnim tveganjem (več v poglavju 2.4).

Tveganje spremembe obrestne mere

Cene obveznic se gibljejo obratno sorazmerno s stopnjami donosa na trgu kapitala. Če torej obrestna mera v času od nakupa obveznice do trenutka, v katerem jo investitor želi prodati, naraste, bo to zanj pomenilo izgubo v primerjavi s ceno, ki bi jo iztržil, če obrestne mere ne bi zrasle. To se zgodi zato, ker investitorjeva obveznica prinaša fiksni donos v obliki kuponov in je zaradi porasta obrestnih mer na finančnem trgu postala za kupce manj zanimiva, saj lahko ti realizirajo višji donos ob istem tveganju. Posledično se torej zniža tečaj obveznice. Temu tveganju se lahko investitor izogne tako, da svoje naložbeno obdobje uskladi z rokom dosvetja obveznice in torej hrani obveznico do njene zapadlosti (Baša, 2002, str. 28).

Tveganje reinvestiranja

Pri izračunu teoretične cene obveznic in tudi pri njihovih donosnosti, se v formuli upošteva predpostavka, da se vsa izplačila kuponov reinvestirajo po obrestni meri, ki je enaka donosnosti do dosvetja (Yield to Maturity-YTM). Obrestna mera pa se na trgu nenehno spreminja, zato je le malo verjetno, da bi imetnik obveznice svoje kupone reinvestiral po obljubljeni obrestni meri, ki je veljala ob nakupu obveznice. Če bo obrestna mera v času od nakupa obveznice padla, bo to za imetnika obveznice neugodno, saj bo lahko izplačane kupone reinvestiral le po obrestni meri, ki bo nižja od donosnosti do dosvetja. Treba je tudi upoštevati dejstvo, da čim daljše je obdobje do

zapadlosti obveznic, tem večja je verjetnost, da se bodo razmere na trgu spremenile in investitor ne bo mogel reinvestirati svoji kuponov po obrestni meri, ki bo enaka donosnosti do dospelja.

Tveganje inflacije¹

Povišana inflacija povzroča tudi povišanje tržnih obrestnih mer, kar pa posledično vpliva na znižanje cen obveznic zaradi nižjega realnega donosa. Ob nastopu nepričakovane inflacije bodo enaki izplačani nominalni zneski pomenili manjšo kupno moč in bodo zato povzročili imetniku obveznice izgubo. Tem večja je razlika med dejansko in pričakovano inflacijo, tem večjo izgubo bo utrpel imetnik obveznice zaradi zmanjšanja kupne moči. V skrajnem primeru ima lahko obveznica celo negativen realni donos², če je dejanska inflacija večja od nominalne obrestne mere.

V primeru povišane inflacije novoizdane obveznice že upoštevajo to spremembo inflacije in zato prinašajo večje nominalne in tudi realne donose v primerjavi s starimi obveznicami. Pri enakem tveganju morajo obveznice imeti enako donosnost, zato je racionalni investitor pripravljen vložiti v staro izdajo obveznic le, če pade cena teh obveznic in se tako poveča njena donosnost. Tako nepričakovano povečanje inflacije pomembno vpliva na padec tečajev obveznic.

Valutno tveganje

Pri valutnem tveganju imetnik obveznice denominirane v tuji valuti ne ve, kakšni bodo denarni tokovi izraženi v domači valuti. Glede na spremembo tečaja se spreminjajo tudi donosi obveznic. Če se vrednost domače valute v primerjavi z valuto, v kateri je denominirana obveznica, poveča, se denarni tokovi v domači valuti zmanjšajo. Obratno velja, če se vrednost domače valute v primerjavi s tujo valuto³ zmanjša.

Racionalni investitorji imajo določena pričakovanja o prihodnjem gibanju medvalutnih tečajev, kar se odraža na ceni obveznic, saj skušajo izenačiti donosnosti obveznic na finančnih trgih. Za zavarovanje pred valutnim tveganjem poznamo devizne terminske pogodbe in valutne zamenjave (swap) (Prohaska, 2004, str. 191).

¹ Velja v primeru nepričakovane (neplanirane) inflacije.

² Na koncu obdobja bo investitor lahko kupil realno manj dobrin kot pa na začetku obdobja.

³ Predpostavljam drseči devizni tečaj.

Deželno tveganje

Deželno tveganje je skupek tveganj, ki so povezana z družbenopolitično in gospodarsko situacijo v tej državi. Temelje vzroke, ki vplivajo na povečanje deželnega tveganja, lahko združimo v tri skupine:

- politični vzroki (npr. vojne, politični nemiri, upori itd.)
- socialni vzroki (npr. razlike med družbenimi razredi, neredi itd.)
- ekonomski vzroki (npr. stavke, povečanje proizvodnih stroškov itd.)

Racionalni investitor bo za obveznico, ki jo izdajo države z večjim deželnim tveganjem, zahteval večjo donosnost.

Tveganje odpoklica

Na razvitih finančnih trgih se vedno bolj pojavljajo obveznice z možnostjo odpoklica. Te obveznice omogočajo izdajatelju, da jih lahko odkupi, to je odpokliče, že pred njihovo dospelostjo. To bo izdajatelj storil, če se tržne obrestne mere zelo znižajo in padejo pod kuponsko obrestno mero. Da pa so investitorji pripravljeni kupiti take obveznice z možnostjo odpoklica, zahtevajo višjo donosnost prek posebne premije za odpoklic.

Imetnik obveznic z možnostjo odpoklica se sooča z negotovostjo glede pričakovanih denarnih tokov, saj obrestna mera po kateri bo reinvestiral v nove obveznice ni znana, prav tako se ponavadi ne ve za točen datum zapadlosti. Čim večja je negotovost in s tem premija za tveganje ter čim daljši je rok, v katerem obveznice ne smejo biti odpoklicane, tem bolj je investitor zaščiten pred tveganjem odpoklica obveznic. Običajno je določeno minimalno obdobje, v katerem izdajatelj ne sme odpoklicati obveznice.

2.1.2 Vrste obveznic

Obveznice lahko razdelimo v štiri glavne skupine. Te so: državne obveznice, obveznice korporacij, občinske obveznice in tuje obveznice (Brigham, 1998, str. 256).

Državne obveznice izda državna vlada. Te obveznice nimajo kreditnega tveganja, saj se predpostavlja, da vlada bo plačala obljubljene obveznosti. Ampak če se obrestna mera na trgu poviša, cene državnih obveznic padejo, tako da te obveznice niso brez tveganja.

Obveznice korporacij izdajajo korporacije ali podjetja. Korporacijske obveznice so bolj izpostavljene kreditnemu tveganju, ker če podjetje pride v težave, ne bo zmoglo

plačevati obresti in glavnice. Različne korporacije imajo različne stopnje tveganja, odvisno od značilnosti podjetja, ki izda obveznice, in od pogojev izdane obveznice.

Občinske obveznice izdajajo lokalne oblasti. Tudi te obveznice imajo kreditno tveganje, vendar imajo prednost pred ostalimi obveznicami. Obresti zaslužene z občinsko obveznico so praviloma oproščene plačila davkov, če je lastnik obveznice prebivalec lokalne skupnosti.

Tuje obveznice izdajajo tuje vlade ali tuje korporacije. Tuje obveznice, ki jih izdajajo tuje korporacije, so izpostavljene kreditnemu tveganju. Tuje obveznice, ki so denominirane v tuji valuti, so izpostavljene tudi valutnemu tveganju.

Podobno razdeli Prohaska klasične obveznice na pet vrst. Tako kot Brigham tudi on deli obveznice na državne, te definira kot obveznice centralne vlade, na občinske obveznice, ki jih izdajajo javno pravne finančne organizacije, kjer pa centralna vlada ne jamči za vračilo dolga in plačilo obresti, in na obveznice podjetij. Poleg teh pa loči še hipotekarne obveznice, katerim jamstvo za poplačilo dolga predstavlja hipoteka oz. zastavna pravica na nepremičnine, in bančne obveznice, ki jih izdajajo banke, hranilnice in druge finančne institucije (Prohaska, 2004, str. 56).

2.1.3 Donosnost obveznic

Donosnost moramo razlikovati od pojma donos. Donosnost ali stopnja donosa je vedno izražena v odstotkih. Donos pa pomeni število denarnih enot, ki jih prejme investitor v določenem obdobju (npr. 1 leto) na vsoto dospele naložbe, pri čemer z dospeljo naložbo mislimo na tisti del začetne naložbe, ki v določenem obdobju dospe (Prohaska, 2004, str. 63).

Nominalna donosnost (Nominal yield)

Nominalni donosnosti pravimo tudi kuponska stopnja donosa, kajti to je donosnost, ki je zagotovljena na obveznici. Ko kupimo obveznico s 5 % kuponsko obrestno mero z letnim izplačilom obresti, bomo vsako leto dobili izplačilo v višini 5 % nominalne vrednosti obveznice.

Pri običajnih obveznicah se nominalna donosnost ne spreminja, ker je nominalna obrestna mera fiksna. Poznamo pa tudi obveznice, katerim se nominalna obrestna mera spreminja. To so obveznice s spremenljivo obrestno mero (floating-rate notes). Te obveznice imajo obrestno mero vezano na obrestne mere, ki se dnevno spreminjajo na

trgu (LIBOR⁴, EURIBOR⁵, ...). Pred uvedbo evra so obstajale tudi nacionalne referenčne obrestne mere kot sta PIBOR⁶ in FIBOR⁷.

Donosnost v določenem obdobju (Holding period return)

Pri donosnosti v določenem obdobju gre za to, da investitor kupi obveznico in jo potem proda pred zapadlostjo. Zaradi razmer na trgu ima lahko investitor kapitalski dobiček ali izgubo. Da dobimo donosnost v določenem obdobju, moramo kapitalskemu dobičku prišteti še kupone, ki so bili izplačani v tem obdobju, in vse skupaj deliti z nakupno ceno obveznice. Kapitalski dobiček se izračuna tako, da od prodajne cene odštejemo nakupno ceno obveznice.

Kapitalski dobiček je lahko tudi negativen (izguba), če je nakupna cena manjša od prodajne cene obveznice. Če so tudi kuponi izplačani v tem obdobju manjši od kapitalske izgube, je donosnost v določenem obdobju negativna.

Za to donosnost je značilno, da lahko dejansko donosnost izračunamo šele na koncu obdobja, ker ne vemo kakšno ceno bomo dosegli pri prodaji. Donosnost v določenem obdobju lahko izračunamo tudi prej, s čimer bomo dobili pričakovano donosnost v določenem obdobju.

Tekoča donosnost (Current yield)

Tekoča donosnost je razmerje med letnimi plačili kuponskih obresti in tržno ceno obveznice, izraženo v odstotkih (Brigham, 1999, str. 300). Tekočo donosnost izračunamo kot razmerje med nominalno obrestno mero in trenutnim tečajem obveznice. Lahko jo izračunamo tako, da primerjamo vrednosti kupona s trenutno tržno vrednostjo obveznice.

Tekoča donosnost se lahko razlikuje od kuponske stopnje donosnosti, ker je v imenovalcu tržna cena obveznice, ki se spreminja. Če kupimo obveznico po tečaju 110 (tečaji obveznic so izraženi v odstotku nominalne vrednosti) z 10 % kuponsko obrestno mero, je tekoča donosnost 9,1 % in je manjša od kuponske stopnje donosa (10 %). Za drug primer pa vzamemo, da smo kupili obveznico po tečaju 90 z 10 % kuponsko obrestno mero. Tekoča donosnost je 11,1 % in je večja od kuponske stopnje donosa (10 %).

⁴ LIBOR - London Interbank Offered Rate - Ponavadi gre za obrestno mero za tri- oz. šestmesečna posojila, ki jo v medsebojnem posojanju uporabljajo banke na londonskem medbančnem trgu.

⁵ EURIBOR - Euro Interbank Offered Rate.

⁶ PIBOR - Paris Interbank Offered Rate.

⁷ FIBOR - Frankfurt Interbank Offered Rate.

Tekoča donosnost ne upošteva časovne vrednosti, ampak prikazuje le stanje na določen trenutek, zato nima velike analitične vrednosti, razen pri obveznicah brez dospelja, kjer obveznice prinašajo samo kupone in do poplačila glavnice nikoli ne pride. Donosnost na dolgi rok ne moremo izračunati s to formulo, vendar pa nam ta izračun pomaga pri določanju ugodnih trenutkov za nakup ali prodajo obveznic.

Stopnja donosa do dospelja (Yield to maturity)

Donosnost do dospelja je najbolj priznan in razširjen kriterij za izračunanje donosnosti, ker upošteva vpliv nominalne obrestne mere, vpliv glavnice in dobe dospelja na realizirano donosnost obveznice. Izračunana donosnost ni točna, ampak je le približek dejanske donosnosti.

Donosnost do dospelja je tista diskontna stopnja, ki tržno ceno obveznice izenači s sedanjo vrednostjo pričakovanih denarnih zneskov pri predpostavki, da se vse izplačane obresti takoj reinvestirajo po obrestni meri, ki je enaka donosnosti do dospelja, kar pa je malo verjetno.

Dejansko stopnjo donosa do dospelja se lahko izračuna šele ob dospelju obveznice, ker ne vemo kakšne obresti bomo dobili za reinvestiranje kuponov. Če bomo reinvestirali po točno izračunani stopnji donosa do dospelja, bomo realizirali pričakovano stopnjo donosa. Pri brezkuponskih obveznicah problema reinvestiranja ni, ker ni kuponov (obresti), ki bi jih morali reinvestirati.

Donosnost do odpoklica (Yield to call - YTC)

Nekatere obveznice se izdajo z opcijo odpoklica, kar daje izdajatelju možnost, da v določenem trenutku v prihodnosti odpokliče obveznico pred zapadlostjo in zato plača premijo, kupec pa ne dobi vseh kuponov.

Enačba je podobna kot za izračun donosnosti do dospelja (yield to maturity), le da se vsebina enačbe nekoliko popravi: rok do dospelja se zamenja s pričakovanim rokom do odpoklica, to je čas do prvega dne, ko je odpoklic možen, čeprav lahko izdajatelj odpokliče izdajo kadarkoli po tem datumu; nominalna vrednost obveznice se zamenja z odpoklicano ceno, ki je enaka nominalni vrednosti, povečani za premijo za odpoklic.

Donosnost do odpoklica je manjša od stopnje donosa do dospelja, kajti če bi bila donosnost do odpoklica večja od donosnosti do dospelja, se izdajatelju obveznic ne bi splačalo odpoklicati obveznice.

Celotna donosnost (Total rate of return)

Celotna donosnost je podobna donosnosti do dospelja, za razliko od nje pa celotna donosnost upošteva tudi spremembe obrestnih mer, po katerih bo v bodoče moč reinvestirati prejete denarne zneske. Celotna donosnost je enaka donosnosti do dospelja samo v primeru, da so obresti od obveznice reinvestirane po pričakovani donosnosti do dospelja.

Celotna donosnost je potemtakem odvisna od gibanja obrestnih mer v prihodnje in ob pravilnem predvidevanju obrestnih mer lahko investitor natančno določi celotno donosnost.

2.2 Definicija evroobveznice

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

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

Beseda evroobveznica je zavajajoča⁸, ker to ni vedno obveznica, ki je denominirana v evrih, ampak predstavlja obveznico, ki je prodana v drugih državah in ne v državi, v katere valuti je obveznica denominirana.

Evroobveznica ne spada pod nacionalno zakonodajo države, v katere valuti je bila izdana. Samo evroobveznice omogočajo investitorjem anonimnost osebnih podatkov in tudi poseben davčni status, ker za te obveznice ni potrebno plačati davka po odbitku (withholding tax). Davek po odbitku je v našem primeru akontacija davka na kapitalski dobiček.

Evroobveznice ponujajo veliko prednosti investitorjem, predvsem posameznikom, enako pa so evroobveznice ugodne za izdajatelje, ker jim zagotavljajo nov vir kapitala – posamično varčevanje (Fisher, 1979, str. 19).

⁸ Dejstvo, da je predpona »evro« zavajajoča, je spodbudilo nekatere avtorje k iskanju alternativnega imena. Za poimenovanje evrofinančnih trgov se največkrat uporablja izraz »zunani« trgi in »ksenofinančni« trgi.

2.3 Vrste evroobveznic

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

Evroobveznice s kuponi (Coupon Eurobond)

Evroobveznice izplačujejo obrestno mero v obliki kuponske obrestne donosnosti, ki se investitorju lahko izplačujejo letno ali polletno, odvisno od tega, kako je določeno v evroobveznici. Vrednost kuponov predstavlja tudi osnovno donosnost evroobveznice.

Evroobveznice s spremenljivo obrestno kuponsko stopnjo (Floating-rate note)

Te vrste evroobveznic ponujajo spremenljivo obrestno kuponsko donosnost, ki se ravna po tekočih gibanjih tržnih obrestnih mer. Pri taki evroobveznici raste kuponska donosnost, če raste trenutna tržna obrestna mera in obratno. Omenjene evroobveznice imajo prednost pred evroobveznicami s fiksno kuponsko donosnostjo predvsem takrat, ko je tržna obrestna mera visoka, fiksna obrestna kuponska donosnost pa majhna. Investitorjem pa ta naložba nudi zaščito njihovih kapitalskih vložkov ob pogojih spremenljive obrestne mere.

Evroobveznice s spremenljivo obrestno kuponsko stopnjo običajno izplačujejo polletni kupon, ki je določen na variabilni osnovi. Tipična kuponska obrestna mera je določena s fiksnim odmikom čez LIBOR (Eiteman, Stonehill, Moffett, 2001, str. 373).

Evroobveznice s fiksno obrestno kuponsko donosnostjo

Te evroobveznice imajo fiksno obrestno kuponsko donosnost, ki je znana že ob izdaji. Evroobveznice s fiksno obrestno kuponsko donosnostjo so zavarovane pred izgubo v primeru znižanja obrestnih mer, v primeru zvišanja tržne obrestne mere pa ima investitor izgubo. V primeru nestabilnega trga obrestnih mer je evroobveznica s fiksno obrestno kuponsko donosnostjo bolj tvegana kot evroobveznice s sprejemljivo obrestno kuponsko stopnjo.

Evroobveznice z možnostjo predčasnega odkupa (Callable Eurobond)

Izdajatelji evroobveznic imajo možnost, da vpokličejo evroobveznico še preden je ta dospela. Izdajatelj ima eno ali več možnosti, da vpokliče evroobveznico pred dospeljem. Vpoklicna cena evroobveznice je ponavadi višja od nominalne, ker vsebuje cena premijo za odpoklic. Izdajatelj se za predčasni odkup odloči takrat, ko ima manj stroškov

vpoklica, kot bi imel stroškov s kuponi v prihodnosti, kar se zgodi, ko je tržna obrestna mera zadosti nižja od kuponske obrestne mere.

Evroobveznice z možnostjo predčasne vrnitve izdajatelju (Puttable Eurobond)

V tem primeru ima investitor možnost, da proda evroobveznice izdajatelju za vnaprej določeno ceno in v vnaprej določenem obdobju oz. na določen dan. Ta obljuba hkrati določa najnižjo točko, do katere lahko pade cena evroobveznice. Ta vrsta evroobveznice omogoča investitorju vrnitev evroobveznice nazaj, s čimer se zavaruje pred mogočo spremembo obrestne mere. Ko so cene kuponov evroobveznice nižje od trenutne tržne obrestne mere, je za investitorja racionalno, da jo proda izdajatelju ter denar investira v naložbo z višjo donosnostjo.

Evroobveznice z možnostjo podaljšanja časa dospelja

Ob dospelju lahko lastnik evroobveznice unovči ali pa jo zadrži tudi po dospelju za natanko določeno obdobje po višji obrestni meri. Take evroobveznice so redke, vendar investitor zaradi te možnosti ni podležn dodatnim tveganjem, ampak mu celo daje možnost, da je še naprej lastnik evroobveznice.

Evroobveznice brez dospelja (Perpetual Eurobond)

Evroobveznica brez dospelja nikoli ne dospe ali izdajalec nikoli ne izplača celotnega dolga. Izdajatelj ima samo obveznost, da izplačuje obresti, ne pa da izplača glavnico (dolg). Evroobveznica brez dospelja je zelo podobna prednostni delnici, ki tudi zagotavlja donos, ki je napisan na delnici. Razlika je v tem, da ima evroobveznica prednost izplačila pred delnico, saj je pravnoformalno dolg, medtem ko je prednostna delnica lastniški kapital.

Evroobveznice brez kuponov (Zero-coupon Eurobond)

Brezkuponska evroobveznica ne prinaša obresti, ampak se ob izdaji evroobveznica proda po nižjih diskontiranih cenah glede na nominalne vrednosti. Če investitor kupi evroobveznico z diskontom, bo ob dospelosti prejel nominalno vrednost obveznice, pri čemer je razlika kapitalski dobiček. V času nestabilnih obrestnih mer na finančnih trgih se s to evroobveznico poizkuša zmanjšati tveganje reinvestiranja izplačanih kuponov. Brezkuponska evroobveznica s pribitkom se ob izdaji proda po njeni nominalni vrednosti in prinaša ob dospelosti poleg nominalne vrednosti še pribitek. Brezkuponska evroobveznica je še posebej popularna tam, kjer nimajo obdavčenih kapitalskih dobičkov.

Zamenljive evroobveznice (Convertible Eurobond)

Zamenljive evroobveznice imajo možnost zamenjave z lastniškimi vrednostnimi papirji po določeni ceni. Pri podjetniških evroobveznicah ima imetnik pravico zamenjave za točno določeno število delnic na točno določen datum. Zamenja se lahko za navadne ali za prednostne delnice. Če se enkrat ta zamenjava opravi, ponovna zamenjava ni več možna. Zamenljivo evroobveznico je leta 1989 izdalo podjetje Texaco v velikosti 1 mrd USD.

Zavarovane evroobveznice

Zavarovane evroobveznice zavarujejo investitorja pred neizplačilom dolga zaradi propada podjetja, kajti zavarovanim evroobveznicam pripada poplačilo dolga pred ostalimi evro- in navadnimi obveznicami.

Reinvesticijske evroobveznice

Reinvesticijske evroobveznice dajejo investitorju možnost, da reinvestira dobljene obresti v evroobveznice ob enakih pogojih kot pri prvotnih evroobveznicah. Izdajatelj ima to prednost, da znova pridobi sredstva, na drugi strani pa kupec lahko investira obresti pod enakimi pogoji, kar je pomembno pri bolj dolgoročnih evroobveznicah.

2.4 Ocene evroobveznic

Posojilojemalci na trgu evroobveznic so vlade, kvazi vlade (npr. EU), mednarodne finančne institucije (npr. Svetovna banka), banke in velike korporacije. Če evroobveznice niso zavarovane, je dobra kreditna ocena ključna za poceni zadolževanje (Valdez 2000, str. 138).

Ocena je najpomembnejše vodilo pri izbiri različnih evro- in navadnih obveznic. Ocena da investitorju podatek o splošnem stanju izdajatelja: ali je redni plačnik, ali je izdajatelj že veliko zadolžen, ali ima denarne tokove dovolj velike za poplačilo dolga itd. Rating agencije preverijo vse te podatke in dajo nato splošno oceno o tem, kakšna je kvaliteta obveznice (tudi evroobveznice). Ocene evroobveznic so zelo pomembne, saj pripomorejo k zmanjšanju stroškov financiranja. Investitorju ni potrebno pridobiti informacij glede poslovanja izdajatelja, kar bi mu povzročilo stroške, ampak samo preveri oceno izdajatelja. V Tabeli 1 (str. 14) je prikazana opredelitev ocen dolgoročne zadolženosti izdajateljev obveznic pri Moody's, Standard & Poor's in FitchIBCA.

Do osemdesetih let prejšnjega stoletja ocene niso bile potrebne, ker so bili izdajatelji velike in dobro poznane organizacije oziroma države in ker investitorji niso bili seznanjeni z ocenjevanjem izdajateljev. Sedaj pa je uporaba ocen rating agencij zelo razširjena tudi med investitorji v evroobveznice (Eiteman, Stonehill, Moffett, 2001, str. 376).

Kreditna ocena podjetja je podlaga za določitev cene zadolžitve. Če je kreditna ocena podjetja slaba, mora podjetje zagotoviti večjo donosnost, da bo investitor vložil v njegovo evroobveznico in obratno lahko podjetje z dobro oceno privabi investitorje z manjšim donosom, ker imajo investitorji s to obveznico manj tveganja. Kreditna ocena podjetja je pomembna tudi, ker ima veliko institucionalnih investitorjev omejitve glede investiranja v vrednostne papirje brez ocene tveganja, tako da se je zaradi njihovih ocen delež obveznic izdajateljev z oceno tveganja močno povečal in danes predstavlja večino.

Poslanstvo rating agencij je, da kot neodvisna stran preverjajo kreditno sposobnost različnih izdajateljev lastniških ali dolžniških vrednostnih papirjev in posojilojemalcev ter na tej podlagi objavijo svojo oceno sposobnosti izdajateljev vrednostnih papirjev ali posojilojemalcev, da bodo ti redno in v celoti izpolnili svoje obveznosti. V svetu najbolj priznane agencije so Moody's, Standard & Poor's, obe s sedežem v New Yorku, in FitchIBCA⁹, 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. Izdajatelj mora agenciji v ta namen posredovati zahtevane finančne podatke. Ko agencija posreduje oceno naročniku, se le-ta lahko odloči o njeni objavi. Posledično pade nesorazmerni del mednarodnih rating ocen ravno v najvišje kategorije, saj se mnoga podjetja raje odločijo za neobjavo nizke ocene, ker pričakujejo boljše v prihodnosti.

Za evroobveznice je značilno, da jih izdajajo zelo kvalitetni izdajatelji. Skoraj 65 % novih evroobveznic leta 2000 je bilo izdano z oceno A (Priloga 1, str. 1). Samo 9 % vrednosti vseh izdaj evroobveznic je bilo ocenjeno z oceno B. Spreminjajo pa se razmerja znotraj ocene A. 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 %. Na drugi strani pa se je močno povečala ponudba evroobveznic z oceno A iz 11,5 % iz leta 1998 na 17,2 % 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

⁹ FITCHIBCA je nastala z združitvijo ameriške agencije FITCH in evropske agencije IBCA

bilo izdaj z oceno Baa, Ba, B in le pol odstotka evroobveznic z oceno Caa, Ca ali C. (UBS Warburg, 2001).

Tabela 1: Opredelitev ocen dolgoročne zadolženosti izdajateljev obveznic pri Moody's, Standard & Poor's in FitchIBCA

Moody's	S&P in FitchIBCA	Pojasnilo ocene
Aaa	AAA	Vrednostni papirji najboljše kvalitete. 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.
	DDD, DD, D, (FitchIBCA)	Neizpolnjevanje obveznosti.

Vir: Aleksič, 1998, str. 23.

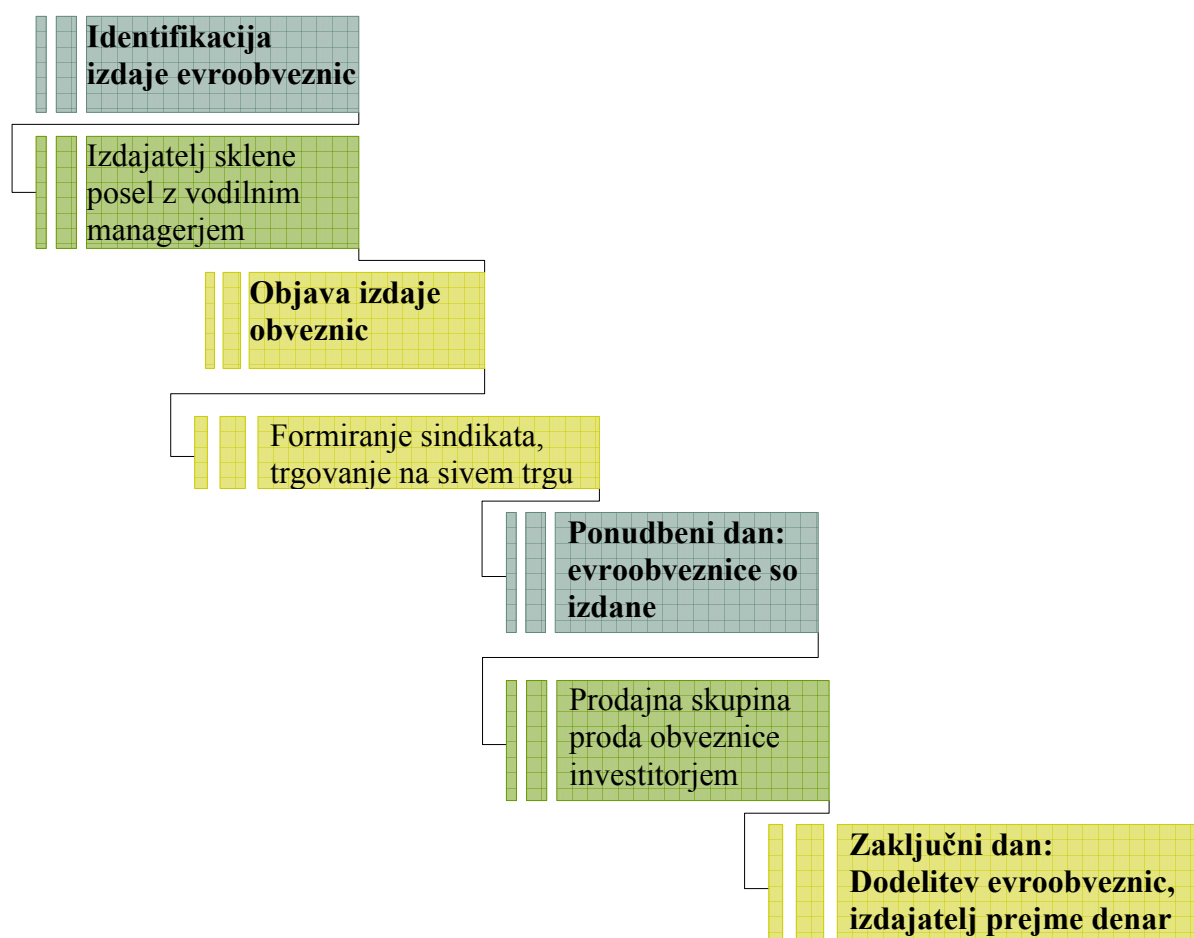
2.5 Postopek izdaje evroobveznic

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 evrotrgu 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).

Vsaka nova izdaja evroobveznic poteka po posebnem vrstnem redu, ki ga prikazuje Slika 1. Podrobnejša razčlenitev pa je prikazana kot urnik izdaje evroobveznice (Priloga 2, str. 2).

Slika 1: Ključni datumi v procesu izdaje evroobveznic



Vir: Prohaska, 2004, str. 143.

Identifikacija izdaje evroobveznic

Ko se neko podjetje ali organizacija odloči za izdajo nove emisije evroobveznic, mora najprej poiskati investicijsko banko, ki bo prevzela vlogo vodilnega managerja (lead manager) v bančnem sindikatu. Izdajatelj evroobveznic mora opredeliti (Prohaska, 2004, str. 139):

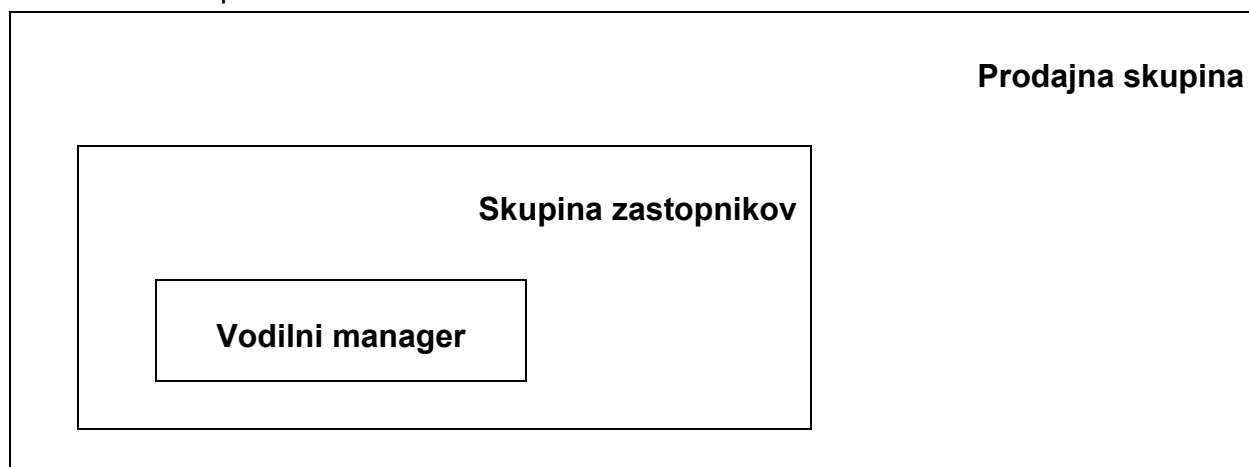
- valuto, v kateri bo denominirana evroobveznica;
- količino izdanih obveznic;
- ciljno tarifo (target rate), to je obrestno mero, po kateri si bo pripravljen izdajatelj izposoditi sredstva.

Vodilni manager (lead manager) bo prevzel celotno organizacijo izdaje in dajal izdajatelju potrebne strokovne nasvete in pomoč. Vodilni manager lahko glede na obseg, zahtevnost in pomembnost posla povabi k sodelovanju še druge banke, ki postanejo soorganizatorji (co-managers) in skupaj z vodilnim managerjem sestavljajo managersko skupino, ki se skupaj z izdajateljem dogovori o ključnih parametrih izdaje obveznic, ki morajo ustrezati pogojem na trgu. Obveznost članov managerske skupine je odkup obveznic ter izplačilo dogovorjene cene izdajatelju na proporcionalni osnovi.

Skupina managerjev (razdelitev je spodaj na Sliki 2) mora ustanoviti skupino zastopnikov (underwriting group), ki šteje od 25 pa do nekaj sto bank, investicijskih bank in zavarovalnic iz različnih držav. Skupina zastopnikov je zadolžena, da spravijo obveznice na različne podtrge investorjev evroobveznic. Zastopniki se obvežejo, da bodo kupili del obveznic po določeni ceni od izdajatelja.

Tretja skupina, ki spada pod sindikat evroobveznic, je prodajna skupina (selling group). Prodajna skupina se loči od skupine zastopnikov po tem, da so zastopniki pogodbeno vezani odkupiti del celotne izdaje evroobveznic po vnaprej določeni minimalni ceni. Prodajna skupina mora samo prodati sprejeto količino evroobveznic ni pa njena obveznost, da evroobveznice kupi, če se ne prodajo v javnosti. Sredi devetdesetih let prejšnjega stoletja je pri izdaji evroobveznic povprečno sodelovalo 200 članov sindikata. Vendar se je to število rahlo zmanjšalo v zadnjih letih (Melnik, Nissim, 2004, str. 5, 6).

Slika 2: Tri skupine v sindikatu evroobveznic



Vir: Prohaska, 2004, str. 143.

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 predhodna oblika prospekta (t. i. red herring). To je začasen prospekt izdaje evroobveznic, ki ga prodajna skupina skrbno pregleda. Izposojevalec se v prospektu predstavi in opiše kratko zgodovino svojega delovanja.

Objava izdaje evroobveznic

Na datum objave se v vseh mednarodno znanih 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 novi izdaji, tako da jim pošljejo vabila k sodelovanju. Banke imajo v obdobju vpisovanja obveznic (subscription period), ki traja od 7 do 10 dni, čas, da se odločijo za sodelovanje.

To obdobje se imenuje tudi prijavno obdobje, v katerem se že oblikuje neformalna cena oz. diskont, po kateri bodo prevzemniki in prodajalci odkupovali obveznice. Potencialni prevzemniki in prodajna skupina prejmejo v tem obdobju uvodni prospekt, časovni razpored izdaje ter pravne listine, ki jih bodo podpisali v primeru sodelovanja. Če izposojevalec ni dovolj dobro znan mednarodni finančni javnosti, se v tem obdobju odpravi v večje finančne centre, kjer se predstavi širši množici potencialnih investitorjev (t. i. roadshow). V tem času glavni manager spremlja povpraševanje po obveznicah in jih začasno razvršča med člane bančnega sindikata, pri čemer ima kar precej svobode.

Uradni ponudbeni datum (official offering date) je uradni rok za začetek trgovanja z evroobveznicami. Vendar se lahko z evroobveznicami trguje tudi še preden so te izdane, ko se trguje na sivem trgu. Sivi trg je kratkoročen nestandardiziran terminski trg (forward market) za evroobveznice, ki bodo izdane. Sivi trg začne delovati od dneva objave izdaje evroobveznic in traja do ponudbenega dneva. V tem času obstaja negotovost glede končnih pogojev izdaje, potencialni prevzemniki in prodajna skupina še razmišljajo o svojem sodelovanju pri izdaji. Sivi trg omogoča investitorjem zavarovanje za določeno investicijo pa znani ceni, kar tudi zmanjša negotovost pri izdaji obveznic in izdajateljev obseg plačila.

Za nastanek sivega trga sta pomembna dva razloga:

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

Konkurenčno tekmovanje med bankami za položaj vodilnega managerja v bančnem sindikatu se kaže v tem, da banke obljublajo izposojevalcu vedno nižje obrestne mere, kar je zanj sicer ugodno. Težava nastane, ko banke 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 prevzemnikom v bančnem sindikatu, ki prodajo obveznice na sivem trgu in se tako zavarujejo pred izgubo celotne provizije.

2. *Cena obveznice je postavljena nerealno.*

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.

Dan pred ponudbenim dnevom so dokončno postavljeni vsi pogoji izdaje. Prevzemniki in prodajna skupina imajo še en dan časa, da sprejmejo pogoje in podpišejo pogodbo z vodilnim managerjem. Dokončno je oblikovan bančni sindikat in obveznice se lahko ponudijo trgu. Narejen je končni prospekt izdaje, pri čemer je vsak član bančnega sindikata seznanjen s svojim deležem.

Ponudbeni dan

Na ponudbeni dan se bančni sindikat obveže, da bo kupil evroobveznice po ponudbeni ceni, ki je zmanjšana za pristojbino, vendar dobi izposojevalec denar šele na zaključni dan. Pristojbina je v letu 2002 povprečno znašala 0,288 %. Višina pristojbine je predvsem odvisna od ocene evroobveznice: bolj je tvegana evroobveznica, večja je pristojbina (Kollo, 2003, str. 24). Na ta dan je razposlana končna oblika prospektov in tako so evroobveznice ponujene javnosti.

Predstavniki skupine izdajateljev skušajo prodati evroobveznice po ceni označeni na sprednji strani prospekta ali po višji ceni, če je ta dosegljiva na trgu. Dejansko se z vsakim kupcem pogaja posebej, tako da različni kupci kupijo evroobveznico po različni ceni, odvisno o pogajalske moči kupca. Člani prodajne skupine kupijo vrednostne papirje po ceni ob izdaji minus posredniški popust, ki ga dobijo zaradi svoje posredniške vloge.

Najpomembnejša naloga vodilnega managerja na tem mestu je nadzor nad ceno, ki jo vzdržuje z vzpostavitvijo kratke ali dolge pozicije. Ta proces se imenuje stabilizacija. Če

se po podpisu končnih pogojev cena obveznic nenadoma dvigne, to pomeni, da se je glavni manager pri distribuciji slabo odrezal, 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 po dogovorjeni ceni. Ko imajo obveznice tendenco dviga cene, dodeli svojim prodajalcem še preostalo vrednost, kar poveča ponudbo na trgu in umetno zadrži rast cen. Investitorji, ki so kupili obveznice, pa bi bili 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 obveže, da bo presežek odkupil pred zaključnim dnevom. Tako umetno poveča povpraševanje in vzdržuje ceno na želeni ravni (Grabbe, 1991, str. 324).

Zaključni dan

Po dveh tednih prodaje se na zaključni dan (closing day) obveznice dodelijo kupcem v zameno za denar in izdajatelj dobi svoja sredstva. V različnih publicitetah¹⁰ se objavi reklama o uspešni izdaji obveznic, kjer se vodilni managerji pohvalijo o uspešno opravljenem delu.

Zaradi velike konkurence in tveganja obrestne mere sta se razvili še dve metodi izdaje evroobveznic (Grabbe, 1991, str. 325-326):

1. Metoda primarne izdaje (Fixed price reoffer)

Ta 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, izvedla pa jo je Svetovna banka (World Bank). V tem času 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 ustvarjali celo izgubo. Zaradi tega je bila uvedena metoda primarne izdaje, kjer si banke z dogovorom zagotovijo provizijo, ki je prav zaradi gotovosti primerno nižja.

2. Reodkup oz. refinanciranje evroobveznic (The bought deal)

Metoda, imenovana reodkup, je bila prvič predstavljena leta 1979. Investicijska banka

¹⁰ Največkrat se uspešna izdaja objavi v Financial times-u, International financing review-u in Euromoney-u.

(lead manager) odkupi 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 tega se dvignejo cene, ki predstavljajo provizijo glavnemu managerju. Izdaja je tako cenejša in časovno krajša, ker se že na začetku določijo končni pogoji izdaje.

2.6 Regulacija in obdavčenje evroobveznic

Ena izmed največjih prednosti trga evroobveznic je odsotnost državnih regulativ, vendar to ne pomeni, da ni nobenih pravil. Ta pravila večinoma niso nič manj stroga od regulativ, ki jih imajo najbolj razviti nacionalni trgi. Primarna izdaja evroobveznice je regulirana s strani vlade, kajti izdaja evroobveznice se opravi v neki državi in je prodana kupcu iz določene države, ki je podvržen zakonom in davčnemu sistemu pravne ureditve te države. Da bi zagotovili učinkovit in odprt trg za izdajanje in trgovanje z evroobveznicami, se trg samoregulira. Samoregulacijo izvajajo profesionalna združenja za trgovanje z vrednostnimi papirji. Primarni trg regulira ustanova IPMA (International Primary Market Association), sekundarni trg pa regulira ISMA (International Securities Market Association).

Organizacija IPMA je bila ustanovljena leta 1984 kot združenje vodilnih bank na področju mednarodnih dolžniških in lastniških instrumentov. Organizacija spodbuja razvoj mednarodnega primarnega trga kapitala. IPMA sestavljajo vodilne banke¹¹ na področju mednarodnega trga kapitala, zato lahko priporoča najboljšo tržno prakso pri izdaji vrednostnih papirjev, način medsebojne poravnave in določa regulative. IPMA ima vodnik, kjer so strjena vsa priporočila za sklepanje poslov na primarnem trgu obveznic. Organizacija ima pomembno vlogo pri davčni politiki, ki obravnava trg evroobveznic (History of International Primary Market Association, 2005).

Pravila za trgovanje na sekundarnem trgu določa ISMA. Ta organizacija je bila ustanovljena leta 1969 v Švici pod imenom The Association of Internacional Bond Dealers, ki pa se je kasneje preimenovala v danes znano ISMA. Glavni namen ustanove je vpeljava in uporaba visokih standardov med člane organizacije, predvsem pri procesu plačila in dostave obveznic. ISMA natančno definira in kontrolira vse procedure in dogajanja na trgu, poleg tega pa objavlja vse informacije o aktualnih izdajah.

¹¹ Leta 2005 je imela IPMA 51 članov in dva pridružena člana.

Zanimivo je, da celo države z najbolj liberalno regulativno politiko omejujejo dostop na trge tujim izdajateljem, ki želijo svoje premoženje povečati z izdajo vrednostnih papirjev. Za takšne restrikcije, ki jih je v praksi zelo težko uveljaviti, se navadno iščejo naslednje racionalne utemeljitve (Prohaska, 2004, str. 137):

- Takšne omejitve varujejo plačilno bilanco pred neravnovesjem, ki bi lahko nastalo zaradi velikih odlivov kapitala.
- S temi omejitvami skušajo zaščititi redke vire kapitala, ki bi lahko pomagali domačim dolžnikom.
- Domače investitorje skušajo zaščititi pred visoko tveganimi vrednostnimi papirji.

Države imajo obdavčenje dohodkov od obresti in dividend, ki jih morajo plačevati domači rezidenti, v obliki dohodnine. Nekatere države pa uvedejo tudi davek na izplačane obresti za nerezidente. To seveda pomeni zmanjšanje dohodka investitorja, ki je dvakrat obdavčen. Zato bo racionalni investitor, ki posluje na svetovnem trgu, za dvojno obdavčene evroobveznice zahteval večji donos, da bo lahko pokrila dvojne davčne obveznosti. Zaradi tega problema države podpisujejo davčne pogodbe, ki predstavljajo investitorjem podlago za zahtevek za povrnitev celotnega ali samo dela plačanega davka.

Pogosto zagotavljajo evroobveznice investitorjem davčno anonimnost v tem smislu, da donosa vrednostnih papirjev ni potrebno prijaviti davčni upravi, ali pa se je temu mogoče izogniti (Zbašnik, 1994, str. 28).

Veliko investitorjev v evroobveznice ne plačuje davkov zaradi tega ker:

- njihova rezidenčna država ne obdavčuje dohodkov tujcev,
- ne prijavijo dohodka od obresti,
- so institucionalni investitorji (centralna banka, pokojninski skladi) in so oproščeni davka.

3 Slovenske evroobveznice

3.1 Evroobveznica NFA

8. 3. 1996 je bil objavljen Zakon o prevzemu dolga po novem finančnem sporazumu (NFA) iz leta 1988 (Uradni list RS, št. 14/96). Ta zakon je podlaga za izdajo obveznic za zamenjavo dela dolga po novem finančnem sporazumu in ureja razmerja med Republiko Slovenijo, ki bo dolg prevzela, ter ostalimi slovenskimi dolžniki.

V začetku osemdesetih let je Jugoslavija preživljala dolžniško krizo in je imela zaradi tega velik problem devizne likvidnosti. Da bi se države upnice zavarovale pred neplačilom dolgov, so bile pripravljene pomagati Jugoslaviji pri preoblikovanju teh dolgov, ampak samo pod določenimi pogoji. Najpomembnejši pogoj je bil ta, da mora država prevzeti vlogo garanta. Zaradi teh okoliščin so bili podpisani štirje sporazumi, zadnja New Financing Agreement (NFA) in Alternativ Participation Instruments Exchange Agreement, podpisana leta 1988, ki sta vsebovala reprogramiranje obveznosti v znesku 7,2 mia USD in tudi vseh tistih dolgov, ki so jih opredeljevali že prej podpisani sporazumi in vse tekoče zapadle glavnice iz rednih kreditnih aranžmajev s tujimi komercialnimi bankami. Sindikat tujih komercialnih bank je Narodni banki Jugoslavije odobril še dodaten kredit v znesku 300 mio USD, ki ga je Narodna banka Jugoslavije leta 1990 deponirala pri jugoslovanskih poslovnih bankah, da bi pomagala pri njihovi devizni likvidnosti (Interni viri Ministrstva za finance RS).

Za Slovenijo je bilo po osamosvojitvi najbolj problematično načelo solidarne odgovornosti, ki določa, da mora vsak od dolžnikov poravnati obveznosti tistega, ki plačila ni zmožen. Slovenija je odplačevala dolgove v skladu z dogovorom vse do leta 1992, ko je Narodna banka Jugoslaviji obvestila ostale banke, naj poravnajo svoje dolgove direktno in se odpovedala funkciji agenta. Nekatere nekdanje jugoslovanske banke so prenehale odplačevati svoje dolgove, zato je tudi Republika Slovenija sprejela sklep, da zaščiti slovenske interese in tudi sama začasno prenehala plačevati svoje dolgove. Septembra 1992, ko se je Slovenija dogovorila z Mednarodnim koordinacijskim komitejem upnikov, je nadaljevala z odplačevanjem dolga. Po dogovoru je Slovenija odplačevala samo svoje obveznosti na račun pri Deutsch Bank v Luksemburgu.

Mednarodni koordinacijski komite upnikov in slovenska delegacija sta se junija 1995 dogovorila za okvirne pogoje zamenjave dolga po novem finančnem sporazumu (NFA). Za zamenjavo dolga je bilo potrebno pridobiti odobritev Državnega zbora Republike Slovenije. Na dan 15. januar 1996 je dolg znašal 974 mio USD, znesek je bil zmanjšan za delež upnikov, ki niso sodelovali pri pogajanjih. Za ta preostali del (822 mio USD) je Slovenija izdala evroobveznice v vrednosti nezapadlih glavnice, ki jih dolguje sodelujočim upnikom od dneva zamenjave (serija 1) in v vrednosti že zapadlih in neplačanih glavnice ter obresti, ki so bile izračunane na podlagi informativnega memoranduma, ki jih dolguje sodelujočim upnikom do dneva zamenjave (serija 2). Glavnica iz posojil za refinanciranje, ki je bila nominirana v ameriških dolarjih oz. nemških markah, je bila zamenjana za obveznice v isti valuti. Če je imel kreditor glavnico nominirano v drugi valuti, se je moral odločiti, ali bo imel novo terjatev v USD ali v DEM. Ta konverzija je potekala po točno določenem tečaju (Interni viri Ministrstva za finance RS).

Evroobveznice so bile izdane v Luksemburgu, kotirajo pa poleg Luksemburga tudi na OTC¹² (Over the counter) trgu. Evroobveznice so zavarovane s presihajočim skladom, kar pomeni, da se na dan plačila obresti odplača tudi del glavnice. Tako so zneski pri vsakem plačilu obresti in glavnice manjši, ker se kuponska obrestna mera nanaša na še ne odplačani del glavnice. Obveznice serije 2 imajo posebnost, da se je po prvem izplačilu obresti in dela glavnice dne 11. 12. 1996 na novo določila obrestna marža oziroma pribitek. Tako se je tega dne zmanjšala obrestna marža iz 0,8125 %, kot je bila ob izdaji, na 0,425 % za evroobveznice DEM 2 in na 0,4 % za evroobveznice USD-2 (Zupančič, 1998, str. 40).

Tabela 2: 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	Luksemburg
Dospelost	27. 12. 2006	Pravo	Angleško
Kuponska obrestna mera	6-mesečni LIBOR (za USD in DEM) + marža	Namen	Prevzem dela sukcesijskega dolga z naslova NFA

Vir: Interni viri Ministrstva za finance RS.

Pri obeh serijah se velikost kupona določa po londonski šestmesečni medbančni obrestni meri (LIBOR) za dolarje in marke, seveda povečan za obrestno maržo, ki je za prvo obdobje plačila znašala 0,8125 % nad LIBOR. Obresti so se izplačevale polletno. Prvi kupon je zapadel 11. decembra 1996. Slovenske obveznice so sodile med anuitetne obveznice, saj se je poleg izplačila obresti na določen dan izplačal tudi del glavnice. Ker je imela obveznica 22 obrokov, se je vsakokrat izplačala 1/22 glavnice. Datum dokončne zapadlosti obveznic je bil tako 27.12.2006.

NFA obveznica je vsebovala tudi odpoklicno klavzulo ali pravico do odpoklica, ki je veljala za:

- katerokoli 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,

¹² Trg preko bančnih okenc.

- katerikoli ali vse obveznice serije 2 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 na katerikoli dan plačila obresti in dela glavnice po njihovi nominalni vrednosti, skupaj z natečenimi obrestmi.

V skladu z zakonom večji del sredstev za odplačilo obveznosti iz tega naslova zagotavljajo nekdanji dolžniki do tujine: Nova Ljubljanska banka (NLB), Nova kreditna banka Maribor (NKBM), A Banka in Nafta Lendava.

Tabela 3: Terjatve do nekdanjih dolžnikov ob izdaji obveznic

NLB:	109.752.727 DEM	in	285.884.768 USD
Nafta Lendava:	3.212.366 DEM	in	8.188.288 USD
A Banka:	668.807 DEM	in	1.725.333 USD
NKBM:	265.291 DEM	in	711.520 USD

Vir: Interni viri Ministrstva za finance RS.

Celotno stanje dolga iz naslova NFA se je zaradi rednih odplačil zapadlih obveznosti in predčasnega odkupa dela obveznic že v letu 1996 v višini 125 mio USD njihove nominalne vrednosti do konca leta 1997 zmanjšalo na 668 mio USD. Dejanska obveznost državnega proračuna iz tega naslova pa je bila ob koncu leta 1997 manjša še za dodatnih 310,4 mio USD, kolikor so znašale terjatve Republike Slovenije do nekdanjih dolžnikov iz tujine. Neto zadolženost državnega proračuna iz naslova prevzema dolgov po NFA je torej konec leta 1997 znašala 257,6 mio USD.

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 % 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 (EUR 2005) v EUR s pribitkom 35 b. t. nad LIBOR. S predčasnim odkupom je RS poleg cenejšega vira sredstev zmanjšala tudi delež dolga v USD ter izboljšala strukturo in ročnost deviznih obveznosti.

Predčasno odplačilo dolga iz naslova NFA obveznic serije 1 je bilo predlagano in dne 12. 6. 1998 izvedeno na osnovi 48. člena Zakona za izvrševanje proračuna Republike Slovenije (ZIPro, Uradni list RS, št. 5/96), ki določa načela in pogoje upravljanja z državnim dolgom, s ciljem zniževanja stroškov servisiranja obveznosti Republike

Slovenije iz naslova dolga. Predlog predčasnega odplačila dolga iz naslova NFA obveznic serije 1 je bil sestavni del Programa financiranja Republike Slovenije za leto 1998, ki je določil osnovna vodila glede instrumentov in dinamike financiranja RS in upravljanja z dolgom RS v letu 1998. Program financiranja in sklep o predčasnem odplačilu ter izbiro instrumenta dolga, s katerim se izvede zamenjava obstoječega dolga iz naslova NFA obveznic serije 1, je Vlada Republike Slovenije sprejela na 53. seji dne 12. 3. 1998. Predčasno odplačilo oziroma zamenjava dolga je bila izvedena z izdajo evroobveznic RS, nominiranih v evrih, ter zaključena dne 27. 5. 1998 (Poročilo o predčasnem odplačilu NFA – obveznic serije 1, 1998).

Razlog za pripravo predčasnega odplačila oziroma zamenjavo dolga iz naslova NFA obveznic serije 1 je bila predvsem visoka obrestna mera navedene serije tako v DEM kot tudi v USD, in sicer 0,8125 % letno nad 6-mesečnim LIBOR-jem. Zaradi znižanja marže serije 2 NFA obveznic (marža je 0,40 % letno nad 6 mesečnim LIBOR-jem) možnost predčasnega odplačila serije 2 NFA obveznic ni bila obravnavana. Pri proučitvi smiselnosti predčasnega odplačila so bili poleg znižanja stroškov proračuna iz naslova odplačil obstoječih dolgov upoštevani tudi drugi elementi, ki v okviru celotne strategije upravljanja z javnim dolgom vplivajo na tovrstno odločitev, in sicer:

1. valutna struktura dolga Republike Slovenije pred transakcijo in po njej,
2. struktura obrestnih mer dolga Republike Slovenije pred transakcijo in po njej,
3. obremenjenost posameznega meseca v okviru posameznega leta ter enakomernejša razporeditev pritiskov odplačil iz naslova dolga Republike Slovenije v prihodnjih letih,
4. diverzifikacija in razširitev investitorske baze in drugi strateški cilji upravljanja z javnim dolgom.

Celotna zadolžitev RS iz naslova evrotransakcije znaša 500.000.000 EUR oziroma 92.042.600.000 SIT (po tečaju 1 ECU = 184,0852 SIT dne 28. 5. 1998). Iz tabele 4 (str. 26) je razvidno, da je od tega RS uporabila 65,207 mia SIT za predčasno odplačilo glavnice NFA obveznic serije 1. Junjski in decembrski obrok v skupni višini 7,767 mia SIT pa sta bila odplačana iz sredstev namenjenih za izvrševanje proračuna (sredstva za poravnavo redno zapadlih obrokov v letu 1998 so zajeta v proračunu za leto 1998).

Tabela 4: Sredstva namenjena predčasnemu odplačilu

	Znesek v SIT	OPIS
Evroobveznica	92,0426 mia SIT	Priliv iz naslova prodaje vrednostnega papirja
Serija 1/USD	53,529 mia SIT	Uporabljena sredstva evrobonda za predčasni odkup
Serija 2/DEM	11,678 mia SIT	Uporabljena sredstva evrobonda za predčasni odkup
Skupna sredstva namenjena za predčasno odplačilo	65,207 mia SIT	

Vir: Poročilo o predčasnem odplačilu NFA – obveznic serije 1, 1998.

3.2 Evroobveznica USD 2001

Republika Slovenija je prvič ponudila evroobveznice na trgu julija 1996. Izdaja je bila najprej načrtovana za 250 mio USD, vendar se je zaradi velikega povpraševanja (povpraševanje je skoraj 3-krat preseгла ponudbo) izdaja povečala na 325 mio USD. Uspeh izdaje je tudi marža dosežena ob prodaji, ki je znašala le 58 bazičnih točk nad donosnostjo primerljivih (referenčnih) petletnih obveznic zakladnice ZDA. Referenčna obveznica je obveznica, s katero primerjamo izdano obveznico in ima isti rok dospelosti. Referenčna obveznica je vedno zelo varna in poznana obveznica. Dosežena marža USD 2001 je 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« (obveznica leta v srednji in vzhodni Evropi).

Tabela 5: Osnovni podatki o evroobveznici USD 2001

Znesek izdaje	325 mio USD	Marža (Re-offer spread)	58 b. t.
Datum izdaje	6. 8. 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	6. 8. 2001	Organizator prodaje	J. P. Morgan
Kuponska obrestna mera	7 %	Borzna kotacija	Luksemburg
Plačilo obresti	Polletno (6. 2. in 6. 8.)	Pravo	Angleško
Cena reodkupa (Re-offer price)	99,275 %	Namen	Poplačilo glavnice

Vir: Interni viri Ministrstva za finance RS.

Struktura sindikata:

Organizator (Bookrunner): J. P. Morgan.

So-vodilni organizatorji (Co-lead Managers): CS First Boston, Morgan Stanley and Co., Deutsche Morgan Grenfell.

So-organizatorji (Co-Managers):

ABN AMRO Hoare Govett, Citibank International plc, Daiwa Europe Limited, Lehman Brothers, Salomon Brothers International Limited, Bayerische Landbank Girozentrale, Creditanstalt-Bankverein, Dresdner Bank – Kleinwort Benson, Merrill Lynch Internacional, Societe Generale, Sumitomo Fin plc.

Denar zbran s prodajo je bil namenjen za potrebe financiranja proračuna oziroma za poplačilo glavnice, ki so zapadle v izplačilo leta 1996. Za izdajo teh slovenskih evroobveznic je na podlagi razpisa vlada izbrala znano ameriško investicijsko banko J. P. Morgan. Evroobveznica USD 2001 je bila v standardni obliki in v minimalni denominaciji 10.000 USD ali v katerem koli drugem znesku nad 10.000 USD v mnogokratniku 1.000 USD (npr. 135.000 USD, 956.000 USD, ...). Če so se obresti nanašale na obdobje krajše od šestih mesecev, se računa obresti na osnovi leta, ki ima 360 dni, sestavljenih iz 12 mesecev po 30 dni.

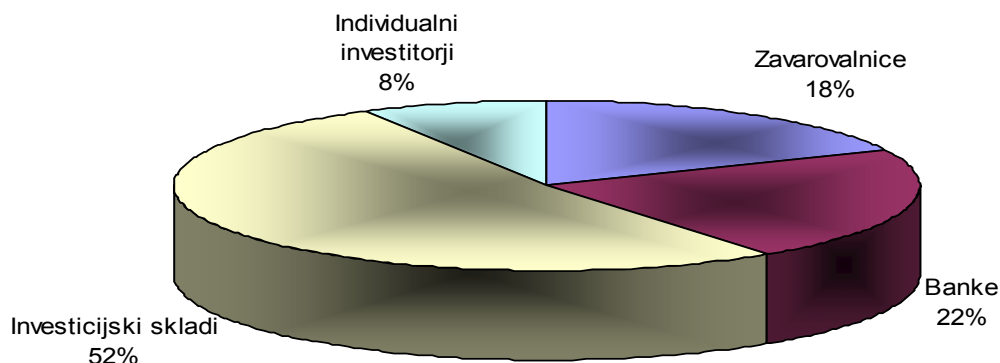
Donos je bil očitno tako privlačen, da so investitorji obveznice dobesedno razgrabili. Pomembno vlogo je poleg dobre promocije in zanimanja za tovrstne investicije odigrala tudi cena obveznice, ki je znašala ob izdaji 99,275 % ob 7-odstotni fiksni obrestni meri. Sloveniji je to uspelo predvsem zaradi ugodnih ocen kreditnega tveganja treh priznanih mednarodnih agencij: Moody's (A3), Standard & Poor's (A) in IBCA (A-) (Berdnik, 1996, str. 13). V drugi polovici devetdesetih let so največji trgi obveznic postali prenasajeni s podobnimi obveznicami. Pomembnejši investitorji so se zato usmerili v države srednje in vzhodne Evrope, kjer so se tovrstne oblike financiranja šele pričele uveljavljati.

Za storitve izdaje je Slovenija plačala 0,5 odstotno provizijo. Obveznice so petletne, kupci pa so jih vplačali 6. avgusta. Slovenija je odplačala glavnico v enkratnem znesku 6. avgusta 2001. Med pomembnejše podatke o obveznicah sodita tudi klavzula, ki določa, da Slovenija brez soglasja imetnikov obveznic ne sme izdati nobenemu drugemu upniku ugodnejšega zavarovanja, kot ga daje kupcem obveznic (t. i. Negative Pledge), in klavzula, ki določa, da obveznice takoj dospejo v plačilo, če Slovenija ne odplača tujim upnikom katerekoli druge obveznosti (klavzula Cross Default).

Razdelitev glede na vrsto investitorjev v evroobveznico USD 2001 je bila ugodna, ker so večino izdaje kupili institucionalni investitorji (skupaj so kupili 92 %) in samo 8 % izdaje so kupili individualni investitorji. Taka distribucija je ugodna, saj investicijski skladi, zavarovalnice in banke trgujejo z obveznicami bolj aktivno kot manjši investitorji. Vrednostni papir, s katerim se več trguje, je bolj likviden in cena na trgu je realna. Investitorji si želijo, da bi bili vrednostni papirji likvidni, da bi jih v primeru prodaje lahko

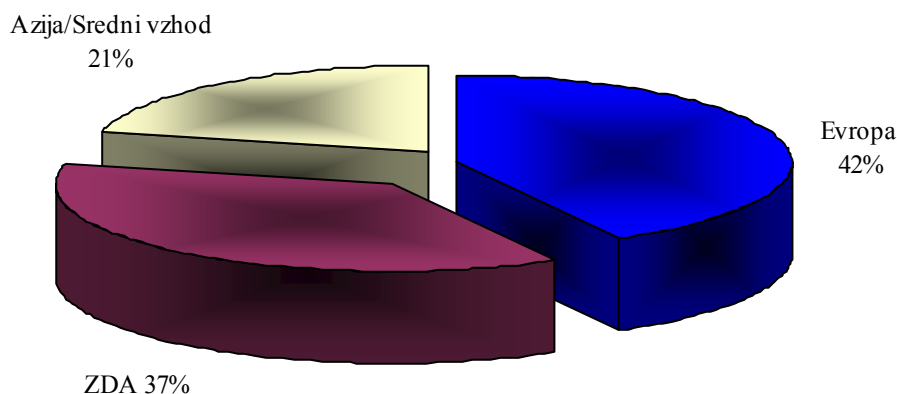
prodali in za to dobili realno ceno. V primeru manjše likvidnosti bi moral investor prodati vrednostni papir po nižji ceni, kot pa če je vrednosti papir likviden.

Slika 3: Razdelitev glede na vrsto investitorja v evroobveznico USD 2001



Vir: Interni viri Ministrstva za finance RS.

Slika 4: Geografska distribucija v evroobveznico USD 2001



Vir: Interni viri Ministrstva za finance RS.

Pričakovano je bilo največje povpraševanje iz Evrope (42 %) in ZDA (37 %), kupci iz Azije in bližnjega vzhoda pa so pokupili 21 % celotne izdaje, kar je največ od vseh izdaj slovenskih evroobveznic. Evroobveznica 2001 je bila najbolj iskana v Švici, prodana pa še v 15-ih državah (Avstralija, Avstrija, Bahami, Egipt, Francija, Nemčija, Hong Kong, Japonska, Južna Koreja, Kuvajt, Luksemburg, Tajvan, Združeni arabski emirati, Velika Britanija, ZDA).

3.3 Evroobveznica DEM 2004

Republika Slovenija je 1997 izdala evroobveznico v nemških markah zaradi možnosti doseganja nižjega kupona kot v USD ter zaradi obveznosti odplačil zapadlega dolga v DEM. Za izdajo evroobveznic DEM 2004 je Slovenija izbrala Dresdner Bank AKG in CS First Boston. Podlaga za izdajo evroobveznice DEM 2004 je bil Zakon o zagotovitvi sredstev za potrebe RS v obdobju začasnega financiranja (Uradni list RS, št. 31/97). Evroobveznice so bile odobrene s strani vlade dne 5. 6. 1997.

Republika Slovenija je prinosniško evroobveznico DEM 2004 izdala v vrednosti 400 mio DEM, ki je bila razdeljena na 400.000 delov, vsak vreden 1.000 DEM. Če so se obresti nanašale na obdobje krajše od enega leta, se računa obresti na osnovi leta, ki ima 360 dni, sestavljenih iz 12 mesecev po 30 dni. Glavnica evroobveznice je bila v celoti plačana ob dospelosti 16. 6. 2004. Med pomembnejše podatke o evroobveznici sodi tudi klavzula, ki določa, da Slovenija brez soglasja imetnikov obveznic ne sme izdati nobenemu drugemu upniku ugodnejšega zavarovanja, kot ga daje kupcem evroobveznic (t. i. klavzula Negative Pledge).

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*
Kreditna ocena	A3/A/A-	Pravica do predčasnega odkupa	Ne
Dospelost	16. 6. 2004	Organizator prodaje	Dresdner Bank AKG in CS First Boston
Kuponska obrestna mera	5,75 %	Borzna kotacija	Frankfurt
Plačilo obresti	letno (16. 6.)	Pravo	Nemško
Cena reodkupa (Re-offer price)	98,693 %	Namen	Financiranje proračuna RS

* Nemška državna obveznica z enakim dospeljem.

Vir: Interni viri Ministrstva za finance RS.

Struktura sindikata:

Organizatorja (Bookrunners):

Dresdner Kleinwort Benson in CS First Boston (vsak po 40,5 % = 81 %)

So-vodilni organizatorji (Co-lead Managers):

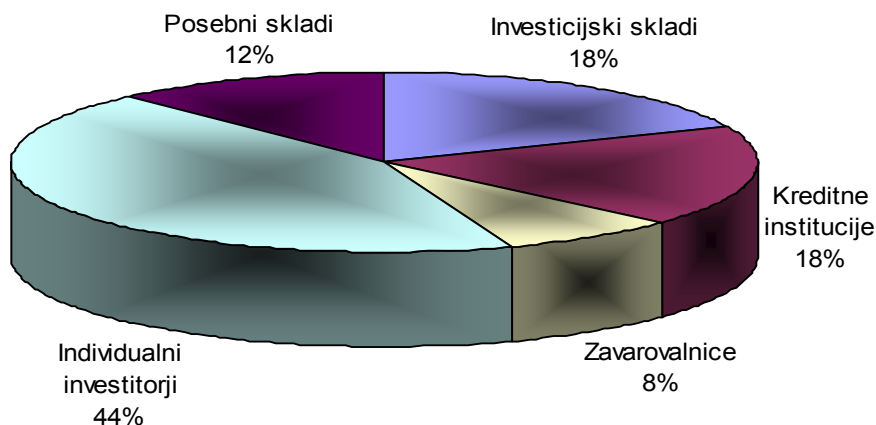
J. P. Morgan, Deutsche Bank AG, Lehman Brothers Bankhaus AG, Societe Generale S.A., Salomon Brothers (vsak po 2 % = 10 %)

So-organizatorji (Co-Managers):

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

Tudi pri tej evroobveznici je bilo prisotno veliko povpraševanje, ker je zasluga visoke kreditne ocene Slovenije, ki jih dajejo tri vodilne agencije za ocenjevanje kreditne sposobnosti Standard & Poor's (A), Moody's (A3) in IBCA (A-). Za veliko povpraševanje so zaslužne tudi predstavitve (roadshows) v Londonu, Zurichu in Frankfurtu, poleg tega je bilo celotno dogajanje dobro medijsko pokrito, v Londonu in Frankfurtu pa sta bili tudi novinarski konferenci.

Slika 5: Razdelitev glede na vrsto investitorja v evroobveznico DEM 2004

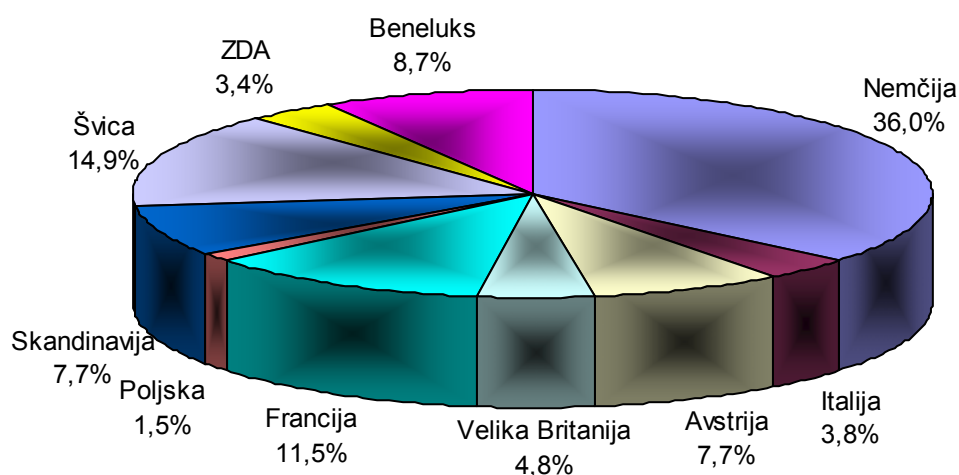


Vir: Interni viri Ministrstva za finance RS.

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, kot pri evroobveznici USD 2001.

Od izvenevropskih držav so udeležene le ZDA (3,4 %). Za to evroobveznico ni bilo povpraševanja v azijskih državah. Ker je evroobveznica izdana v DEM so seveda države, ki poslujejo s to valuto, povpraševale več kot ostale države.

Slika 6: Geografska distribucija v evroobveznico DEM 2004



Vir: Interni viri Ministrstva za finance RS.

3.4 Evroobveznica EUR 2005

Republika Slovenija je maja 1998 izdala evroobveznico v ECU-jih v vrednosti 500 mio ECU. Ob vzpostavitvi evra 1. 1. 1999 se je dolg avtomatsko konvertiral v evro v razmerju 1 : 1. Za izdajo evroobveznice je država izbrala Morgan Securities Ltd. in Paribas. Kot pri evroobveznici USD 2001 je bilo tudi pri tej izdaji povpraševanje veliko večje od ponudbe, zato je bil prvotni znesek 400 mio ECU povečan na 500 mio ECU, da bi zadostili povpraševanju. Prvotno je bilo načrtovano, da se bo cena oblikovala pri 60 bazičnih točkah nad primerljivimi obveznicami Francije, toda veliko povpraševanje je vplivalo tudi na to ceno, ki se je zmanjšala na 57 bazičnih točk.

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 (EUR)	35 b. t.
Vrsta obveznice	Evroobveznica	Referenčna obveznica	EKU OAT 7,5 % 2005
Kreditna ocena	A3/A/A-	Pravica do predčasnega odkupa	Ne
Dospelost	27. 5. 2005	Organizator prodaje	J. P. Morgan in Paribas
Kuponska obrestna mera	5,375 %	Borzna kotacija	Luksemburg
Plačilo obresti	letno (27. 5.)	Pravo	Angleško
Cena reodkupa (Re-offer price)	99,63 %	Namen	Predčasno odplačilo NFA obveznic serije1, financiranje proračuna RS

Vir: Interni viri Ministrstva za finance RS.

Struktura sindikata

Organizatorja (Bookrunners):	J. P. Morgan in Paribas (vsak po 45 % = 90 %)
So-vodilni organizatorji (Co-lead Managers):	Banca Commerciale Italiana, Barclay Capital Group, CS First Boston, Deutsche Bank AG (vsak 1,25 % = 5 %)
So-organizatorji (Co-Managers):	Banco Portugues de Investimiento S.A., Bank Austria Creditanstalt Group, Credito Italiano, Daiwa Europe, DG Bank, Dresdner Kleinwort Benson, ING Capital Limited, Lehmon Brothers Int., Santander Investment, Societe Generale, (vsak po 0,5 % = 5 %)

Republika Slovenija je z izdajo te evroobveznice spremenila strukturo obstoječega dolga, kar se kaže:

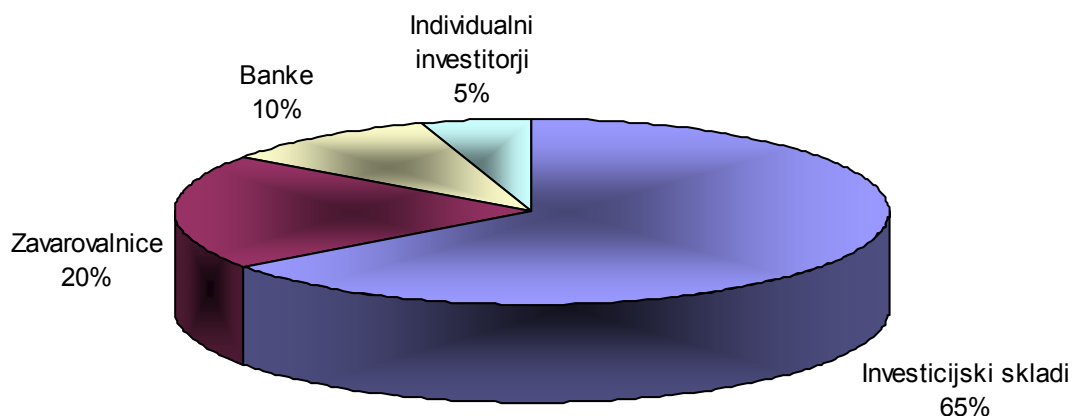
1. v prihranku 10 mio SIT zaradi predčasnega odplačila NFA obveznic serije 1,
2. v večji diverzifikaciji strukture kreditorjev,
3. v spremenjeni valutni strukturi v korist evropske valute,
4. v spremenjeni strukturi obrestne mere v korist fiksne obrestne mere,
5. v enakomernejši odplačilni obremenitvi posameznih mesecev v okviru leta, kakor tudi v enakomernejši obremenitvi posameznih let.

Z izdajo evroobvezice EUR 2005 so tudi dosegli strateške cilje, ki so:

1. izpostaviti RS kot vodilno državo med državami srednje in vzhodne Evrope v procesu pridružitve EU,
2. oblikovati stroškovno učinkovito in likvidno referenčno obrestno mero v novi valuti, ki bo konkuriral dolarskem trgu,
3. poudariti podporo Vlade Republike Slovenije v združitvenem procesu EU,
4. razširiti obstoječi krog evropskih investitorjev.

Med investitorji v evroobveznico EUR 2005 so prevladovali investicijski skladi (65 %), zavarovalnice so kupile 20 % izdaje, banke 10 % in individualni investitorji 5 %. Zanimivo je to, da se struktura investitorjev močno razlikuje od evroobveznice do evroobveznice (Slika 7, str. 33)

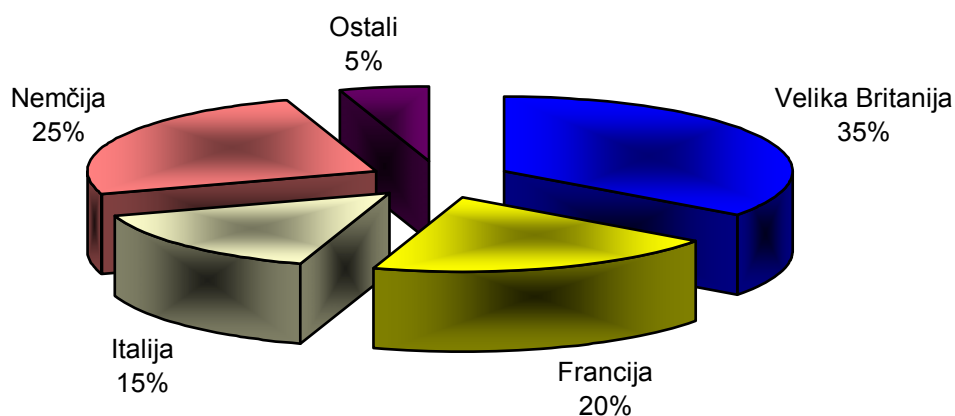
Slika 7: Razdelitev glede na vrsto investitorja v evroobveznico EUR 2005



Vir: Interni viri Ministrstva za finance RS.

Geografska razporeditev kaže (Slika 8), da so EUR 2005 kupili evropski investitorji, ki so leta 1998 tudi najbolj verjeli v uspeh evra. Večina držav, ki je kupila evroobveznico je sprejela evro kot nacionalno valuto. Največji kupec je bila Velika Britanija s 35 %, sledijo ji Nemčija (25 %), Francija (20 %) in Italija (15 %).

Slika 8: Geografska distribucija v evroobveznico EUR 2005



Vir: Interni viri Ministrstva za finance RS.

3.5 Evroobveznica EUR 2009

Republika Slovenija je marca leta 1999 izdala novo serijo evroobveznic, ki pomenijo dodatno zadolževanje slovenske države v tujini za 400 mio EUR. Kuponska obrestna mera znaša 4,875 %, kot referenčna obveznica pa je bila izbrana nemška desetletna državna obveznica, ki bo zapadla leta 2009. Pribitek je pri izdaji evroobveznice EUR 2009 znašal 86 bazičnih točk nad referenčno nemško državno obveznico.

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	Organizator prodaje	CS First Boston in Moran Stanley Dean Witter
Kuponska obrestna mera	4,875 %	Borzna kotacija	Luksemburg
Plačilo obresti	letno (18. 3.)	Pravo	Angleško
Cena reodkupa (Re-offer price)	99,165 %	Namen	Financiranje proračuna RS

Vir: Interni viri Ministrstva za finance RS.

Struktura sindikata

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

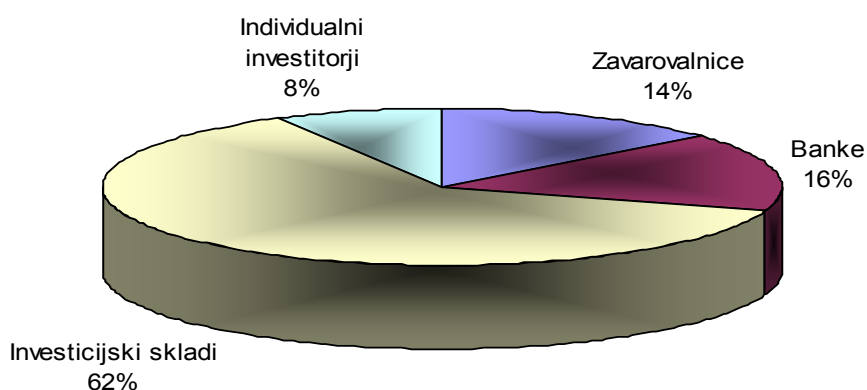
So-organizatorji (Co-Managers): ABN AMRO, DG Bank, CDC Marches, J. P. Morgan Securities Ltd., Union Bancaire Privee, Erste Bank, Paribas, Commerzbank Aktiengesellschaft (vsak po 1,25 % = 10 %).

Slovenska država tokrat ni dosegla novega mejnika v doseganju najnižjega pribitka nad referenčno obveznico, kajti razmere na trgu so se spremenile. Prejšnja leta so bila ugodna za izdajo evroobveznic, saj so bili pribitki nad obrestno mero držav z boljšo boniteto manjši. Konec avgusta 1998 je poslovni svet zajela finančna kriza, ki se je širila iz Azije v Rusijo in naprej še v Južno Ameriko. Slovenija je bila takrat še tranzicijska država, katere so veljale takrat tudi za manj stabilne in zato bolj tvegane. Pribitek pri izdaji evroobveznice EUR 2009 znaša 86 bazičnih točk, medtem ko sta imeli prejšnji dve izdaji pribitek 57 bazičnih točk (EUR 2005) in 43 bazičnih točk (DEM 2004).

Glavno merilo pri izbiri ročnosti je bilo enakomerno razporejanje bremen dolga Republike Slovenije. Drugo merilo pa je bilo gibanje pričakovanega donosa evroobveznic s spreminjanjem njihove ročnosti. RS je imela dve možnosti: ali ponovno izda evroobveznico v evrih ali pa v ameriških dolarjih. Glavni kriterij za izbiro je cena zadolževanja, ki pa je bila pri evrih nižja kot pri dolarjih. Pomembno pa je tudi merilo optimizacije portfelja dolgov RS z vidika valutne strukture. Leta 1999 se je evro že pokazal kot enakovreden partner ameriškemu dolarju po obsegu izdaj obveznic. V letu 1999 je bilo od vseh izdaj obveznic 26,344 % denominiranih v ameriških dolarjih, 56,800 % v evrih, 11,094 % v angleških funtih, 3,129 % v jenih in preostalih 3 % v drugih valutah (kanadski dolar, avstralski dolar, švicarski frank, ...) (USB Warburg, 2001).

Evroobveznice EUR 2009 so bile izdane v vrednosti 1.000 evrov, 10.000 evrov in 100.000 evrov, kuponi pa so bili dodani ob izdaji. Obveznice posamezne denominacije niso zamenljive za obveznice druge denominacije.

Slika 9: Razdelitev glede na vrsto investitorja v evroobveznico EUR 2009

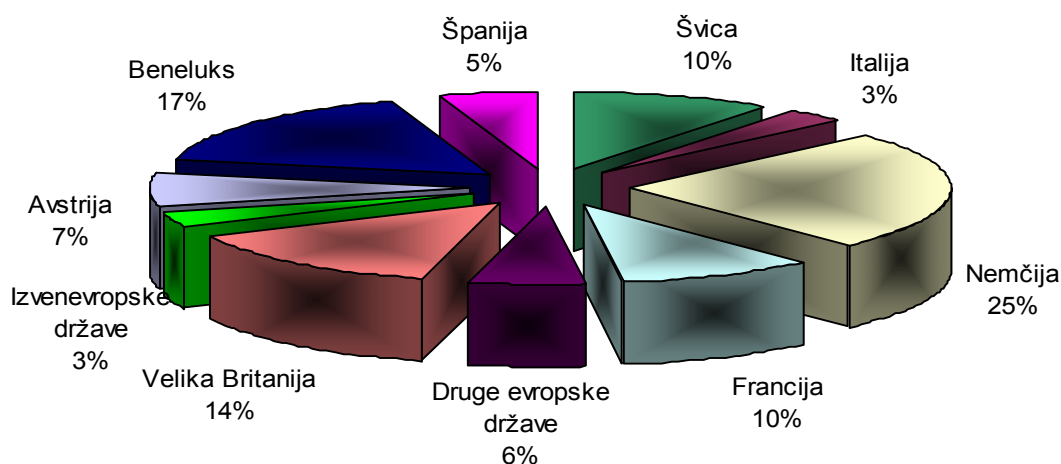


Vir: Interni viri Ministrstva za finance RS.

Tako kot pri prejšnji izdaji, so tudi tokrat odkupili največji delež emisije investicijski skladi (62 %), tem so sledile banke (16 %), zavarovalnice (14 %) in individualni investitorji z 8-odstotno udeležbo.

Slika 10 kaže, da so le okoli 3 % vseh obveznic kupili investitorji izven Evrope, kar 97 % evroobveznic pa so kupili evropski investitorji. Največ evroobveznic je bilo prodanih v Nemčijo, Beneluks in Veliko Britanijo. Za razliko od EUR 2005 je bila evroobveznica EUR 2009 prodana v več držav, geografska razpršenost je bila tako večja od predhodne evroobveznice.

Slika 10: Geografska distribucija v evroobveznico EUR 2009



Vir: Interni viri Ministrstva za finance RS.

3.6 Evroobveznica EUR 2010

Leta 2000 se je Republika Slovenija znova zadolžila na mednarodnem trgu kapitala z izdajo evroobveznice EUR 2010 v višini 400 mio EUR. Ta zadolžitev je potekala samo leto kasneje od prejšnje izdaje, vendar so se med tem pogoji za zadolžitev poslabšali. V primerjavi EUR 2009 z EUR 2010 je cena zadolžitve za eno odstotno točko večja pri zadnji obveznici. Razlog za dražjo zadolžitev je bila tudi 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, 2000, str. 26).

Iz zornega kota pribitka za kreditno tveganje se je cena vira sredstev v letu dni, kolikor je minilo od prejšnje izdaje evroobveznic, relativno veliko znižala. Pri izdaji evroobveznic RS leta 1999 je prihodek v donosu evroobveznice nad donosom primerljive tuje obveznice, v katerem se odseva pripravljenost investitorjev prevzemati večje kreditno tveganje izdajateljice, znašal 86 bazičnih točk. Pri novi obveznici je ta prihodek znašal le 73 bazičnih točk. Ob tej razliki v prihodkih je očitno, da si je RS v letu dni pridobila dodatno zaupanje tujih investitorjev in vsaj deloma izpolnila pričakovanja glede vstopa v EU (Treven, Zupančič, 2000, 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	Organizator prodaje	Deutsche Bank in BNP Paribas
Kuponska obrestna mera	6 %	Borzna kotacija	Luksemburg
Plačilo obresti	letno (24. 3.)	Pravo	Angleško
Cena reodkupa (Re-offer price)	99,495 %	Namen	Financiranje proračuna RS

* Nemška državna obveznica.

Vir: Interni viri Ministrstva za finance.

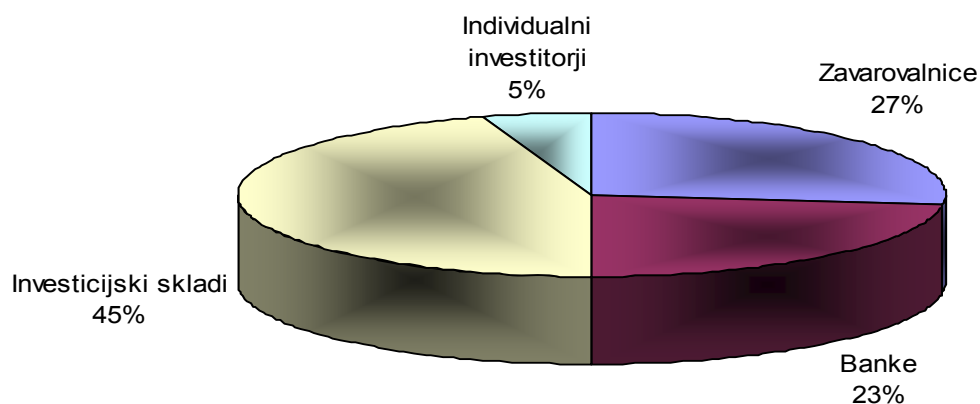
Struktura sindikata

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

So-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 %).

Evroobveznica je denominirana po 1.000, 10.000 in 100.000 EUR. Obveznice posamezne denominacije niso zamenljive za obveznice druge denominacije.

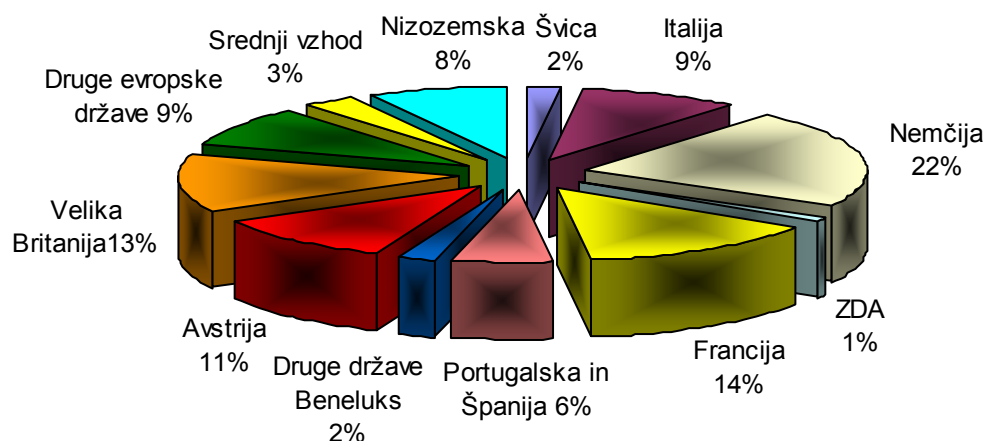
Slika 11: Razdelitev glede na vrsto investitorja v evroobveznico EUR 2010



Vir: Interni viri Ministrstva za finance RS.

Pri tokratni izdaji evroobveznic so bili bolj prisotne zavarovalnice, ki so kupile 27 odstotkov celotne izdaje. Na drugi strani pa se je zmanjšala prisotnost investicijskih skladov, ki so pokupili 45 odstotkov izdaje, kar pa je 17 odstotnih točk manj kot pri prejšnji izdaji.

Slika 12: Geografska distribucija v evroobveznico EUR 2010



Vir: Interni viri Ministrstva za finance RS.

Zanimanje za to evroobveznico je bilo veliko predvsem v severni Evropi. Evroobveznico EUR 2010 so kupovali predvsem evropski investitorji (96 %), kot vse predhodne evroobveznice denominirane v evrih. Ostali 4 odstotki so bili prodani v offshore ZDA in Srednji vzhod. Največji geografski investitor je bila Nemčija z 22 odstotki. Nemčija se pojavlja zmeraj med največjimi kupci naših evroobveznic, velikokrat tudi kot največji.

Zaradi potreb po financiranju proračuna v začetku leta 2001 je Republika Slovenija izvedla dodatno izdajo obveznice EUR 2010 (re-offer). Postopek dodatne izdaje 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. Republika Slovenija se je odločila za dodatno izdajo ravno 10-letne obveznice 2010, ker se je v času dodatne izdaje z obveznico EUR 2010 najbolj aktivno trgovalo na trgu in sta bila dosežena najugodnejša cena izdaje (103,42 %) in donos (5,51 %). Slaba stran pa je, da je potrebno do dospelosti (24. 3. 2010) plačevati visok kupon. Dodatna izdaja obveznice je znašala 100 mio EUR.

Tabela 10: Osnovni podatki o dodatni izdaji evroobveznice EUR 2010

Znesek izdaje	100 mio EUR	Marža (Re-offer spread)	79 b. t.
Datum izdaje	14. 2. 2001	Donosnost (Re-offer yield)	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	Organizator prodaje	Deutsche Bank in BNP Paribas
Kuponska obrestna mera	6 %	Borzna kotacija	Luksemburg
Plačilo obresti	letno (24. 3.)	Pravo	Angleško
Cena reodkupa (Re-offer price)	103, 42 %	Namen	Financiranje proračuna RS

Vir: Interni viri Ministrstva za finance RS.

3.7 Evroobveznica EUR 2011

Leta 2001 se je RS odločila, da izda še eno evroobveznico za financiranje proračuna Republike Slovenije. Evroobveznica je bila namenjena tudi poplačilu 325 mio USD glavnice evroobveznice, ki je dospela avgusta 2001 in prestrukturiranju portfelja v korist evra (denarni pregled slovenskega realnega sektorja, 2001). Zanimanje za to evroobveznico je bilo veliko kot pri vseh slovenskih evroobveznicah, saj je povpraševanje po obveznicah za enkrat preseglo ponudbo. Republika Slovenija je najprej hotela izdati evroobveznice v vrednosti 400 mio EUR, vendar je zaradi velikega povpraševanja povečala izdajo na 450 mio EUR.

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 b. t.
Vrsta obveznice	Evroobveznica	Referenčna obveznica	BDR 5,25 %, januar 2011
Kreditna ocena	A2/A/A	Pravica do predčasnega odkupa	Ne
Dospelost	11. 4. 2011	Organizator prodaje	J.P.Morgan Securities Ltd in UBS Warburg
Kuponska obrestna mera	5,375 %	Borzna kotacija	Luksemburg
Plačilo obresti	letno (11. 4.)	Pravo	Angleško
Cena reodkupa (Re-offer price)	98,438 %	Namen	Financiranje proračuna RS

Vir: Interni viri Ministrstva za finance RS.

Struktura sindikata

Organizatorja (Bookrunners):

J. P. Morgan Securities Ltd. in UBS Warburg

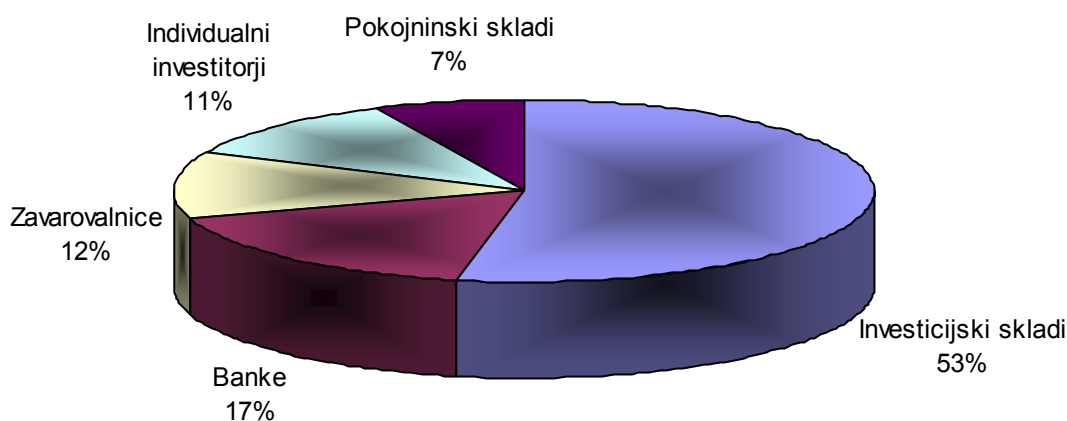
(vsak po 46,1 % = 92,2 %).

So-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 %)

Za leto 2001 je značilno, da se je poslabšala »klima« na finančnih trgih, predvsem zaradi neugodnih gibanj v Turčiji in Argentini. Posledično se je zvišal splošni nivo marž na sekundarnem trgu, predvsem za razvijajoča gospodarstva. Zato je bila marža EUR 2011 nekoliko višja, kot je bila načrtovana ob začetku priprave izdaje. Veliko povpraševanje po EUR 2011 pa je znižalo začetno ceno obveznice iz 89 bazičnih točk na 87 bazičnih točk v samo enem tednu po izdaji evroobveznice. Velikemu povpraševanju so pripomogle tudi potujoče predstavitve v Londonu, Frankfurtu, Münchnu, Parizu, Milanu, Amsterdamu in Kopenhagenu, pri prvih štirih je sodeloval tudi takratni finančni minister.

Že začetna cena, ki je znašala 89 bazičnih točk nad primerljivo nemško obveznico, je bila za nekatere komentatorje prenizka. Vendar se je kasneje pokazalo, da je bila previsoka in se je spustila na 87 bazičnih točk. To pa tudi pomeni, da na slovenski finančni trg ni veliko vplivala finančna nestabilnost v Turčiji in Argentini, in da so finančni trendi v Sloveniji bližji nemškim trendom kot pa trendom v Turčiji in Argentini (tranzicijski državi).

Slika 13: Razdelitev glede na vrsto investitorja v evroobveznico EUR 2011

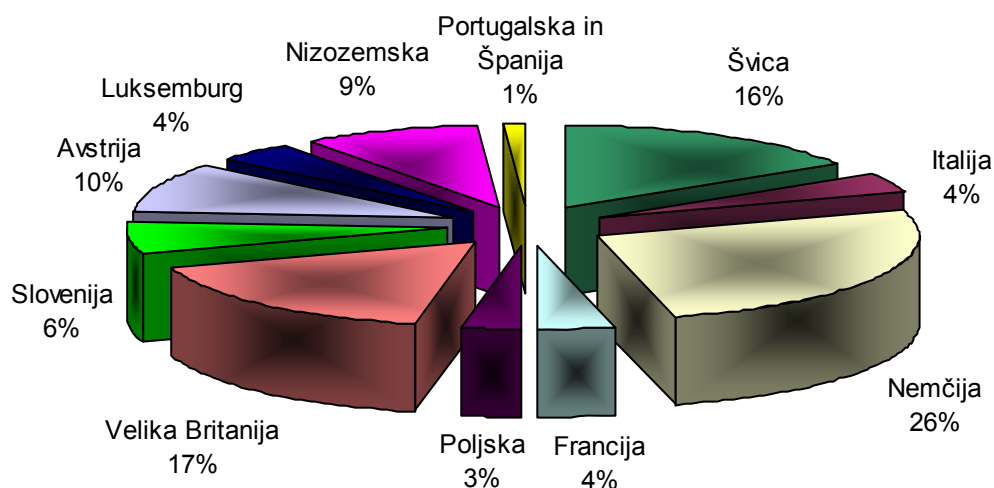


Vir: Interna gradiva Ministrstva za finance RS.

Kot pri vsaki izdaji (razen DEM 2004) so tudi pri EUR 2011 prevladovali investicijski skladi, pojavi pa se tudi nova kategorija, to so pokojninski skladi, ki pri prejšnjih izdajah

niso sodelovali oz. niso sodelovali v tako velikem številu. Pokojninski skladi so pokupili kar 7 % celotne izdaje.

Slika 14: Geografska distribucija v evroobveznico EUR 2011



Vir: Interna gradiva Ministrstva za finance RS.

Evroobveznica EUR 2011 je bila prodana izključno evropskim investitorjem. Največje investitorke so bile tokrat Nemčija, Velika Britanija, Švica, Avstrija in Nizozemska. Prvič se je kot eden večjih investitorjev pojavila Slovenija. Slovenski investitorji so pokupili kar 6 % izdaje, kar je največ od vseh izdaj slovenskih evroobveznic.

4 Sklep

Evroobveznica je zelo pomemben del evrovalutnega trga in tudi mednarodnega trga kapitala. Evroobveznica se je tako razširila na mednarodnem trgu predvsem zaradi svoje značilnosti, da ne spada pod neposredni nadzor kakšne države, vendar kljub pomanjkanju regulativ obstajajo pravila, ki pa večinoma niso nič manj stroga od regulativ razvitih nacionalnih trgov. Da bi zagotovili učinkovit in odprt trg za izdajanje in trgovanje z evroobveznicami, se trg samoregulira. Pomembna značilnost, ki je tudi pripomogla k popularnosti evroobveznic, je, da so evroobveznice oproščene plačila akontacije davka na kapitalski dobiček, saj so tako lahko konkurenčne drugim obveznicam, ker jim ni treba dvakrat plačati davka.

Slovenska vlada se je z izdanimi evroobveznicami pokazala kot igralec na mednarodnem trgu kapitala. S tem se je tudi povečala prepoznavnost Slovenije v svetu. Slovenija je začela izdajati evroobveznice leta 1996 in nato je izdala vsako leto po eno, do vključno leta 2001. Vsaka izdaja je bila velik uspeh, saj je skoraj vsakič povpraševanje nekajkrat preseglo ponudbo. Zaradi tega velikega povpraševanja je lahko Republika Slovenija povečala izdajo in zmanjšala ceno zadolžitve. Kreditni rating Slovenije je skozi leta narasel iz A3/A/A- (NFA obveznica Republike Slovenije, 1996) na A2/A/A (evroobveznica EUR 2011). Prepoznavnost in razvoj Slovenije je opazen tudi na ceni zadolžitve na slovenskih evroobveznicah. Cena zadolžitve je večinoma padala, narasla je samo v času turške in argentinske finančne nestabilnosti, ki se je poznala na vseh razvijajočih se trgih. Vendar ta gibanja niso pomembno vplivala na naš finančni trg, kar pomeni, da so bili slovenski trendi na finančnem trgu že leta 2001 bolj podobni nemškim (razvitim državam) kot tranzicijskim državam.

Literatura

1. Aleksič Milojka: Pomen mednarodnih ratingov. Bančni vestnik, Ljubljana, 47(1998), 10, str. 22-23.
2. Melnik Arie, Nissim Doron: Liquidity and Issue Costs in the Eurobond Market: The Effects of Market Integration. 30 str. [URL: <http://www.icer.it/docs/wp2004/Melnik3-04.pdf>], februar 2004.
3. Baša Mitja: Obrestne mere in donosnosti obveznic v Republiki Sloveniji. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 59 str.
4. Berdnik Mojca: Razgrabljene slovenske evroobveznice. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 45(1996), 10, str. 13.
5. Bobek Damijan: Tveganje pri naložbah v evroobveznice. Diplomsko delo. Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta, 2004. 58 str.
6. Brigham F. Eugene, Houston F. Joel: Fundamentals of financial management, Eight edition. Orlando : The Dryden Press, 1998. 898 str.
7. Brigham Eugene F., Houston F. Joel: Fundamentals of Financial Management. Ninth International Edition. Orlando : The Dryden Press, 1999. 641 str.
8. Eiteman K. David, Moffet H. Michael, Stonehill I. Arthur: Multinational business finance. Ninth edition. Boston : Addison-Wesley, 2001. 694 str.
9. Fisher G. Frederick: The eurodollar bond market. London : Euromoney, 1979. 200 str.
10. Grabbe J. Orlin: International financial markets. Second edition. New York : Elsevier, 1991. 421 str.
11. Kollo Michael G., Sharpe Ian G.: Relationships and underwriter spreads in the eurobond floating rate note market, University of New South Wales. 28 str. [URL: [http://fmg.lse.ac.uk/upload_file/196_Kollo%20and%20Sharpe%20\(2003\).pdf](http://fmg.lse.ac.uk/upload_file/196_Kollo%20and%20Sharpe%20(2003).pdf)], 2003.
12. Kovač Simona: Rating agencije in verodostojnost rating ocen. Bančni vestnik, Ljubljana, 51(2002),12, str. 7-9.
13. Mrak Mojmir: Mednarodne finance. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 682 str.
14. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2004. 205 str.

15. Treven Mateja, Zupančič N. Lotti: Kdo kupuje slovenske evroobveznice?. Bančni vestnik, Ljubljana, 49(2000), 4, str. 26-28.
16. Valdez Stephan: An introduction to global financial markets. Third edition. Basingstoke : Macmillan, 2000. 386 str.
17. Van Horne: Osnove finančnega menedžmenta. Zagreb : Mate, 2002. 773 str.
18. Zbašnik Dušan: Mednarodni finančni management. Maribor : Ekonomsko-poslovna fakulteta, 1994. 264 str.
19. Zupančič N. Lotti: Predčasno poplačilo oziroma redokup evroobveznic Republike Slovenije. Bančni vestnik, Ljubljana, 47(1998), 6, str. 40.

Viri

1. Denarni pregled slovenskega realnega sektorja. 8 str. [URL: http://www.bsi.si/html/arc/denarni_pregled/letnik2001/julij2001/poglavje3.pdf], julij 2001.
2. Eber Marija: Evroobveznice Republike Slovenije. Seminarska naloga pri predmetu Mednarodne poslovne finance. Maribor : Ekonomsko-poslovna fakulteta Maribor, 2001. 67 str.
3. History of IPMA. London : International Primary Market Association. [URL: http://www.ipma.org.uk/ne_index.asp], januar 2006.
4. Interni viri Ministrstva za finance Republike Slovenije.
5. Poročilo o predčasnem odplačilu NFA – obveznic serije 1, 1998.
7. UBS Warburg. Eurobonds issue from 1998 to 2000. Source: Capital Data. Bondware, 2001.
8. Zakon za izvrševanje proračuna Republike Slovenije - ZIPro (Uradni list RS, št. 5/96).
9. Zakon o prevzemu dolga po novem finančnem sporazumu (Uradni list RS, št. 14/96).
10. Zakon o zagotovitvi sredstev za potrebe RS v obdobju začasnega financiranja (Uradni list RS, št. 31/97).

Slovar

Bid-Offer spread -	Razlika med ponujeno in povpraševano ceno.
Callable Eurobond -	Evroobveznice z možnostjo predčasnega odkupa.
Closing day -	Zaključni dan.
Co-managers -	So-organizatorji.
Convertible Eurobond -	Zamenljive evroobveznice.
Cupon Eurobond -	Evroobveznice s kuponi.
Current yield -	Tekoča donosnost.
Fiscal agent -	Fiskalni agent.
Fixed price reoffer -	Metoda primarne izdaje.
Floating-rate note -	Obveznica s spremenljivo obrestno mero.
Forward market -	Terminski trg.
Lead manager -	Vodilni manager.
Leading and lagging -	Usklajevanje denarnih tokov.
Nominal yield -	Nominalna donosnost.
Official offering date -	Uradni ponudbeni datum.
Perpetual Eurobond -	Evroobveznice brez dospetja.
Principal paying agent -	Glavni plačilni agent.
Puttable Eurobond -	Evroobveznice z možnostjo predčasne vrnitve izdajatelju.
Red-herring -	Prospekt (prekajen slanik).
Re-offer -	Dodatna izdaja.
Roadshow -	Predstavitve.
Selling group -	Prodajna skupina.
Subscription period -	Obdobje vpisovanja obveznic.
Swap -	Valutna zamenjava.
Syndicate long -	Dolga pozicija.
Syndicate short -	Kratka pozicija.
Target rate -	Ciljna tarifa.
The bought deal -	Reodkup oz. refinanciranje evroobveznic.
Total rate of return -	Celotna donosnost.
Underwriting group -	Skupina zastopnikov.
Withholding tax -	Davek po odbitku

Yield to call (YTC) - Donosnost do odpoklica.

Yield to Maturity (YTM) - Donosnost do dospelja.

Zero-coupon Eurobond - Evroobveznice brez kuponov.

**Priloga 1: 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	%	Št. izdaj	%	Znesek v mio USD	%	Št. izdaj	%	Znesek v mio USD	%	Št. izdaj	%
A-OCENA	394,106.3	65.88%	2,125	67.57%	541,366.9	60.90%	2,912	62.70%	528,751.5	61.97%	3,542	64.68%
Aaa	165,018.2	27.58%	803	25.53%	160,277.2	18.03%	769	16.56%	136,696.4	16.02%	1,023	18.68%
Aa	160,208.7	26.78%	1,010	32.11%	261,558.4	29.42%	1,549	33.35%	245,056.5	28.72%	1,758	32.10%
Aa1	21,965.1	3.67%	194	6.17%	34,236.3	3.85%	299	6.44%	43,456.4	5.09%	452	8.25%
Aa2	43,920.9	7.34%	257	8.17%	75,579.1	8.50%	363	7.82%	62,851.5	7.37%	406	7.41%
Aa3	94,322.6	15.77%	559	17.77%	151,742.9	17.07%	887	19.10%	138,748.5	16.26%	900	16.44%
A	68,879.3	11.51%	1,010	32.11%	119,531.2	13.45%	594	12.79%	146,998.4	17.23%	761	13.90%
A1	26,111.1	4.36%	123	3.91%	50,417.1	5.67%	235	5.06%	55,005.2	6.45%	307	5.61%
A2	28,670.8	4.79%	123	3.91%	47,617.0	5.36%	242	5.21%	54,187.0	6.35%	303	5.53%
A3	14,097.3	2.36%	66	2.10%	21,497.0	2.42%	117	2.52%	37,806.2	4.43%	151	2.76%
B-OCENA	54,949.3	9.19%	242	7.69%	76,720.03	8.63%	423	9.11%	78,255.8	9.17%	343	6.26%
Baa	18,441.2	3.08%	120	3.82%	37,843.2	4.26%	200	4.31%	42,908.2	5.03%	163	2.98%
Baa1	6,290.9	1.05%	41	1.30%	12,664.8	1.42%	60	1.29%	13,058.7	1.53%	44	0.80%
Baa2	5,306.8	0.89%	25	0.79%	17,296.8	1.95%	48	1.03%	20,742.3	2.43%	60	1.10%
Baa3	6,843.4	1.14%	54	1.72%	7,881.5	0.89%	92	1.98%	9,107.1	1.07%	59	1.08%
Ba	4,043.5	0.68%	30	0.95%	9,606.8	1.08%	104	2.24%	10,440.6	1.22%	92	1.68%
Ba1	3,073.6	0.51%	16	0.51%	7,527.4	0.85%	48	1.03%	5,820.6	0.68%	38	0.69%
Ba2	419.9	0.07%	6	0.19%	1,130.2	0.13%	26	0.56%	2,885.6	0.34%	33	0.60%
Ba3	549.8	0.09%	8	0.25%	949.1	0.11%	30	0.65%	1,734.3	0.20%	21	0.38%
B	32,464.6	5.43%	92	2.93%	29,269.9	3.29%	119	2.56%	24,907.0	2.92%	88	1.61%
B1	13,232.4	2.21%	39	1.24%	18,048.8	2.03%	64	1.38%	13,335.2	1.56%	30	0.55%
B2	14,435.1	2.41%	31	0.99%	8,627.2	0.97%	44	0.95%	7,158.8	0.84%	43	0.79%
B3	4,797.0	0.80%	22	0.70%	2,593.8	0.29%	11	0.24%	4,412.9	0.52%	15	0.27%
C-OCENA	4,360.5	0.73%	25	0.79%	6,478.1	0.73%	27	0.58%	4,560.5	0.53%	17	0.31%
Caa	4,360.5	0.73%	25	0.79%	4,820.9	0.54%	23	0.50%	3,932.5	0.46%	14	0.26%
Caa1	2,404.4	0.40%	11	0.35%	4,205.1	0.47%	18	0.39%	3,264.1	0.38%	10	0.18%
Caa2	638.6	0.11%	5	0.16%	615.7	0.07%	5	0.11%	287.5	0.03%	1	0.02%
Caa3	1,317.4	0.22%	9	0.29%	0.0	0.00%	0	0.00%	380.7	0.04%	3	0.05%
Ca	0.0	0.00%	0	0.00%	1,657.2	0.19%	4	0.09%	628.0	0.07%	3	0.05%
C	0.0	0.00%	0	0.00%	0.0	0.00%	0	0.00%	0.0	0.00%	0	0.00%
Brez ocene	5.6	0.001%	1	0.03%	0.0	0.00%	0	0.00%	0.0	0.00%	0	0.00%
Nepoznano	144,828.0	24.21%	752	23.91%	264,432.7	29.75%	1,282	27.61%	241,662.4	28.32%	1,574	28.74%
Skupaj	598,249.8	100%	3,145	100%	888,997.8	100%	4,644	100%	853,230.5	100%	5,476	100%

Vir: UBS Warburg, 2001.

Priloga 2: 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 (road 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, teleksi 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:
 - a) pošlje teleks v katerem povabi potencialne prevzemnike k sodelovanju pri izdaji,
 - b) pošlje teleks v katerem povabi komisionarje za formiranje skupine komisionarjev,
 - c) o nameravani izdaji obvesti svoje podružnice doma in v tujini.

D + 1

- 1) Vodilni organizatorji 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 s 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:
 - a) končne izdaje tiska,
 - b) odmere oz. dodelitve, ki jo bo prevzel posamezni prevzemnik,
 - c) končnega seznama prevzemnikov,
 - d) končnega prospekta.
- 7) Zbiranje vseh informacij, ki so relevantne za postavitve končnih pogojev izdaje na ponudbeni dan.

D + 12 – dan pred ponudbenim dnem

- 1) Sestanek vodilnih finančnikov glavnega managerja, kjer preučujejo različne možnosti pri cenoitvi obveznice.
- 2) Če sestavljajo managersko skupino še co-managerji, opravijo tudi slednji sestanek na temo cenoitve 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 s svojo BID kotacijo, kar pomeni, da aktivno preprečuje padec cene obveznice in s tem tudi neuspešnost izdaje.

2) Priprava končne verzije oglasa.

3) Pregled pogodbenih 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, str. 76.