

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

**ZAMENLJIVE OBVEZNICE IN PRIMERI JAVNIH
IZDAJ V SLOVENIJI**

Ljubljana, marec 2006

MANJA ŠUBIC

IZJAVA

Študentka Manja Šubic izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom mag. Aleša Berka, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih straneh.

V Ljubljani dne 20.3.2006

Podpis:

KAZALO

UVOD.....	1
1. ZNAČILNOSTI ZAMENLJIVE OBVEZNICE	2
1. 1. ZAMENLJIVI VREDNOSTNI PAPIRJI	2
1. 2. DOLOČILA PRI IZDAJI ZAMENLJIVIH OBVEZNIC	5
1. 3. VRSTE ZAMENLJIVIH OBVEZNIC.....	6
1. 4. RAZLOGI ZA IZDAJO ZAMENLJIVIH OBVEZNIC	8
2. ZGODOVINA IN RAZVOJ ZAMENLJIVIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV	11
3. PREGLED TRGOV	12
4. ANALIZA ZAMENLJIVE OBVEZNICE	16
4. 1. IZVRŠITEV ZAMENJAVE Z VIDIKA IZDAJATELJA	16
4. 2. IZVRŠITEV ZAMENJAVE Z VIDIKA OBVEZNIČARJA	19
4. 3. VREDNOST ZAMENLJIVE OBVEZNICE	19
4. 3. 1. Vrednost navadne obveznice	20
4. 3. 2. Vrednost zamenjave	21
4. 3. 3. Vrednost opcije	22
4. 3. MODEL VREDNOTENJA ZAMENLJIVIH OBVEZNIC	25
5. PREDNOSTI IN SLABOSTI ZAMENLJIVE OBVEZNICE.....	27
5. 1. PREDNOSTI IN SLABOSTI ZA IZDAJATELJA.....	27
5. 2. PREDNOSTI IN SLABOSTI ZA OBVEZNIČARJA	28
6. TRG OBVEZNIC V SLOVENIJI IN PRIMERI IZDAJ ZAMENLJIVIH OBVEZNIC	29
6. 1. RAZVITOST SLOVENSKEGA TRGA OBVEZNIC.....	29
6. 2. PRIMERI JAVNIH IZDAJ ZAMENLJIVIH OBVEZNIC V SLOVENIJI.....	30
SKLEP.....	33
LITERATURA.....	35
VIRI.....	36
PRILOGE	1

Uvod

Zamenljiva obveznica je hibridni vrednostni papir, ki vsebuje lastnosti dolžniških in lastniških vrednostnih papirjev. Pred zapadlostjo zamenljive obveznice, se lahko le ta pod določenimi pogoji zamenja v določeno število delnic. Prvič se je pojavila v začetku 19. stoletja na ameriškem kapitalskem trgu, ker so vlagatelji v vrednostne papirje potrebovali spodbudo za vlaganje.

Namen diplomskega dela je predstavitev zamenljive obveznice in njena uporabnost na slovenskem trgu kapitala. Slovenski trg kapitala je še v fazi počasnega razvoja s čimer na trg prihajajo tudi nove oblike vrednostnih papirjev. Zato sem se odločila, da predstavim zamenljivo obveznico kot vrsto hibridnega vrednostnega papirja, ki je v ZDA že dobro poznana.

Diplomsko delo se začne z razlago zamenljivih vrednostnih papirjev, med katere spada tudi zamenljiva obveznica. Na začetku so naštetja določila, ki morajo spremljati vsako izdajo zamenljivih obveznic. Nato so opisane vrste zamenljivih obveznic, ki jih uporabljajo predvsem na ameriškem trgu zamenljivih vrednostnih papirjev. V zadnjem delu prvega poglavja so navedeni razlogi, zakaj se podjetja odločajo za izdajo tovrstnih vrednostnih papirjev.

V drugem poglavju je opisana zgodovina in razvoj zamenljivih vrednostnih papirjev. Opisan je predvsem ameriški trg, kjer se je zamenljiva obveznica najprej pojavila in je danes najbolj razvit. Naslednje poglavje opisuje pregled trgov zamenljivih vrednostnih papirjev. Trgi so razdeljeni na ZDA, Japonsko, Evropo in Azijo-Pacifik.

Najbolj obsežno poglavje je analiza zamenljive obveznice. V predhodnih poglavjih so omenjeni osnovni pojmi pri zamenljivi obveznici, kot so: razmerje zamenjave, cena zamenjave, odkupna cena. V poglavju je razloženo, kdaj pride do zamenjave s strani izdajatelja in kdaj s strani obvezničarja in kdaj izdajatelj lahko tudi pozove k odpoklicu zamenljive obveznice. V nadaljevanju so razložene komponente, ki sestavljajo vrednost zamenljive obveznice. V zadnjem delu četrtega poglavja je opisan model vrednotenja zamenljive obveznice.

V predzadnjem poglavju je naštetih nekaj pomembnejših prednosti in slabosti, ki jih ima zamenljiva obveznica za izdajatelja in za obvezničarja. V zadnjem poglavju je na kratko opisan trg navadnih obveznic v Sloveniji in predstavitev primerov javnih izdaj zamenljivih obveznic.

1. Značilnosti zamenljive obveznice

1. 1. Zamenljivi vrednostni papirji

Zamenljivi vrednostni papirji so obveznice in prednostne delnice, ki se lahko zamenjajo v delež izdanih navadnih delnic podjetja, in sicer pod določenimi pogoji. Postopek zamenjave je možen le enkrat v življenju vrednostnega papirja. Pri obveznici zamenljiv vrednostni papir zagotavlja obvezničarju fiksno oziroma stalno plačevanje obresti, pri prednostni delnici pa določene dividende (Francis, 1988, str. 34).

Zamenljiva obveznica (*ang. convertible bond*) spada k mešanim ali hibridnim vrednostnim papirjem, ki zajema tudi lastnosti izvedenih finančnih instrumentov. Značilnost takih vrednostnih papirjev je, da so kombinacija dolžniških in lastniških vrednostnih papirjev. Zamenljiva obveznica je sestavljena iz dolžniškega vrednostnega papirja, katerega predstavlja navadna obveznica, in lastniškega vrednostnega papirja, ki je navadna delnica. Ime je dobila po svoji glavni značilnosti, to je zamenljivosti obveznice v delnice (Francis, 1988, str. 35).

Zamenljiva obveznica je v določenem pomenu nadomestilo za delnico. V primerjavi z delnico ima to prednost, da je obvezničar tega papirja zavarovan pred izgubo premoženja zaradi padca tečaja delnic. Po drugi strani pa je deležen vseh pozitivnih finančnih učinkov, ki jih prinaša zvišanje tečaja vrednosti delnice. Dokler ima obvezničar svoje premoženje v zamenljivi obveznici, dobiva obresti, medtem ko je donos od naložbe v delnico podjetja bolj tvegan (Ribnikar, 1990, str. 368).

V omenjeni mešani vrednostni papir je vpeljan še izvedeni finančni instrument v obliki nakupne opcije. Pravico do izvedbe nakupne opcije imata imetnik obveznice kakor tudi izdajatelj obveznic. Pri obvezničarju se izraža v možnosti zamenjave obveznice v delnico kadarkoli do dospetja obveznice. Pri izdajatelju pa se izraža v možnosti poziva k odpoklicu zamenljive obveznice, navadno po poteku določenega časa.

Opcija na zamenjavo instrumenta v navadno delnico dovoljuje vlagatelju zamenljivih vrednostnih papirjev, da po zamenjavi uživa enako povišanje v ceni kot lastniki navadnih delnic oziroma lastniki lastniškega kapitala (Francis, 1988, str. 34).

Imetnik zamenljivega vrednostnega papirja je po postopku zamenjave v navadno delnico podjetja kot lastnik podjetja udeležen pri ugodnostih, ki izhajajo iz povečanja podjetniških dohodkov, kakršne imajo ponavadi le lastniki navadnih delnic, če prodajo delnico po višji ceni. Imetje zamenljivih vrednostnih papirjev prinaša zagotovljen stalen oziroma fiksni donos, dokler ne napoči čas, ko zamenjave zamenljivega vrednostnega papirja v navadno

delnico prinese dobiček. Zadnji korak vlagatelja je prodaja navadne delnice in pridobitev kapitalskega dobička.

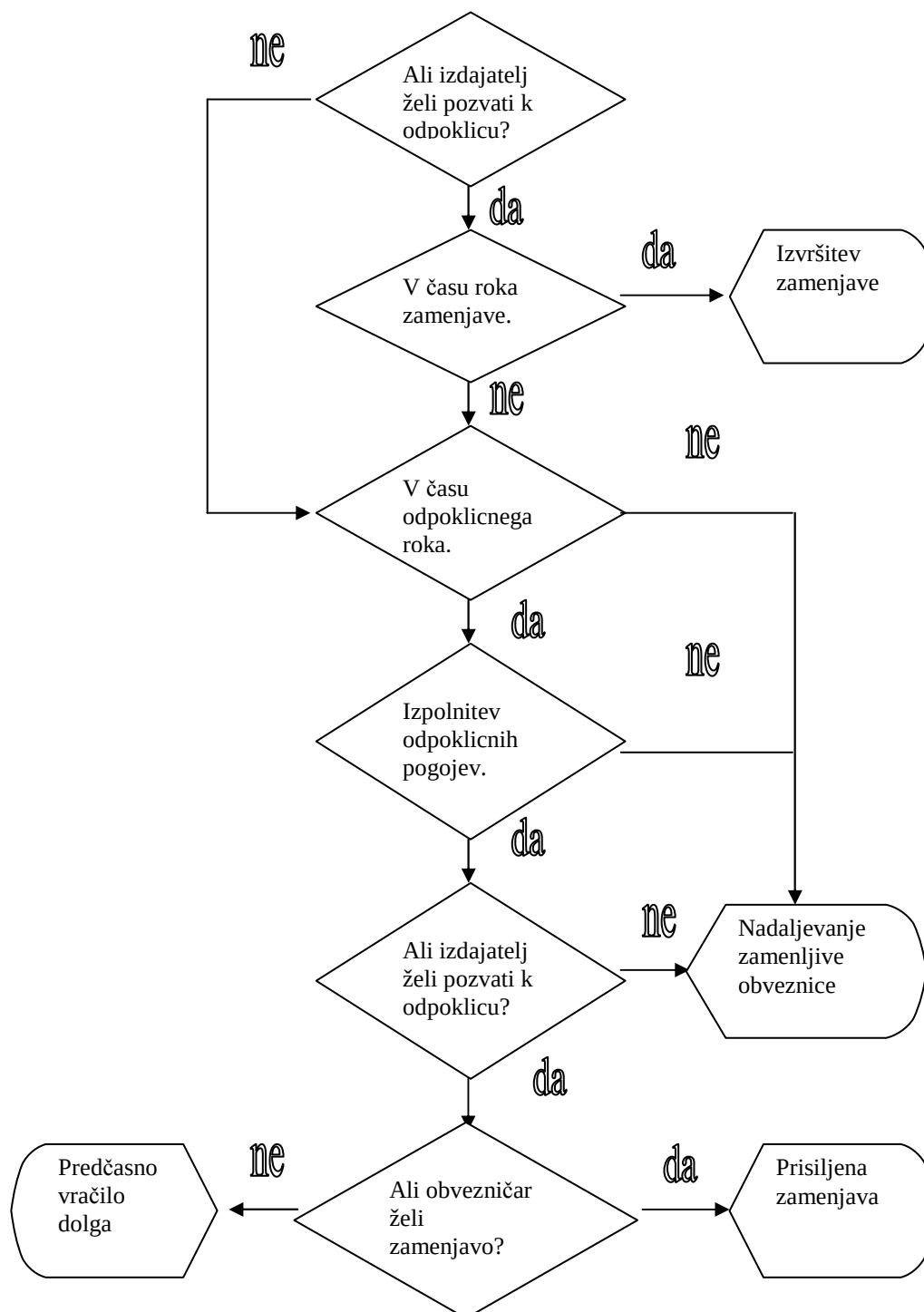
Nekateri zamenljivi vrednostni papirji imajo določeno obdobje, v katerem se lahko zamenjajo. Zamenljive prednostne delnice so ponavadi časovno neomejene. Podobno kot prednostna delnica je tudi neomejena zamenljiva obveznica primerna za zamenjavo celotno časovno obdobje, v katerem je obveznica neizvršena (*ang. outstanding*). Izdaja omejenih zamenljivih obveznic ima običajno časovno omejitev od 10 do 15 let od izdaje, po kateri se tudi izteče zaščita obvezničarja pred pozivom k odpoklicu (Francis, 1988, str. 34).

Po pravilu so zamenljivi vrednostni papirji odpoklicni. Določba o odpoklicu (*ang. call provision*) daje izdajatelju možnost, da vpokliče zamenljivi vrednostni papir. Namen določbe o odpoklicu ni v izplačilu zamenljivega vrednostnega papirja ampak v prisiljeni zamenjavi izdaje, ko je vrednost zamenjave (*ang. conversion value*) zamenljivih vrednostnih papirjev veliko nad nakupno ceno (*ang. call price*). V praksi je zelo malo zamenljivih vrednostnih papirjev izplačanih (Francis, 1988, str. 35).

Na Sliki 1 na str. 4 so prikazane optimalne izvršitve opcij zamenjave zamenljivih vrednostnih papirjev s strani vlagatelja in izdajatelja. Obstajajo štirje možni scenariji (Ammann et al., 2001, str. 6):

1. Zamenljiva obveznica ni ne zamenjana, ne odpoklicana. Ob roku dospelosti jo izdajatelj izplača.
2. Obvezničar se lahko odloči za zamenjavo zamenljive obveznice kadarkoli v času življenja obveznice.
3. Zamenljiva obveznica je lahko odpoklicana s strani izdajatelja in zamenjana s strani imetnika zamenljive obveznice. Takemu razpletu se reče tudi prisiljena zamenjava (*ang. forced conversion*), ker se mora obvezničar odločiti v določenem času po pozivu za izvedbo zamenjave zaradi dejstva, ker je izdajatelj pozval k vplačilu obveznico, ali pa za denarno izplačilo dolga.
4. Če obvezničar noče zamenjati obveznice za delnice ob pozivu k odpoklicu, se lahko odloči tudi za denarno vračilo dolga po nakupni ceni.

Slika 1: Možni scenariji zamenjave zamenljive obveznice



Vir: Ammann et al., 2001, str. 7.

1. 2. Določila pri izdaji zamenljivih obveznic

Za izdajo obveznic morajo družbe pripraviti sporazum med izdajateljem in obvezničarji (*ang. indenture*). To je formalni dokument, sklenjen med družbo dolžnico in skrbnikom (*ang. trustee*), ki ga izdajatelj pooblasti za zastopanje obvezničarjev. V njem se opredeli vse pravice in obveznosti upnikov in dolžnika. V sporazumu so navedene značilnosti izdaje, kot so na primer: apoenska struktura, vrednost izdaje, način izplačila kuponov, kuponska obrestna mera, zastavljena zavarovanja, podrobnosti glede omejitvenih zavez in določila o presihajočem skladu in možnost odpoklica izdaje. Sporazum med izdajateljem in obvezničarjem oziroma končni prospekt vsebuje še podrobne informacije o podjetju, ki izdaja zamenljive obveznice. Skrbnik nadzira spoštovanje določil, upravlja presihajoči sklad in zastopa obvezničarje v primeru izostankov plačil kuponskih obresti ali glavnice (Berk et al., 2002, str. 210).

Posebnosti pri izdaji zamenljivih obveznic so naslednje (Ribnikar, 1990, str. 367):

1. Razmerje zamenjave (*ang. conversion ratio*)

pove, v koliko delnic izdajateljskega podjetja se lahko zamenja ena zamenljiva obveznica. Pri tem je lahko določeno, da se mora doplačati nek znesek v gotovini. Ta znesek je lahko stalen ali spremenljiv, naraščajoč ali padajoč. Razmerje zamenjave določa razmerje med nominalno vrednostjo in ceno zamenjave ($\text{razmerje zamenjave} = \text{nominalna vrednost} / \text{cena zamenjave}$). Iz razmerja zamenjave in morebitnega doplačila se lahko določi cena zamenjave (*ang. conversion price*). To je cena, po kateri se zamenljiva obveznica zamenja v določeno število delnic. Ob izdaji zamenljivih obveznic je ta cena višja od tržne cene delnice, in sicer običajno za okrog 20 odstotkov. Cena zamenjave se lahko v času življenja zamenljive obveznice spreminja. Sprememba razmerja in cene zamenjave lahko povzroči tudi standardno določilo, ki spremlja skoraj vse zamenljive vrednostne papirje in zahteva prilagoditev ob:

- cepitevi delnic (*ang. stock split*),
- izplačilu delniških dividend (*ang. stocks dividend*) in
- prodaji novih navadnih delnic po ceni, ki je nižja od cene zamenjave. V tem primeru se mora cena zamenjave znižati oziroma razmerje zamenjave povečati na raven cene novo izdanih delnic podjetja.

2. Pravica do zamenjave s strani obvezničarja

Vsak imetnik zamenljive obveznice ima pravico, da zamenja obveznico v navadno delnico izdajateljskega podjetja v času življenja zamenljive obveznice, oziroma do poziva k odpoklicu s strani izdajatelja. V sporazumu je določena tudi oblika premoženja, v katero se obveznica lahko zamenja. Ponavadi so to navadne delnice podjetja, ki je izdalo zamenljive obveznice.

3. Obdobje zaščite pred odpoklicem (*ang. call protection*)

Družba, ki izda zamenljive obveznice, ima pravico do poziva k odpoklicu obveznic, kar pomeni, da izdajatelj lahko pred dospeljem obveznice zahteva od obvezničarjev, da se zamenjava izvrši ali pa se jih odkupi. To je prisiljena zamenjava, ker obvezničar ne more sam odločati kdaj bo zamenjal obveznico. Obvezničarji so pred odpoklicem obveznic zaščiteni v obdobju, ki traja običajno okoli 10 let od izdaje obveznic. V tem obdobju se lahko sami odločajo za izvedbo zamenjave.

4. Odpoklicna ali nakupna cena

Ob izdaji zamenljivih obveznic mora izdajatelj določiti nakupno ceno oziroma odpoklicno ceno, po kateri odkupi obveznice ob pozivu k odpoklicu.

1. 3. Vrste zamenljivih obveznic

Tako kot navadne obveznice lahko tudi zamenljive obveznice delimo na kuponske obveznice, brezkuponske obveznice, diskontne obveznice, idr.. V nadaljevanju je naštetih nekaj tipov zamenljivih obveznic, ki se uporabljajo zlasti na ameriškem trgu zamenljivih obveznic.

- *Navadne zamenljive obveznice*

Navadna zamenljiva obveznica je obveznica, izdana po nominalni vrednosti, s stalno obrestno mero, ki se ponavadi izplačuje polletno in s plačilom glavnice ob dospelosti (Calamos, 1998, str. 36). Obvezničar ima možnost zamenjati obveznice v delnice, kot je določeno v prospektu z razmerjem zamenjave. Pri večini zamenljivih obveznic ima tudi izdajatelj možnost odpoklica obveznice pred dospelostjo. Zaradi možnosti zamenjave obveznic v delnice, ima zamenljiva obveznica nižjo obrestno mero kot navadna obveznica (Cheng et al., str. 325).

- *Brezkuponske zamenljive obveznice*

Pri brezkuponski obveznici se ne izplačuje kuponov. Pri izdaji se zaračunava veliko nižja cena od nominalne vrednosti. Taka cena daje vlagatelju zagotovljen kapitalski dobiček, če vlagatelj obdrži obveznico do dospelosti. Kajti ob dospelju vlagatelj prejme nominalno vrednost, ki je višja od diskontne cene, po kateri je obveznico kupil (Calamos, 1998, str. 36). Kombinacijo lastnosti brezkuponske obveznice in zamenljive obveznice predstavlja brezkuponska zamenljiva obveznica. Take obveznice imajo ob izdaji diskont, kuponi se ne izplačujejo in so zamenljive za lastniške vrednostne papirje. Od navadne zamenljive obveznice se brezkuponska zamenljiva obveznica razlikuje po izračunu razmerja zamenjave. Pri brezkuponski zamenljivi obveznici se namesto nominalne vrednosti uporablja emisijska cena obveznice, to je diskontna cena (razmerje zamenjave = emisijska cena / cena zamenjave) (Zubulake, 1991, str. 73).

- *Zamenljive obveznice z možnostjo prodaje podjetju, ki jih je izdalo (ang. convertible bonds with put features)*

Pod določenimi pogoji, ki so navedeni v prospektu, lahko imetnik zamenljive obveznice proda zamenljivo obveznico nazaj podjetju po določeni ceni in na določen dan. V tem primeru gre za ponovni odkup obveznice s strani izdajatelja, kakor je določeno v prospektu. To pomeni, da ima imetnik zamenljive obveznice zagotovljeno vrednost obveznice na določen dan. Za prodajo se lahko imetnik zamenljive obveznice odloči sam. Čas prodaje zamenljive obveznice nazaj podjetju je veliko krajši od časa do dospelosti obveznice. S tem je imetnik zamenljive obveznice zaščiten pred rastjo obrestnih mer (Calamos, 1998, str. 37). Pri obveznicah s krajšim rokom dospelosti namreč sprememba obrestne mere manj vpliva na vrednost obveznice, kot pri obveznici z dolgim rokom dospelosti. Daljši kot je rok dospelosti, bolj rast obrestne mere zmanjšuje vrednost obveznice (Prohaska, 1999, str. 60). Izdajatelj oblikuje prodajno ceno glede na stroške financiranja, ki nastanejo med datumom izdaje in datumom, ko je zamenljiva obveznica lahko prodana nazaj podjetju (Calamos, 1998, str. 37).

- *Zamenljive obveznice, ki se zamenjajo v delnice drugega podjetja (ang. exchangeable convertible bond)*

Gre za zamenljive obveznice, ki jih je izdalo eno podjetje in se jih lahko zamenja v delnice drugega podjetja. To se lahko zgodi v primeru, ko ima podjetje v lasti večji sveženj delnic drugega podjetja in jih želi prodati (Calamos, 1998, str. 39).

- *Zamenljive obveznice z možnostjo sprememb določil (ang. convertibles with reset features)*

V prospektu so definirani dogodki, pri katerih se lahko po izdaji zamenljivih obveznic naknadno spreminjajo obrestna mera, razmerje zamenjave ali datum dospelosti. Taka izdaja zamenljivih obveznic, ki ima že v prospektu navedeno možnost popravka se imenuje zamenljiva obveznica z možnostjo sprememb določil. Take obveznice izdajajo podjetja v težavah, da lažje pridobijo vlagatelje. Na primer lahko se uporabi za zaščito vrednosti zamenljive obveznice, če se vrednost delnice ne giblje po pričakovanjih. V tem primeru lahko podjetje poveča razmerje zamenjave in s tem poveča vrednost zamenljive obveznice (Calamos, 1998, str. 41).

- *Zamenljive evroobveznice*

Zamenljive evroobveznice imajo značilnosti navadne evroobveznice. Obveznice so denominirane v drugi valuti kot je domača valuta države, v kateri so obveznice izdane in za njih ne veljajo neposredne omejitve s strani katerekoli države ali denarnih oblasti (Prohaska, 1999, str. 129). Zamenljive evroobveznice se lahko pred dospelostjo zamenjajo v delnice izdajatelja (Calamos, 1998, str. 45).

- *Zamenljiva obveznica vezana na blago (ang. asset-linked convertibles)*

Proti koncu sedemdesetih in na začetku osemdesetih let dvajsetega stoletja je bila inflacija zelo visoka, zato so vlagatelji začeli vlagati svoj kapital v kovine. Tako je prišla na trg zamenljiva obveznica, ki je vezana na blago. Podjetja, ki so izdajala omenjene obveznice, so bila neposredno povezana z nafto ali nepremičninami oziroma z blagom, v katerega so se obveznice lahko zamenjale. Taka obveznica je vsebovala kombinacijo dolžniškega vrednostnega papirja, ki se je lahko pod določenimi pogoji zamenjal v dragoceno kovino namesto v lastniški vrednostni papir. Dolžniški vrednostni papir s stalnim donosom je bil vezan na blago, kot je zlato, srebro, surova nafta in nepremičnine. Izplačila kuponov so bila lahko v obliki premoženja ali v denarni protivrednosti. Pogostejša so bila izplačila v obliki denarja (Calamos, 1998, str. 49).

1. 4. Razlogi za izdajo zamenljivih obveznic

V primerjavi z lastniškimi vrednostnimi papirji je podjetju bolje, da izda zamenljivo obveznico, če se pričakuje, da bo cena delnice v prihodnosti narastla. Za podjetje je najslabše, če izda zamenljive obveznice, ko cena delnice v prihodnosti pade. Imetnik zamenljive obveznice je kreditodajalec do izvedbe zamenjave. V primeru slabega poslovanja ne pride do zamenjave in podjetje mora poravnati svoj dolg. Na učinkovitem kapitalskem trgu ni mogoče predvidevati prihodnosti cene delnice. Zato ostaja odprto vprašanje, ali je izdajanje zamenljivih obveznic boljše ali slabše od izdajanja lastniških vrednostnih papirjev (Ross et al., 2002, str. 685).

Ob izdaji zamenljivih obveznic vodstvo podjetja pričakuje zadostno povečanje cene delnice nad vrednost zamenjave in s tem ustrezno privlačnost zamenjave, ki jo lahko pospeši s predčasnim odkupom zamenljivih vrednostnih papirjev (Veselinovič, 1991, str. 201).

S strani izdajatelja je boljši izbor zadolževanje z izdajo navadnih obveznic, če bo podjetje v prihodnosti poslovalo dobro. Obrestna mera pri navadni obveznici je sicer višja kot pri zamenljivi obveznici, vendar imetnik navadne obveznice nima možnosti sodelovanja pri delitvi dobička (Ross et al., 2002, str. 687).

V primerjavi z dolžniškimi vrednostnimi papirji je za podjetje boljša odločitev izdaja zamenljive obveznice, če se družbi v prihodnosti obeta slabše poslovanje. Pri nizki ceni delnice, ki je posledica slabšega poslovanja, se imetnik zamenljive obveznice ne bo odločil za izvršitev zamenjave. Zaradi nižje obrestne mere, ki jo družba plačuje pri zamenljivi obveznici, je tako financiranje dolga cenejše od navadne obveznice (Ross et al., 2002, str. 687).

V Tabeli 1 je prikazana ustreznost izdaje zamenljivih obveznic glede na poslovanje podjetja v prihodnosti. Torej, če je podjetje uspešno, bo izdajanje zamenljivih obveznic slabši izbor kot izdajanje navadnih obveznic in boljši kot izdajanje navadnih delnic. In obratno, če podjetje posluje slabo, bo izdajanje zamenljivih obveznic boljši izbor kot izdajanje navadnih obveznic in slabši izbor od izdajanja navadne delnice (Ross et al., 2002, str. 687).

Tabela 1: Ustreznost izdaje zamenljive obveznice (ZO) v primerjavi z izdajo dolžniških in lastniških vrednostnih papirjev glede na uspešnost poslovanja podjetja v prihodnosti

	ZO / dolžniški vrednostni papir	ZO / lastniški vrednostni papir
Dobro poslovanje	Dolžniški vrednostni papir	ZO
Slabo poslovanje	ZO	Lastniški vrednostni papir

Vir: Lasten prikaz.

Družba se odloči za izdajo zamenljivih obveznic, kadar je trg delnic šibak oziroma je cena delnice družbe, ki bi rada povečala svoj lastniški kapital, nizka. Družba ve, da je na trgu kapitala cena njihove delnice podcenjena in se bo v prihodnosti povišala. Če bi družba takoj prodala svoje delnice po nižji ceni, bi se morala odpovedat večjemu številu delnic za določen znesek, kot če s prodajo počaka, da cena naraste. Izdajo zamenljivih obveznic lahko družba uporabi pri odloženem lastniškem financiranju (*ang. delayed equity*) (Johnson 1983, str.175).

Kadar je kuponska obrestna mera ustrezne navadne obveznice visoka, je za podjetje ugodneje, če se odloči za zadolževanje z zamenljivimi obveznicami. Zamenljive obveznice imajo nižjo kuponsko obrestno mero, ker nudijo imetniku možnost udeležbe pri delitvi dobička v primeru, da podjetje posluje dobro. Zaradi nižje obrestne mere pri zamenljivi obveznici kot pri navadni obveznici predstavlja podjetju zadolževanje z zamenljivimi obveznicami cenejši dolg kot z navadnimi obveznicami. Vendar se ta prednost za izdajatelja izgubi, ko pride do izvršitve zamenjave. Ob zamenjavi se dolžniški vrednostni papir spremeni v določen delež lastniškega vrednostnega papirja (Fabozzi, 2001, str. 778).

Za zamenljive obveznice je značilno, da jih izdajajo majhna podjetja z visoko stopnjo tveganja in visoko stopnjo rasti (Johnson, 1983, str. 175). Stopnja tveganja podjetja se lahko izraža v kuponski obrestni meri. Če se podjetje ukvarja z bolj tveganimi projekti, je kuponska obrestna mera navadne obveznice višja. Imetnik navadne obveznice dobiva določena kuponska izplačila in glavnico ne glede na uspešnost poslovanja podjetja, razen v primeru bankrota. Pri majhnih podjetjih z visoko stopnjo tveganja je možnost bankrota večja kot pri večjih podjetjih z manjšo stopnjo tveganja. Pri zamenljivi obveznici je

vlagatelj pripravljen več tvegati, ker je v primeru dobrega poslovanja podjetja udeležen pri delitvi dobička.

Če je financiranje dolga drago, je izdaja zamenljive obveznice smiselna, če se denarni tok financiranja dolga ujema z denarnim tokom podjetja. Zamenljive obveznice so bolj prilagojene vzorcu denarnih tokov pri podjetjih z visoko stopnjo rasti. Za podjetje je bolj ugodno, da plačuje v prvih letih poslovanja nižje kuponske obrestne mere, kot če bi plačevali višje kuponske obrestne mere na navadno obveznico. S tem zmanjšajo možnost bankrota (Fabozzi, 2001, str. 778).

Razlog za izdajo zamenljivih obveznic je lahko draga cenitev tveganja podjetja, ki izdaja vrednostne papirje (Johnson 1983, str. 175). Med komponentami vrednosti zamenljive obveznice sta vrednost navadne obveznice (*angl. straight bond value*) in vrednost nakupne opcije na delnico podjetja, ki je izdalo zamenljive obveznice. Če se izkaže, da ima podjetje nizko stopnjo tveganja, bo vrednost navadne delnice, ki predstavlja del vrednosti zamenljive obveznice, večja kot vrednost nakupne opcije, ki prav tako sestavlja vrednost zamenljive obveznice. Obratno je, če se oceni, da podjetje posluje z visoko stopnjo tveganja. Kuponska obrestna mera je nižja in višja je premija oziroma vrednost nakupne opcije (Fabozzi, 2001, str. 778).

Po mnenju Ross et. al (2002) podjetja z izdajo zamenljive obveznice rešijo problem agentov, ki je povezan z zbiranjem denarja (*ang. raising money*). Podjetja z nizko stopnjo tveganja izdajajo navadne obveznice z nizko kuponsko obrestno mero. Če se tako podjetje odloči za visoko tvegan projekt in mu uspe, obvezničarji od tega nimajo nobene koristi, pač pa jo imajo delničarji. Ob neuspelem projektu posledice prizadenejo tudi obvezničarja. V primeru, da obvezničar posumi tako obnašanje podjetja, mu zaračuna višjo kuponsko obrestno mero. Razlika med obrestnima merama je strošek agenta (*angl. agency cost*). Z izdajo zamenljivih obveznic podjetje zmanjša strošek agentov. Izdajatelj plačuje nižjo kuponsko obrestno mero, obvezničar pa ima možnost sodelovanja pri delitvi dobička. Podjetje se odloči za izdajo zamenljivih obveznic, ko si želi financirati dolg z dolžniškim kapitalom, vendar mu vlagatelji ne zaupajo glede stopnje tveganja projektov.

Z izdajo zamenljivih obveznic podjetje zmanjša asimetrijo informacij med managerji in možnimi vlagatelji. Managerji delujejo znotraj podjetja in imajo boljši vpogled v prihodnost poslovanja podjetja kot zunanji možni vlagatelji. Možni vlagatelji so omejeni na informacije, ki so razpoložljive na trgu kapitala. V primeru, da manager ve, da bo podjetje v prihodnosti poslovalo slabše, kot ocenjujejo na trgu kapitala, se odloči za izdajo delnic v korist obstoječih delničarjev. Manager ve, da bo cena delnice padla, možni vlagatelji pa tega ne vedo in kupijo delnice po tržni ceni. Čez čas se na trgu kapitala odrazi dejansko stanje podjetja. Cena delnice pade. Del premožanja novih delničarjev se prenese na že obstoječe delničarje. Možni vlagatelji torej izdajo novih delnic sprejmejo kot signal,

da bo podjetje v prihodnosti poslabšalo poslovanje. Slab vtis ob izdaji delnic vpliva tudi na podjetja, ki v prihodnosti nimajo slabih poslovnih načrtov. Z izdajo zamenljivih obveznic se podjetje, ki v prihodnosti dobro posluje, izogne negativni signalizaciji ob izdaji delnic in hkrati pride ob zamenjavi do lastniškega kapitala.

2. Zgodovina in razvoj zamenljivih vrednostnih papirjev

Zamenljive vrednostne papirje so uporabljali že v začetku 19. stoletja, in sicer v ZDA. Podjetja, ki so izdajala vrednostne papirje, so imela težave s prodajo vrednostnih papirjev potencialnim obvezničarjem. Zato so podjetja dodala vrednostnim papirjem funkcijo zamenjave in jih naredila bolj privlačne za vlagatelje (Calamos, 1998, str. 6).

Klavzula o zamenjavi je bila prvič dodana hipotekarni obveznici, da bi privlačila vlagatelje, da bi financirali gradnjo železnic. Med letom 1860 in 1880 je bilo izdanih precej zamenljivih vrednostnih papirjev. Nato je v naslednjih dvajsetih letih klavzula o zamenljivosti izginila iz izdaj. Leta 1901 se je klavzula o zamenjavi zopet pojavila pri izdaji dolga, ki ga je izdalo železniško podjetje. V tem letu in naslednjih letih je sledilo precej izdaj (Calamos, 1998, str. 7).

V 60-ih letih je bil razlog za povečanje izdaj zamenljivih obveznic v povezavah in prevzemih, ki so tvorili megakonglomerate. Prav tako so v tem času izdala zamenljive obveznice mnoga manjša in srednje velika podjetja, da so lažje prišla do kapitala. Od tod izvira vedenje, da zamenljive obveznice izdajo le podjetja, ki imajo manj možnosti za klasično zadolževanje (Calamos, 1998, str. 12).

V 70-ih letih so nekatera novo nastala ameriška podjetja dobro izkoristila trg zamenljivih vrednostnih papirjev. V svojih prvih letih delovanja so si nekatera podjetja z izdajami zamenljivih vrednostnih papirjev pridobila večji del kapitala (Calamos, 1998, str. 12).

V 80-ih letih je bil v ZDA razcvet podjetništva in njegovega prestrukturiranja. Prišlo je do velikega povečanja vseh vrst dolžniškega financiranja, med njimi tudi tistega z zamenljivimi obveznicami. Rastoča podjetja so si večino svoje rasti financirala z izdajami zamenljivih obveznic. Večina takih podjetij je izdajala zamenljive vrednostne papirje, ko je bila njihova boniteta slaba (Calamos, 1998, str. 12).

V teh letih so se za izdajo zamenljivih vrednostnih papirjev odločila tudi velika podjetja. Obrestna mera je bila visoka in vlagatelji so bili prepričani, da je cena delnic podcenjena. Podjetja so izkoristila prednost izdaje zamenljivih obveznic, in sicer z nižjo obrestno mero na zamenljive obveznice, kot jih ima navaden dolg, tako so si podjetja znižala stroške stalnega dohodka (Calamos, 1998, str. 12).

Konec 80-ih in začetek 90-ih let se je izdajanje zamenljivih obveznic razširilo tudi na bančni sektor. V tem času je bančni sektor nov lastniški kapital kot posledica varčevalne in posojilne krize. Banke so izdajale zamenljive vrednostne papirje, da so povečale lastniški kapital v svoji bilanci stanja (Calamos, 1998, str. 12).

V 80-ih letih se je razvil tudi trg prodaje vrednostnih papirjev zaprtemu krogu vlagateljev (*ang. private placement*). Prodaja primarne izdaje zamenljivih vrednostnih papirjev posameznim vlagateljem je najbolj uporabljena na področju tveganega kapitala (*ang. venture capital market*) z majhnimi izdajami, ki so manj likvidne. Ta trg se je krepil s pomočjo investicijskih bank, ki so ponujale izdaje uveljavljenih podjetij (Calamos, 1998, str. 12).

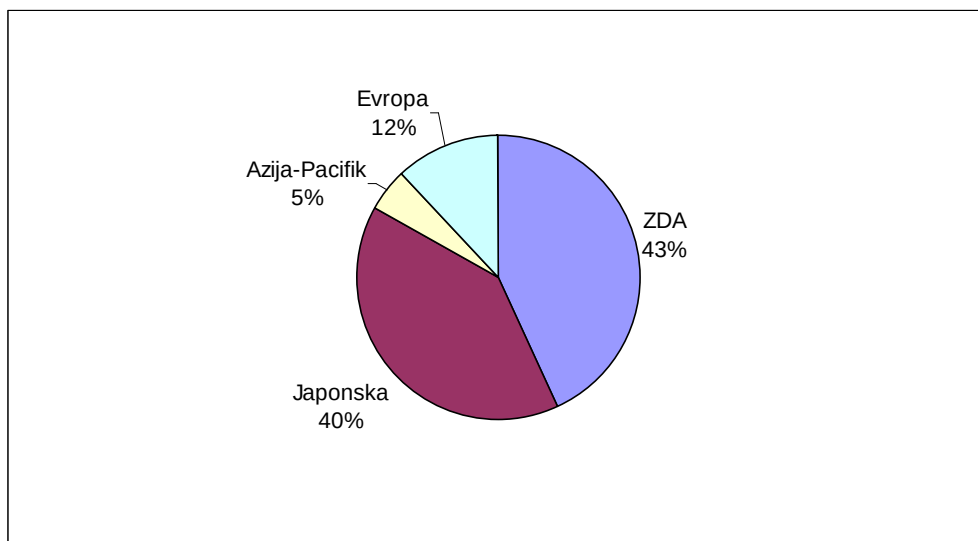
V 90-ih letih so se pojavila tehnološka podjetja, za katera je značilen hiter razvoj. Taka podjetja so se odločila za financiranje z zamenljivimi vrednostnimi papirji. Rast tehnoloških podjetij je povečal trg zamenljivih vrednostnih papirjev in pojavila se je potreba po novih oblikah zamenljivih vrednostnih papirjev (Calamos, 1998, str. 12).

3. Pregled trgov

Po koncu hladne vojne se je trg kapitala, zaradi dostopnosti svetovnih trgov, močno povečal. Privatizacija in obnova infrastrukture v razvitih državah in v državah v razvoju sta bili vzpodbuda za vlagatelje, da so več svojih sredstev vložili na kapitalskem trgu. S povečanjem trga kapitala se je večal tudi trg zamenljivih obveznic (Calamos, 1998, str. 120).

Iz Slike 2 na str. 13 je razvidno, da je globalni trg zamenljivih vrednostnih papirjev 31. decembra 1997 zajemal približno 400 milijard dolarjev, od tega je ameriški trg predstavljal približno 43 odstotkov in japonski približno 40 odstotkov, kot je prikazano na sliki. Majhen delež celotnega trga zavzemata še trg zamenljivih vrednostnih papirjev Evrope z 12 odstotki in trg Pacifika in ostale Azije s približno 5 odstotki (Calamos, 1998, str. 121).

Slika 2: Globalna tržna kapitalizacija na trgu zamenljivih vrednostnih papirjev, izražena v odstotkih na dan 31.12.1997



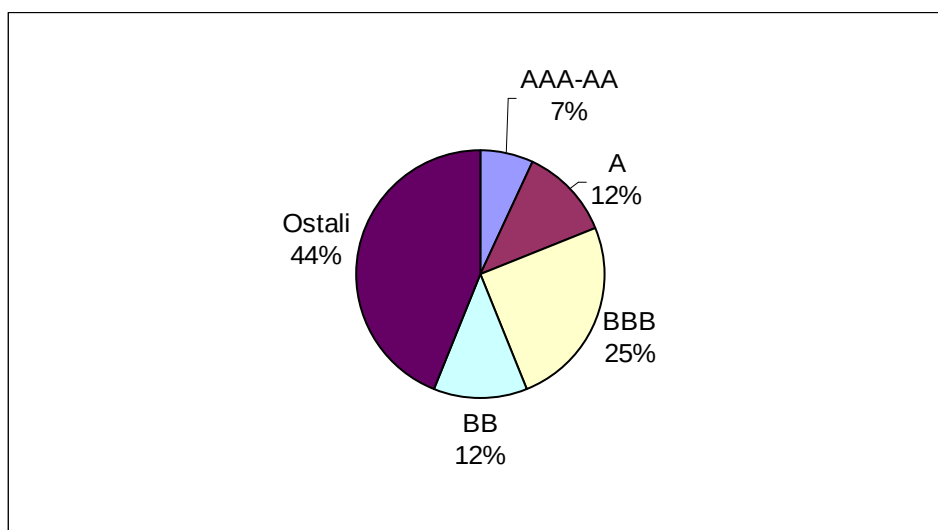
Vir: Calamos, 1998, str. 121.

Trg zamenljivih vrednostnih papirjev v ZDA spada med najpomembnejše trge na svetu. Na njem je prisotnih veliko pokojninskih skladov in vzajemnih skladov. Nekateri pokojninski skladi se ukvarjajo z razporejanjem premoženja izključno v zamenljive vrednostne papirje (Calamos, 1998, str. 251).

Za ameriške zamenljive vrednostne papirje je značilno, da znaša vrednost zamenjave za 15 odstotkov do 25 odstotkov več kot cena pripadajoče delnice. Za obrestno mero pa je značilno, da je od 2 do 4 odstotne točke nižja od obrestne mere na navadno obveznico, ki jo je izdala ista družba.

Pri izdajah zamenljivih obveznic na ameriškem kapitalskem trgu je značilna nizka bonitetna ocena podjetja. Slika 3 na str. 14 prikazuje, da je 44 odstotkov podjetij, ki izda zamenljive vrednostne papirje, na dnu bonitetne lestvice.

Slika 3: Značilnosti ameriškega trga vrednostnih papirjev glede na boniteto podjetja

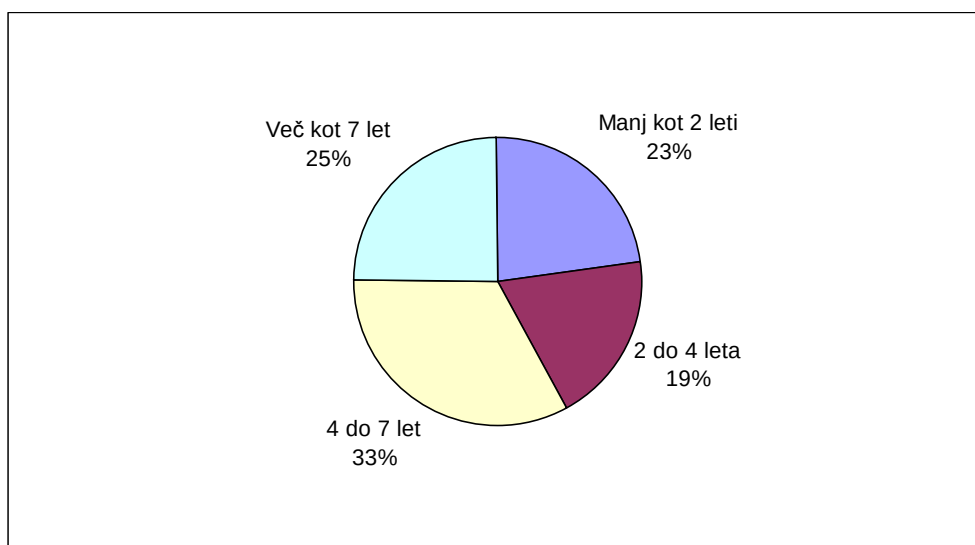


Vir: Calamos, 1998, str.127.

Na japonskem je večina zamenljivih vrednostnih papirjev nelikvidnih. Le 20 odstotkov izdaj je likvidnih. Likvidna izdaja je tista izdaja, ki ima več kot 9 milijard jenov neporavnane dolga, več kot tri leta do dospelosti in dnevni promet večji od 20 milijonov jenov. Njihova prodaja zamenljivih vrednostnih papirjev poteka skoraj kot zaprta izdaja in tako ni dostopna za vlagatelje. Poleg tega podjetja malokdaj pozovejo k odpoklicu zamenljivih vrednostnih papirjev. Na njihovem trgu je le malo tujih podjetij.

V primerjavi z ameriškim trgom zamenljivih vrednostnih papirjev imajo podjetja, ki trgujejo na japonskem trgu, boljšo kreditno boniteto, nižje kupone in v povprečju večje izdaje. Ročnostna struktura je prikazana v Sliki 4 na str. 15, iz katerega je razvidno, da imajo izdaje zamenljivih obveznic na Japonskem dokaj enakomerno porazdeljeno dospelost. Največ izdaj zamenljivih obveznic na Japonskem ima dospelost med 4 in 7 let, kar zajema 33 odstotkov od celotnih izdaj zamenljivih obveznic na japonskem trgu zamenljivih obveznic. Najmanj izdaj zamenljivih obveznic ima dospelost med 2 in 4 leti, kar predstavlja 19 odstotkov od celotnih izdaj zamenljivih obveznic na japonskem trgu zamenljivih obveznic (Calamos, 1998, str.127).

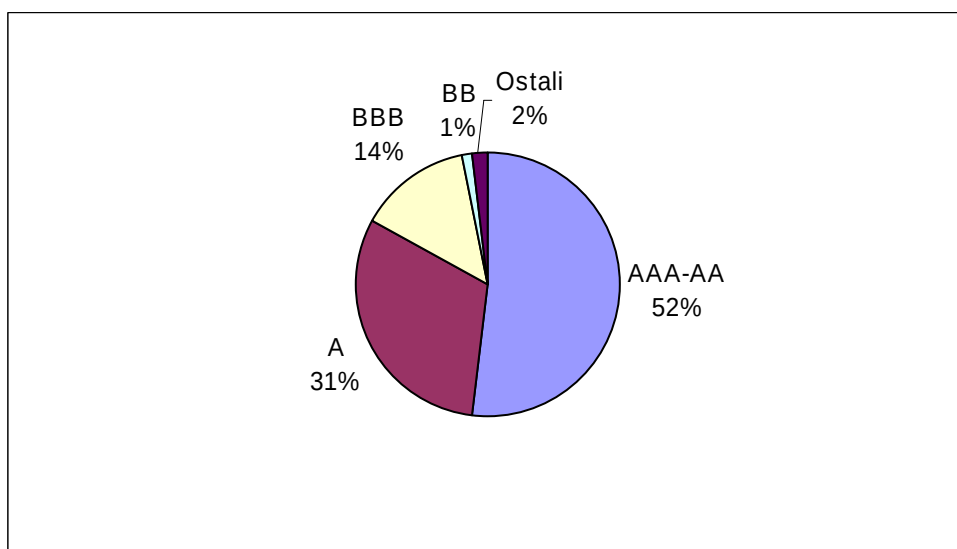
Slika 4: Značilnosti japonskega trga vrednostnih papirjev glede na dospelost



Vir: Calamos, 1998, str.143.

Na japonskem kapitalskem trgu izdajajo zamenljive vrednostne papirje podjetja z najboljšo bonitetno oceno. Slika 5 prikazuje, da je več kot polovica izdaj zamenljivih vrednostnih papirjev podjetij, ki imajo bonitetno oceno AAA ali AA. V primerjavi z ameriškim trgom zamenljivih vrednostnih papirjev se za izdajo zamenljivih vrednostnih papirjev na japonskem v večini odločajo podjetja z najboljšo boniteto, medtem ko v ameriki izdajajo podjetja z najslabšo boniteto.

Slika 5: Značilnosti japonskega trga vrednostnih papirjev glede na boniteto podjetja



Vir: Calamos, 1998, str. 143.

Iz študije, ki sta jo naredila Bancel in Mittoo (2003), je povzeta primerjava med državami in po dejavnostih na evropskem trgu zamenljivih obveznic.

V študijo so zajeta vsa podjetja, ki so imela vsaj eno izdajo zamenljivih obveznic registrirano na evropski borzi do konca maja 2002. Končni vzorec sestavlja 229 podjetij z 295 izdajami zamenljivih obveznic, ki prihajajo iz 16 evropskih držav. Tabela 1 v Prilogi 1 prikazuje države, iz katerih je podjetje, ki je izdalo zamenljive obveznice in velikost izdaje. Francija ima največ registriranih izdaj (98), sledita ji Velika Britanija z 52 izdajami (18,8%) in Švica s 43 izdajami (13,5%). Podjetja, ki so se odločila samo za eno izdajo zamenljivih obveznic, prihajajo iz Avstrije, Grčije, Poljske in Rusije. Francoski trg zamenljivih obveznic zajema 32,4 odstotkov celotne tržne kapitalizacije, sledi ji trg Velike Britanije (18%), in švicarski trg (17,7%), nizozemski trg (10,9%) zamenljivih obveznic in italijanski (8,2%). Nad 80 odstotkov registriranih izdaj zamenljivih obveznic prihaja iz petih dežel, in sicer iz Francije, Švice, Nizozemske, Italije in Velike Britanije.

Francoski trg zamenljivih vrednostnih papirjev je največji v Evropi. Na njih trgujejo velika kapitalska podjetja z zelo dobro boniteto. Na njem se pojavljajo vlagatelji iz vsega sveta. Trg zamenljivih vrednostnih papirjev v VB velja za zelo likvidnega in ga v večini uporabljajo domačini. Za švicarski trg zamenljivih obveznic je značilno, da ima kar 90 odstotkov podjetij, ki je izdalo zamenljive vrednostne papirje, sedež v drugi državi. Razlog je v njihovi stabilnosti franka (Bancel, Mittoo, 2003, str. 11).

Trg zamenljivih vrednostnih papirjev v Aziji (s pacifiškimi državami) spada med trge v razvoju. Glavni razlog za izdajo zamenljivih vrednostnih papirjev je v privatizaciji podjetij, ki so bila v lasti države. Na takih trgih je vrednost zamenljivega vrednostnega papirja velikokrat narobe ocenjena in se lahko zamenljive obveznice izkažejo tudi za zelo dobičkonosne. Večina izdaj je denominiranih v ameriških dolarjih, da zaščitijo obstoječe vlagatelje in privabijo nove tuje vlagatelje (Calamos, 1998, str. 151).

4. Analiza zamenljive obveznice

4. 1. Izvršitev zamenjave z vidika izdajatelja

Podjetja pogosto v določila o izdaji vgradijo nakupno opcijo na obveznico (*ang. a call option on the bond*) tako za obvezničarja kot tudi za izdajatelja. Opcija izdajatelja se nanaša na poziv k odpoklicu zamenljive obveznice. Obdobje od izdaje zamenljive obveznice in možnostjo poziva k odpoklicu se imenuje obdobje zaščite pred pozivom k odpoklicu in običajno traja od 10 do 15 let. Ko je obveznica pozvana k odpoklicu, ima imetnik obveznice še približno 30 dni, da lahko izbere med (Ross et al., 2002, str. 689):

1. zamenjavo obveznice v navadno delnico po razmerju zamenjave,
2. predajo obveznice in prejetjem odkupne cene v gotovini.

V primeru, da je vrednost zamenjave obveznice večja od odkupne cene, je za obvezničarja zamenjava boljša kot predaja. Obratno je v primeru, če je vrednost zamenjave nižja kot

odkupna cena in je predaja boljša kot zamenjava. Če je vrednost zamenjave večja od odkupne cene, je poziv za vplačilo tudi prisiljena zamenjava (Ross et al., 2002, str. 689).

Poziv k odpoklicu zamenljive obveznice ne vpliva na celotno vrednost podjetja, lahko pa vpliva na porazdelitev celotne vrednosti podjetja med posamezne delničarje (Brealy, 2000, str. 656). Optimalna politika poziva k odpoklicu lahko koristi imetnikom delnic na račun imetnikov zamenljivih obveznic. Zato, ker govorimo o nasprotnih interesih obeh strani, je optimalna politika poziva k odpoklicu izdajateljev zelo enostavna: »Naredi kar koli, česar obvezničarji nočejo, da bi naredil« (Ross et al., 2002, str. 689).

Imetniki obveznic bi najraje videli, da izdajatelji pozovejo k odpoklicu obveznic, ko je tržna vrednost obveznice pod odkupno ceno. S tem bi obvezničarji pridobili dodatno vrednost. V primeru, ko bi vrednost obveznice narasla nad odkupno ceno, bi obvezničarji najraje videli, da izdajatelji ne bi pozvali k vplačilu obveznic, da bi se lahko obvezničarjem premoženje še večalo (Ross et al., 2002, str. 689).

Če hočemo upoštevati interese obvezničarjev, ki želijo, da je tržna vrednost zamenljive obveznice čim nižja od odkupne cene, in željo delničarjev, ki bi radi imeli tržno vrednost zamenljive obveznice čim višje nad odkupno ceno, bi bilo najprimerneje pozvati k odpoklicu zamenljive obveznice, ko je njena tržna vrednost enaka odkupni ceni (Ross et al., 2002, str. 689).

Ostaja uganka glede značilnosti, zakaj podjetja ne pozovejo k odpoklicu zamenljivih obveznic vedno, ko vrednost zamenjave doseže odkupno ceno. Ingersoll je raziskoval politike poziva k vplačilu pri 124 podjetjih med letom 1968 in 1975. V večini primerov je odkril, da je podjetje počakalo s pozivom na odpoklic obveznic, dokler ni bila vrednost zamenjave obveznice 44 odstotkov višja od odkupne cene. To pa ni niti blizu prej omenjeni optimalni strategiji poziva k odpoklicu (Ross et al., 2002, str. 689).

Podjetje namerava izvesti omenjeno optimalno strategijo, a se lahko zgodi, da v realnosti ni optimalna. Kot je bilo omenjeno, ima imetnik obveznice 30 dni čas za odločitev, ali bo zamenjal zamenljive obveznice v navadne delnice ali pa bo predal zamenljive obveznice po odkupni ceni za gotovino. V 30 dneh lahko cena delnice pade, kar prisili k padcu vrednosti zamenjave pod odkupno ceno. Zamenljiva obveznica postane »out of the money« (brez notranje vrednosti) in podjetje izvede neučinkovito zamenjavo. Podjetje je pripravljeno odpovedati se denarju za navadne delnice, ki so veliko manj vredne. Zaradi te možnosti, podjetja v resničnem svetu ponavadi počakajo, da je vrednost zamenjave znatno nad odkupno ceno, preden sprožijo poziv k odpoklicu (Ross et al., 2002, str. 690).

Obvezničarju zamenljiva obveznica omogoča, da se lahko odloči zahtevati vrnitev glavnice s pripadajočimi obrestmi ali pa namesto izplačila zahteva izročitev delnic družbe, ki je

izdala zamenljivo obveznico. To pomeni, da se izdajatelj z izdajo zamenljive obveznice zaveže, da po vnaprej določenih pogojih dopusti obvezničarju zahtevati pridobitev delnic družbe. Izdajatelj za izpolnitev svoje obveznosti lahko izda nove delnice, ki so izdane v postopku pogojnega povečanja osnovnega kapitala, lahko pa svojo obveznost izpolni z lastnimi delnicami, torej z delnicami, ki jih ima družba v lasti (Prelič, 1999, str. 439).

S postopkom pogojnega povečanja osnovnega kapitala družba pridobi nove delnice s katerimi izpolnjuje svojo obveznost zagotovitve pravice do vpisa novih delnic, ki jo ima imetnik zamenljive obveznice. Pogojnost povečanja osnovnega kapitala se izraža v izvedbi povečanja osnovnega kapitala z vidika obsega in z vidika časovnega trenutka povečanja. Pri zamenljivi obveznici ni vnaprej določeno, kdaj in koliko imetnikov zamenljivih obveznic se bo odločilo za izvršitev zamenjave. Ko se imetnik zamenljive obveznice odloči za izvršitev zamenjave, mu družba takoj izroči nove delnice. Pri pogojnem povečanju osnovnega kapitala zaradi zamenjalne pravice ne velja pravilo, da mora biti pred izdajo delnic izvršen vpis povečanja osnovnega kapitala v sodni register (Prelič, 1999, str. 439).

Izdajatelj se le malokdaj odloči za izpolnjevanje obveznosti zamenjave z lastnimi delnicami, ker je taka oblika izpolnjevanja obveznosti do imetnika zamenljivih obveznic za izdajatelja preveč tvegana. Lastne delnice so delnice, ki jih ima izdajatelj sam v posesti. Težavo predstavlja zlasti pravočasna pridobitev zadostnega števila potrebnih delnic zato, da izdajatelj od trenutka, ko upravičenci lahko začnejo z zamenjavo obveznic, razpolagati z zadostnim številom delnic, da lahko svojo obveznost izpolni vsem tistim upravičencem, ki bi se odločili za zamenjavo. Za zagotavljanje lastnih delnic se izdajatelj nenehno izpostavlja nevarnosti, da mora slednje odkupovati po visoki ceni, če njihova cena na trgu vrednostnih papirjev narašča, k čemur ne nazadnje prispeva s povečanjem povpraševanja po delnicah tudi izdajatelj sam. Zato bi izdajatelj moral imeti v posesti zadostno količino lastnih delnic že ob izdaji zamenljivih obveznic. Ker pa izdajatelj ne more vedeti, koliko obvezničarjev bo izvedlo zamenjavo, se mu lahko zgodi, da mu na koncu ostane preveč lastnih delnic, ki jih mora odsvojiti oziroma umakniti. Družbi se lahko zgodi, da del likvidnih sredstev, ki jih je pridobila z izdajo zamenljivih obveznic, porabi za financiranje nakupa lastnih delnic na trgu, kar izniči osnovni namen izdaje obveznic, kar pomeni pridobitev dodatnega kapitala (Prelič, 1999, str. 440).

Družba se ponavadi odloči za delnice, ki so izdane v postopku pogojnega povečanja osnovnega kapitala. Izdaja novih delnic za izvršitev zamenjave je cenejša kot zagotavljanje zadostnega števila lastnih delnic. Pri izdaji novih delnic s postopkom pogojnega povečanja kapitala se zagotavlja določeno število novih delnic ob izvršitvi zamenjave. Pri izpolnjevanju obveznosti z lastnimi delnicami pa mora izdajatelj že ob izdaji zamenljivih obveznic imeti v posesti dovolj lastnih delnic.

4. 2. Izvršitev zamenjave z vidika obvezničarja

Obvezničar lahko izbira, kdaj bo izvršil pravico zamenjave zamenljive obveznice v določeno število delnic v času življenja zamenljive obveznice. Imetnik zamenljive obveznice lahko izbira glede na poslovanje podjetja, ali bo zamenjavo izvršil ali pa bo obdržal zamenljivo obveznico. Tako je zaščiten pred padcem cene delnice in ima koristi ob povečanju cene delnice (Calamos, 1998, str. 269).

Če podjetje v prihodnosti dobro posluje, cena delnice naraste. Imetnik zamenljive obveznice se v primeru povišanja cene delnice odloči za izvršitev zamenjave. Postane delničar družbe, s tem pa si pridobi tudi pravico udeležbe pri dobičku.

Poleg stečajnega postopka je najslabša stvar, ki se lahko zgodi, da imetnik zamenljive obveznice prejme le tekoča plačila obresti, ki so nižja kot pri navadni obveznici. Če se cena navadne delnice ne poveča med datumom nakupa zamenljive obveznice in datumom dospelosti, obvezničar ne izvrši zamenjave (Johnson, 1983, str. 178). S tem imetnik zamenljive obveznice izkoristi zaščito pred padcem cene delnice.

Razlog za zamenjavo zamenljive obveznice v navadno delnico je lahko visoka cena delnice. Pri določeni stopnji tekoče donosnosti se lahko zgodi, da donosnost obveznice postane prenizka in postane lastništvo navadne delnice bolj željeno. Ponavadi imajo zamenljive obveznice višjo tekočo donosnost od delnice. Če dividendna donosnost preseže tekočo donosnost zamenljive obveznice, je za vlagatelja bolj donosno, če izvrši zamenjavo (Fabozzi, 2001, str. 294). To se ponavadi pojavi, ko cena zamenljive obveznice precej preseže nominalno vrednost (Johnson, 1983, str. 178).

Konzervativni obvezničarji kupijo zamenljive obveznice, ko so obrestne mere ciklično visoke, kar pomeni, da bo v prihodnosti na trgu narasla cena obveznicam, in ko so cene navadnih delnic ciklično nizke. To na splošno zaščiti obvezničarje, da bi se znašli v poziciji, kjer bi bila cena zamenljive obveznice pod nominalno vrednostjo. Tekoča donosnost pri takih obveznicah naj bi bila znatno višja kot donosnost pri ustrezni navadni delnici. Obvezničarji lahko potem izračunajo donosnost do dospelja, ki bo kombinacija prejetih letnih obresti in povprečnega povečanja cene vrednostnega papirja po nominalni vrednosti na leto (Johnson, 1983, str. 178).

4. 3. Vrednost zamenljive obveznice

Vrednost zamenljive obveznice sestavljajo tri vrste vrednosti, in sicer vrednost navadne obveznice (*ang. straight bond value*), vrednost zamenjave (*ang. conversion value*) in vrednost opcije (*ang. option value*) (Ross et al., 2002, str. 681). Vsaka od njih je podrobneje predstavljena v nadaljevanju.

4. 3. 1. Vrednost navadne obveznice

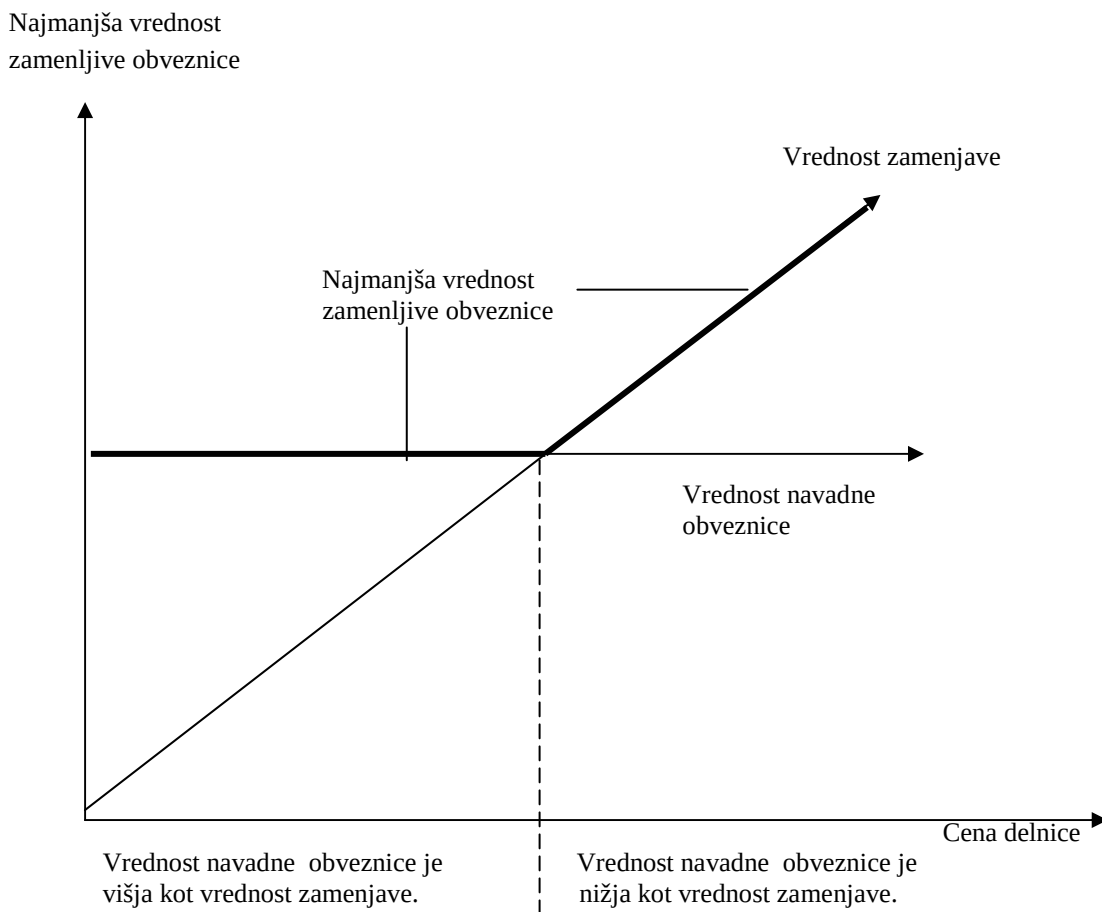
Vrednost navadne obveznice ali čista vrednost obveznice je vrednost, po kateri bi se lahko zamenljiva obveznica prodala, če se ne bi mogla zamenjati v navadno delnico. Pomeni, če bi se z njo trgovalo kot z navadno obveznico (Ross et al., 2002, str. 681). Vrednost navadne obveznice je odvisna od spremembe nivoja obrestne mere, od sprememb v osnovnih določilih izdajatelja in od minevanja časa. Vrednost navadne obveznice naraste z upadom nivoja obrestne mere in z izboljšano kreditno sposobnostjo izdajatelja (Zubulake, 1991, str. 31). Vrednost navadne obveznice je torej enaka sedanji vrednosti izplačanih kuponov in glavnice, diskontiranih z obrestno mero, ki pripada navadni primerljivi obveznici, kot je prikazano v formuli:

$$\text{Vrednost navadne obveznice} = \sum_{t=1}^n \frac{C}{(1+r)^t} + \frac{P}{(1+r)^n} \quad (1)$$

kjer, P , predstavlja nominalno vrednost obveznice, r , je diskontna stopnja, C , predstavlja kuponsko stopnjo in, n , število obdobji do dospelosti (Calamos, 1998, str. 156).

Slika 5 na str. 19 prikazuje odnos med vrednostjo navadne obveznice in ceno delnice. Slika je izdelan pod predpostavko, da pri zamenljivi obveznici ni kreditnega tveganja. V takem primeru vrednost navadne obveznice ni odvisna od cene delnice in je na sliki prikazana kot ravna premica. Vrednost navadne obveznice pri zamenljivi obveznici je njena najmanjša vrednost. Cena zamenljive obveznice ne more biti nižja od vrednosti navadne obveznice (Ross et al., 2002, str. 681).

Slika 5: Najmanjša vrednost zamenljive obveznice glede na vrednost delnice pri dani obrestni meri



Vir: Ross et al., 2002, str. 681.

4. 3. 2. Vrednost zamenjave

Vrednost zamenljive obveznice je odvisna od vrednosti zamenjave. Vrednost zamenjave pove, koliko bi bila obveznica vredna, če bi se takoj zamenjala v navadno delnico po tekoči ceni. Ponavadi je vrednost zamenjave izračunana z množenjem razmerja zamenjave s tekočo ceno navadnih delnic, kot je prikazano v formuli 2. Vrednost zamenjave je lahko izražena z odstotki nominalne vrednosti ali pa v denarnih enotah.

$$\text{Vrednost zamenjave} = \text{razmerje zamenjave} * \text{tekoča cena navadne delnice} \quad (2)$$

Vrednost zamenjave je določena z vrednostjo navadnih delnic podjetja, kot je prikazano na Sliki 5. Ko vrednost navadne delnice raste in pada, cena zamenjave raste in pada z njo (Ross et al., 2002, str. 681). Vrednost zamenjave oziroma nihanja v ceni delnice najbolj vpliva na spremembe vrednosti zamenljive obveznice.

Na Sliki 5 na str. 19 je vrednost zamenjave prikazana s premico, ki ima začetek v izhodišču koordinatnega sistema. Nagnjenost premice pa prikazuje razmerje zamenjave.

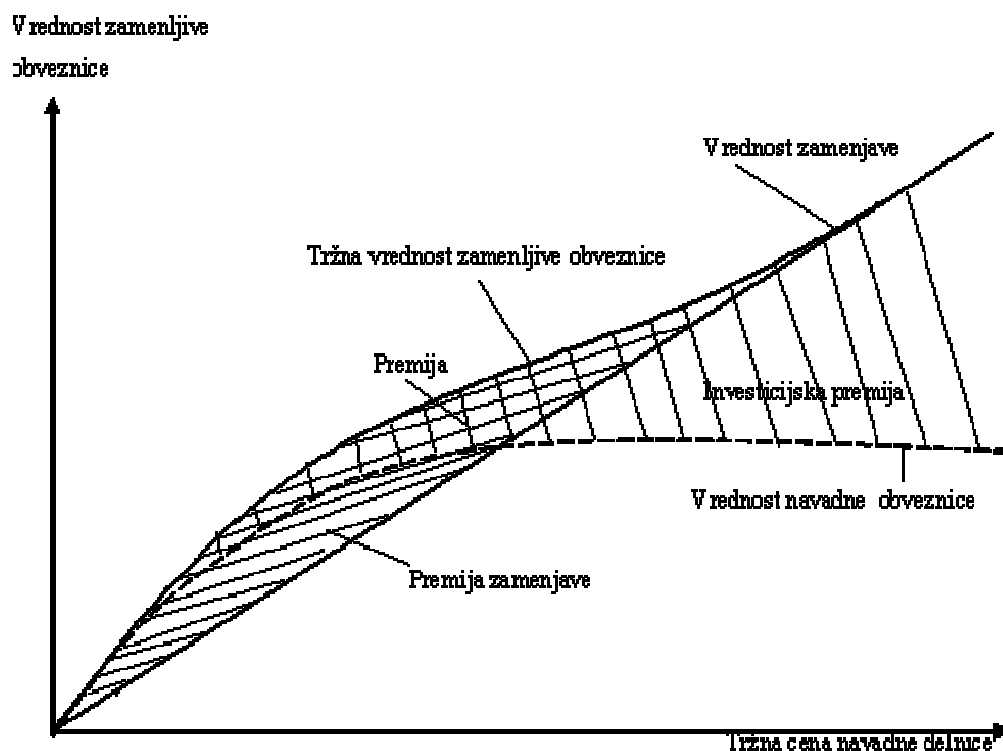
Kot je prikazano, je **najmanjša vrednost oziroma "talna" vrednost** (*ang. floor value*) zamenljive obveznice lahko vrednost navadne obveznice ali pa vrednost zamenjave. Odvisno od tega, katera od teh dveh vrednosti je višja. Pri nizki ceni delnice je vrednost navadne obveznice višja kot vrednost zamenjave. Na tem delu je najmanjša vrednost zamenljive obveznice enaka vrednosti navadne obveznice. Po točki, kjer vrednost zamenjave preseže vrednost navadne obveznice, pa je najmanjša vrednost zamenjave enaka vrednosti zamenjave. Če se zamenljiva obveznica proda po ceni, ki je nižja od najmanjše vrednosti zamenljive obveznice, lahko obvezničar izkoristi priložnost netveganega dobička v obliki arbitraže med dvema vrednostnima papirjema. Gre za primer arbitraže, kjer se zgodi istočasen nakup in prodaja podobnih ali identičnih vrednostnih papirjev, z namenom priti do dobička ob zamenjavi vrednostnih papirjev. V primeru, če tržna vrednost zamenljive obveznice pade pod vrednost zamenjave, bo vlagatelj, ki se ukvarja z arbitražnimi posli, kupil zamenljivo obveznico, jo zamenjal v delnico in jo istočasno prodal (Zubulake, 1991, str. 16). S tem se vlagatelji na trgu obveznic okoristijo z možnim arbitražnim dobičkom in hkrati se poveča povpraševanje po zamenljivih obveznicah. To pomeni, da je tržna vrednost zamenljive obveznice nad njeno vrednostjo zamenjave oziroma nad njeno najmanjšo vrednostjo (Calamos, 1998, str. 203).

4. 3. 3. Vrednost opcije

Vrednost zamenljive obveznice bo dejansko presegla investicijsko vrednost obveznice in vrednost zamenjave, ker imetnikom zamenljivih obveznic ni treba takoj izvesti zamenjave. Namesto tega lahko s čakanjem izkoristijo boljše priložnosti v prihodnosti. Ta možnost čakanja, ki jo določa vrednost opcije, omogoča, da lahko vrednost zamenljive obveznice preseže obe vrednosti (Ross et al., 2002, str. 682). Vrednost opcije za obvezničarja pri zamenljivi obveznici je enaka premiji.

Na Sliki 6 na str. 23 je tržna cena navadne delnice prikazana na horizontalni osi; vrednost zamenljive obveznice je prikazana na vertikalni osi. Treba je poudariti, da ima vsaka os drugačno merilo. Diagonalna premica, ki izhaja iz središča koordinatnega sistema, predstavlja vrednost zamenjave. Je linearna, kar pomeni, da je razmerje zamenjave, ki določa naklon premice, konstantno glede na pričakovano tržno ceno delnice. Krivulja vrednosti navadne obveznice je povezana s tržno ceno delnice.

Slika 6: Odnos med investicijsko premijo in premijo zamenjave



Vir: Van Horne, 1994, str. 227.

Če podjetje finančno slabo posluje, je velika verjetnost, da bosta ceni obeh, delnice in obveznice, nizki. Pri ekstremu, če bi bila celotna vrednost podjetja nič, bi imeli obe, delnica in obveznica, vrednost nič. Ko je vrednost podjetja nizka, na vrednost zamenljivih obveznic najbolj vpliva njena lastnost vrednosti navadne obveznice. Tržna vrednost zamenljive obveznice je blizu vrednosti navadne obveznice. To pomeni, ko je vrednost delnice nizka, lastnost vrednosti zamenjave pri zamenljivi obveznici postane nična (Ross et al., 2002, str. 683). V tem primeru je zamenljiva obveznica globoko »out of the money« (brez notranje vrednosti). Se pravi da zamenljiva obveznica nima notranje vrednosti, ker je trenutna tržna cena obveznice nižja od odkupne cene (Prohaska, 1999, str. 170).

Ko podjetje posluje dobro, se cena navadne delnice poveča, vrednost zamenljive obveznice pa se poveča po upadajoči stopnji. Vrednost podjetja je zelo visoka in vrednost zamenljive obveznice je največkrat določena z njihovo lastnostjo vrednosti zamenjave. Pri visoki vrednosti delnice prevlada lastnost vrednosti zamenjave. Tržna vrednost zamenljive obveznice se približa vrednosti zamenjave (Ross et al., 2002, str. 683). Zamenljiva obveznica je globoko »in the money« (z notranjo vrednostjo), kar pomeni, da ima obveznica notranjo vrednost, ker je trenutna tržna cena obveznice presegla odkupno ceno (Prohaska, 1999, str. 170).

Po določeni točki postane krivulja vrednosti obveznice položna in povečanja cene navadne delnice v prihodnosti niso povezana z vrednostjo obveznice. Najmanjša vrednost obveznice v tej točki je determinirana z vrednostjo obveznic z visoko bonitetno oceno (*ang. high-grade bonds*), ki se prodajajo na trgu kapitala. Navzgor ukrivljena krivulja predstavlja tržno ceno zamenljive obveznice. Razlika med to krivuljo in krivuljo vrednosti navadne obveznice je premija nad vrednostjo navadne obveznice oziroma investicijska premija (*ang. premium-over-bond value*), ki izraža vrednost lastnosti zamenljivosti. Medtem pa razdalja med krivuljo tržne vrednosti zamenljive obveznice in premico vrednosti zamenjave predstavlja premijo nad vrednostjo zamenjave oziroma premijo zamenjave (*ang. premium-over-conversion value*) (Van Horne, 1994, str. 228). Obe premiji sta lahko izraženi v odstotkih ali pa v denarnih enotah. Kompromis med premijama določa vrednost opcije za obvezničarja in je prikazana na Sliki 6 na str. 23.

Kot je bilo že omenjeno, zamenljiva obveznica poleg značilnosti navadne obveznice vključuje tudi nakupno opcijo na vrednostni papir. Tako vlagatelj plača investicijsko premijo za možnost povečanja vrednosti delnice. Investicijska premija izraža stopnjo tveganja na trgu kapitala. Zamenljive obveznice, s katerimi se trguje po investicijski premiji, nudijo nižjo donosnost kot navadne obveznice. Pomeni, da nakupna opcija na delnico poveča vrednost zamenljive obveznice glede na vrednost navadne obveznice, a hkrati zmanjša donosnost zamenljive obveznice (Zubulake, 1991, str. 56). Višja kot je investicijska premija, bolj je tržna cena zamenljive obveznice občutljiva na padec cene navadne delnice. Zamenljive obveznice, ki imajo visoko investicijsko premijo, so bolj izpostavljene izgubi. Medtem pa so zamenljive obveznice z nižjo investicijsko premijo manj občutljive na padec v ceni navadne delnice in s tem manj izpostavljene tveganju izgube (Calamos, 1998, str. 24). Kot je prikazano v Tabeli 2 na str. 23 se investicijska premija zmanjša, če pade vrednost delnice.

Premija zamenjave izraža zahtevano povečanje cene delnice, da se izenačita vrednost zamenjave in tržna cena zamenljive obveznice. Je relativna mera za možnost dobička ali tveganje izgube pri zamenljivi obveznici. Na premijo zamenjave vplivajo nestanovitnost (*ang. volatility*) delnice, donosnost zamenljive obveznice, možnost poziva k odpoklicu in splošni faktorji, ki vplivajo na ponudbo in povpraševanje po izdajah zamenljivih obveznic. Posledica nestanovitnosti delnice, manjša možnost poziva k odpoklicu ter večje povpraševanje in manjša ponudba po izdajah zamenljivih obveznic je višja premija zamenjave. Kot je prikazano v Tabeli 2 na str. 23, premija zamenjave naraste, če cena delnice pade (Zubulake, 1991, str. 48).

Tabela 2: Spremembe premij glede na spremembe vrednosti navadne delnice

Vrednost delnice	Investicijska premija	Premija zamenjave
Naraste	Naraste	Pade
Pade	Pade	Naraste

Vir: Zubulake, 1991, str. 57, 49.

Pri relativno visokem nivoju cene navadne delnice je vrednost zamenljive obveznice, ki ima lastnosti navadne obveznice, neznatna. Posledično je investicijska premija visoka, medtem ko je premija zamenjave malenkostna. Obvezničarji niso pripravljeni plačati znatno premijo zamenjave, ker so zamenljive obveznice pri visoki vrednosti zamenjave lahko pozvane k odpoklicu s strani izdajatelja. Če izdajatelj pozove k odpoklicu, ko je cena delnice visoka, bo obvezničar zamenjal obveznice za določeno število delnic (Van Horne, 1994, str. 228).

Vrednost zamenljive obveznice je odvisna od (Brennan, Schwartz, 1980, str. 907):

- tveganja in strukture kapitala podjetja,
- politike izplačil podjetja,
- nakupne politike, ki jo vodi podjetje,
- pogojev, po katerih se izvede zamenjava v navadno delnico,
- tekoče cene delnice.

4. 3. Model vrednotenja zamenljivih obveznic

Model vrednotenja zamenljive obveznice je obrazložen s primerom. Vzemimo, da je podjetje leta 2000 razmišljalo o izdaji 20-letne zamenljive obveznice po ceni 1000 evrov. Vsaka obveznica bi imela 10 odstotne obresti in bi bila zamenljiva za 20 delnic. Cena zamenjave bi znašala 50 evrov. V primeru, da obveznice ne bi bile zamenljive, bi bila ustrezna obrestna mera 12 odstotkov. Na osnovi teh podatkov lahko izračunamo vrednost navadne obveznice pri zamenljivi obveznici ob izdaji (B_0) s pomočjo naslednjega modela vrednotenja obveznic.

$$B_0 = \frac{F}{(1+r)^n} + \sum_{t=1}^n \frac{R}{(1+r)^t} = \frac{1000EUR}{(1,12)^{20}} + \sum_{t=1}^{20} \frac{1000EUR}{(1,12)^t} = 851EUR \quad (3)$$

Pričakovana dividenda delnic podjetja v naslednjem letu znaša 2,80 evrov, tekoča cena delnice pa 35 evrov. V skladu s pričakovanji naj bi cena naraščala vsako leto za 8 odstotkov. Torej je pričakovana cena delnice v določenem prihodnjem letu (t) enaka

$$P_t = P_0(1 + g)^t = 35EUR * (1,08)^t. \quad (4)$$

Ker zamenljive obveznice dovoljujejo zamenjavo za 20 delnic pri začetni menjalni vrednosti 700 evrov, bo pričakovana vrednost obvezničarja pri menjavi (C_0) enaka

$$C_0 = 35EUR * (1,08)^t * (20). \quad (5)$$

Podjetje bo imelo po 10 letih pravico do poziva k odpoklicu zamenljivih obveznic in jih bo pripravljeno odkupiti, če bo vrednost zamenjave presegla odkupno ceno za najmanj 20 odstotkov.

Ob danih podatkih je predvidevanje podjetja in obvezničarja naslednje:

- Dejanska tržna cena zamenljive obveznice mora biti vedno enaka ali višja od vrednosti navadne obveznice, kolikor je ta višja od njene vrednosti zamenjave, sicer pa od vrednosti zamenjave obveznice.
- Tržna cena zamenljive obveznice bo običajno višja od njene spodnje meje, ker so obvezničarji pripravljeni plačati premijo za morebitne kapitalne priraste, v primeru da se cena delnic zviša.
- Razlika med tržno ceno zamenljive obveznice in njeno spodnjo mejo (premija, ki so jo pripravljene plačati obvezničarji) se bo postopoma zmanjševala in bo v 10. letu enaka nič. To upadanje nastopi zaradi naslednjih dveh razlogov:

- Dividende na delnico domnevno naraščajo po stopnji 8 odstotkov, medtem, ko so obresti na zamenljivo obveznico stalne. Po 8 letih bi dividende 20 delnic presegle obresti na zamenljivo obveznico, kar bi v naslednjih letih pomenilo močno povečanje oportunitetnih stroškov zamenljive obveznice, ki ni bila zamenjana v delnice. To je razvidno iz naslednje formule:

$$D_8 = 2,8EUR * (1,08)^8 * (20) = 103,65EUR \quad (6)$$

- Po 10 letih bi bilo zamenljivo obveznico mogoče odkupiti po 1000 evrov. V tem primeru bi obvezničar bodisi zamenjal zamenljivo obveznico za navadne delnice, vredne 1511 evrov ($35EUR * (1,08)^{10} * (20) = 1511EUR$), bodisi prejel 1000 evrov pri odkupu zamenljive obveznice. Seveda bi se odločil za zamenjavo obveznic v delnice. Če bi se zamenljiva obveznica v času odkupa prodajala po ceni, višji od 1511 evrov, bi obvezničarji utrpeli takojšnjo izgubo v višini razlike med ceno zamenljive obveznice in vrednostjo zamenjave. Zaradi klavzule o pozivu k odpoklicu, torej tržna cena zamenljive obveznice potem, ko je zamenljivo obveznico mogoče odkupiti, ne more presegati odkupne cene, če je ta višja od vrednosti zamenjave, sicer pa vrednost zamenjave.

- V primeru, da vlagatelj kupi delnico podjetja, bo pričakoval stopnjo donosa v višini 16 odstotkov, kot je prikazano v formuli

$$k_s = \frac{D}{P_0} + g = \frac{2,8\text{EUR}}{35\text{EUR}} + 0,08 = 0,16. \quad (7)$$

V primeru, da bi kupil običajno obveznico, pa bi mu le ta prinesla 12 odstotni donos. Zamenljiva obveznica ima zagotovljene obresti in določeno možnost kapitalnega prirasta, zato bi morala biti, v skadu s tveganjem, njena pričakovana donosnost med 12 odstotkov in 16 odstotkov. Pričakovano donosnost zamenljive obveznice (k_c) lahko dobimo z rešitvijo naslednje enačbe:

$$\text{začetna cena} = \sum_{t=1}^{10} \frac{\text{obresti}}{(1+k_c)^t} + \frac{\text{vrednost zamenjave}}{(1+k_c)^{10}} \quad (8)$$

$$1000\text{EUR} = \sum_{t=1}^{10} \frac{100\text{EUR}}{(1+k_c)^t} + \frac{1511\text{EUR}}{(1+k_c)^{10}}. \quad (9)$$

Z rešitvijo enačbe dobimo pričakovano donosnost zamenljive obveznice, ki znaša 12,8 odstotkov. Torej bi v skladu s predpostavkami tega primera obvezničar, ki bi kupil zamenljivo obveznico po začetni ceni 1000 evrov, lahko pričakoval stopnjo donosa v višini 12,8 odstotkov (Veselinovič, 1991, str. 200).

5. Prednosti in slabosti zamenljive obveznice

5.1. Prednosti in slabosti za izdajatelja

V nadaljevanju so navedene poglavitne *prednosti za izdajatelja*. Izdajatelj pride lažje do dolgoročnih virov sredstev, za katera je velika verjetnost, da se bodo spremenila v trajne vire sredstev, razen če ne bo podjetje slabo poslovalo. Obstaja velika verjetnost, da se bo dolžniški kapital spremenil v lastniškega (Ribnikar, 1990, str. 368). Pomembna prednost pri zamenljivi obveznici je, da se izdajatelj zadolžuje po nižjih obrestnih merah kot pri navadnih obveznicah in z manj restriktivnimi določili. Pomembna prednost je, da podjetje z odloženim lastniškim financiranjem, lahko iztrži višjo ceno za svojo delnico. Z izdajo zamenljivih obveznic, v času, ko je cena delnic na trgu kapitala nizka in z izvršitvijo zamenjave v lastniški kapital pri višji ceni v prihodnosti.

V nadaljevanju so navedene pomembnejše *slabosti za izdajatelja*. Podjetje se zadolžuje z dolgom, ki je potencialno delniški kapital, in vse do dospelja tega dolga (ali do odpoklica obveznic) ni poznano, koliko bo dodatnega lastniškega kapitala (Ribnikar, 1990, str. 368).

Naslednja slabost je, da obstaja možnost razvodenitve delnic po zamenjavi (Walmsley, 1988, str. 65). V primeru, če cena delnice močno naraste, bi bilo za izdajatelja boljše, če bi se zadolžil ne glede na višjo obrestno mero, kasneje prodal navadne delnice in z izkupičkom vrnil dolg. Slaba stran zamenljivih obveznic za izdajatelja je, da če želi podjetje povečati delež lastniškega kapitala in cena delnice po izdaji zamenljive obveznice ne naraste dovolj, bo podjetje ostalo zadolženo. Kot pomembno slabost pa je mogoče šteti tudi to, da je za zamenljive vrednostne papirje značilna nizka obrestna mera, prednost, ki daje podjetju možnost zadolževanja z nižjimi stroški in je z zamenjavo izgubljena (Veselinovič, 1991, str. 201). Po zamenjavi zamenljive obveznice v določeno število delnic, podjetje nima več dolga ampak obveznosti do delničarja.

5. 2. Prednosti in slabosti za obvezničarja

Najprej je navedeno nekaj *dobrih lastnosti zamenljivih obveznic za obvezničarja*. Vlagatelj postane z nakupom zamenljive obveznice potencialni delničar. Z večanjem vrednosti podjetja oziroma večanjem vrednosti delnice se povečuje verjetnost, da bo obvezničar zamenjal obveznice za delnice podjetja. S tem bo udeležen pri delitvi dobička podjetja (Ribnikar, 1990, str. 368). V primeru, da se poslovanje podjetja poslabša, kar pomeni posledično, da se cena delnice ne povečuje, ostane obvezničar kot imetnik zamenljive obveznice posojilodajalec. Če podjetje posluje dobro, se delnico lahko odkupi po ugodni ceni (Walmsley, 1988, str. 65). Zamenljive obveznice omogočajo obvezničarju varnost pri osnovnem in obrestnem dohodku in ponujajo možnost povečanja kapitalske vrednosti (Amling, 1989, str. 150). Velika prednost zamenljivih obveznic je, da nudijo imetniku varnost in rednost dohodka. Izkušenemu vlagatelju lahko pomagajo pri zaščiti pred nihanjem cen na kapitalskem trgu. Na primer, z nakupom zamenljive obveznice in kmalu zatem s prodajo pripadajoče delnice, lahko vlagatelj v najslabšem primeru malo izgubi, v najboljšem pa pridobi z nihanjem cene delnice na trgu kapitala (Faerber, 1993, str. 147). Zamenljive obveznice omogočajo institucionalnim vlagateljem in finančnim institucijam, da so lahko udeleženi pri delitvi dobička iz kapitala podjetja, čeprav po zakonu ne smejo imeti v lasti velike vsote navadnih delnic (Amling, 1989, str. 150). Nudijo zaščito pred inflacijo (*ang. inflation hedge*), ker tržna cena delnice in zamenljive obveznice raste z inflacijo (Faerber, 1993, str. 147). V primeru, da inflacija občutno zmanjša realno vrednost stalnih obrestnih izplačil pri zamenljivem vrednostnem papirju in je cena navadne delnice napihnjena, potem lahko imetniki zamenljivih vrednostnih papirjev zamenjajo svoje vrednostne papirje (Francis, 1988, str. 34).

V nadaljevanju so navedene še pomembnejše *slabe strani za obvezničarje*. Imetnik zamenljive obveznice dobiva praviloma nižje obresti, kakor bi jih dobil, če bi naložil svoje premoženje v neko drugo obveznico enakega tveganja (Ribnikar, 1990, str. 368). Tveganje za obvezničarje je večje, ker imajo podrejeno terjatev (*angl. subordinated claim*) (Ribnikar, 1990, str. 368). Pri zamenljivih obveznicah je varnost v primerjavi z drugimi

podjetniškimi dolgovi (*ang. corporate debt*) relativno manjša (Amling, 1989, str. 151). Večina zamenljivih obveznic ima nakupno opcijo s strani izdajatelja. To pomeni, da podjetje lahko pozove k odkupu zamenljivo obveznico po svoji preudarnosti. Če se to zgodi, bodo obvezničarji prisiljeni v zamenjavo ali pa v prodajo ne glede na višino možnega dobička (Amling, 1989, str. 151). Obvezničar ni nujno zaščiten pred morebitno delitvijo delnic, ravno tako pa ni zaščiten pred tem, da bi delniška družba izplačevala visoke dividende, saj se v tem primeru ne bi za toliko povečala vrednost delnice razen, če teh dveh določil ne opredeljuje prospekt zamenljive obveznice (Ribnikar, 1990, str. 368). V primeru, če zamenjava ni izvedena, obvezničar ni zaščiten pred inflacijo, ker so obresti, ki jih prejema od zamenljive obveznice, snesprenljive (Faerber, 1993, str. 147).

6. Trg obveznic v Sloveniji in primeri izdaj zamenljivih obveznic

6. 1. Razvitost slovenskega trga obveznic

Obveznice so kot instrumenti dolgoročnega zadolževanja alternativa dolgoročnim posojilom. Razmerje med financiranjem prek bančnega sistema in prek trga vrednostnih papirjev (v našem primeru obveznic) je v različnih državah različno. V ZDA in Veliki Britaniji, ki sta tradicionalno vezani na trg vrednostnih papirjev, je pomen obveznic velik, v celinskih evropskih državah, predvsem v Nemčiji, pa je navezanost podjetij na banke mnogo pomembnejša (Sluga, 2002, str. 33).

Slovenski trg obveznic se je začel razvijati ob koncu osemdesetih let, in sicer kot nadomestek za neplačane obveznosti. Podjetja so dobaviteljem svoje neplačane obveznosti spremenila v obveznice, ki so jih ti, kljub slabi likvidnosti, lahko unovčili na sekundarnem trgu. V začetku devetdesetih let je trg obveznic začela uporabljati država za sanacijo gospodarstva (železarne) in bank. Pozneje so jih začele uporabljati še banke. Z izdajanjem podrejenih obveznic, ki se vključujejo v dodatni kapital, so banke izpolnjevale kapitalске zahteve, ki jih je za podelitev licence predpisala Banka Slovenije (Sluga, 2002, str. 33).

Slovenija je majhna država, na trgu obveznic pa je zelo pomembna velikost. V Sloveniji je malo prostora za razvoj velikih in uspešnih podjetij, za katera so obveznice primerna oblika financiranja. Prav tako na finančnem trgu ni dovolj velikih institucionalnih investitorjev, ki so glavni kupci obveznic. Ustrezno likvidnost in nižje stroške izdaje zagotavljajo samo velike izdaje obveznic. Poleg tega je slovensko gospodarstvo tradicionalno nagnjeno k bančnemu financiranju (Sluga, 2002, str. 37).

Obveznice so lahko zanimiv vir financiranja za velika in znana podjetja, ki že kotirajo na borzi. Prednosti financiranja z izdajo podjetniških obveznic za podjetja so predvsem v

prožnosti prilagajanja plačevanja obveznosti denarnemu toku. Ročnost obveznice lahko doseže tudi 15 let. Pri izdaji obveznic niso potrebna posebna zavarovanja. Podjetja lahko izbirajo med več vrst obveznicami. Slaba stran izdaje obveznic za podjetja je v tem, da so stroški izdaje večji od najema posojila. Večji del stroškov zajemajo pristojbine Agencije za trg vrednostnih papirjev, vpis v register KDD, kotacije na Ljubljanski borzi, objave v časopisju (Petravs, 2001, str. 23).

Tabela 2 v Prilogi 2 prikazuje podatke o podjetniških obveznicah, katerim je Agencija za trg vrednostnih papirjev izdala dovoljenje za prvo javno prodajo oziroma organizirano trgovanje od leta 1994 do konec leta 2004. V Sloveniji je v desetih letih prišlo na trg 92 izdaj podjetniških obveznic s skupno nominalno vrednostjo 242.582 milijonov SIT. Med izdanimi dovoljenji za javno prodajo so zajete le tri izdaje zamenljivih obveznic s skupno nominalno vrednostjo 2.093 milijonov SIT. Leta 1994 je Agencija za trgovanje z vrednostnimi papirji izdala dovoljenje za javno ponudbo zamenljivih obveznic UBK Univerzalni banki d.d. in Dolenjski banki d.d.. Družba Nika investiranje in razvoj d.d. je dobila dovoljenje za javno ponudbo zamenljivih obveznic leta 1997. V nadaljevanju so predstavljeni trije primeri izdaj zamenljivih obveznic v Sloveniji.

6. 2. Primeri javnih izdaj zamenljivih obveznic v Sloveniji

Banka Slovenije je leta 1994 povišala zahtevani jamstveni kapital, potreben za ohranitev neomejenega dovoljenja za poslovanje bank. Zato sta se banki UBK in Dolenjska banka odločili za dokapitalizacijo v obliki zamenljivih obveznic, ker so se lahko upoštevale kot jamstveni kapital, če je bila njihova zapadlost daljša od petih let. V tistem času bi težko pridobile vlagatelje v lastniške vrednostne papirje, ker je bilo tveganje preveliko. Odločili sta se za dokapitalizacijo z izdajo zamenljivih obveznic in ponudili ugodne kredite za njihov nakup.

UBK banka se je pred dospelostjo zamenljivih obveznic pripojila SKB banki, ki je prevzela vse njene obveznosti. Ker je SKB banka razpolagala z zadostnim jamstvenim kapitalom, ni bilo potrebe po zamenjavi zamenljivih obveznic v delnice, zato jih je izplačala v skladu s prospektom.

Dolenjska banka je svoje zamenljive obveznice v celoti spremenila v delnice. Do konca leta 1999 je bilo 28 zamenljivih obveznic zamenjanih v delnice banke, v zadnjem letu življenja zamenljivih obveznic pa jih je bilo zamenjanih še preostalih 97.

Podjetje Nika je leta 2000 zašlo v težave in je bilo prisiljeno izvesti prisilno poravnavo. Del zamenljivih obveznic je bil zamenjan v delnice, ostale zamenljive obveznice pa so bile predčasno izplačane v višini 20 odstotkov njihove vrednosti.

UBK Univerzalna banka d.d.

UBK Univerzalna banka d.d. Ljubljana je dne 10.8. 1994 izdala zamenljive obveznice v višini 6 milijonov DEM nominalne vrednosti, v apoenih po 75 tisoč DEM. Obveznice so imele zapadlost 10 let s petletnim moratorijem in niso bile predčasno vnovčljive. Obrestna mera je bila spremenljiva in se je izplačevala polletno ob predložitvi kupona. Obrestna mera je znašala eno odstotno točko nad povprečno letno obrestno mero dolgoročnih dolžniških vrednostnih papirjev, katerih izdajatelj je bila Republika Slovenija. Ti vrednostni papirji so bili obrestovani in nominirani v DEM ter so kotirali na Ljubljanski borzi. Obresti so se izplačevale vseh deset let, s tem da so bile zadnjih pet let izplačljive skupaj z ustreznim delom glavnice (Prospekt javne ponudbe zamenljivih obveznic UBK banke, 1994).

Obveznice so bile zamenljive za delnice UBK banke d. d. razreda B 4. emisije v razmerju 1:225. Banka je osnovni kapital pogojno povečala za 108 milijonov tolarjev, kar predstavlja 18 tisoč delnic, katere nominalna vrednost znaša 6 tisoč tolarjev (Prospekt javne ponudbe zamenljivih obveznic UBK banke, 1994).

Obveznice so bile izdane z namenom dokapitalizacije banke in za zagotovitev dolgoročnega vira financiranja lastninskih in privatizacijskih procesov ter razvojnih projektov za prestrukturiranje in dokapitalizacijo gospodarskih družb (Prospekt javne ponudbe zamenljivih obveznic UBK banke, 1994).

Dolenjska banka d.d.

Dolenjska banka je na dan 1.10.1994 izdala zamenljive obveznice 1.emisije na prinosnika v višini 12,5 milijonov DEM, v apoenih po 100 tisoč DEM. Rok zapadlosti obveznic je bil 5,5 let. Obrestna mera je bila fiksna in je znašala 9 odstotkov. Obresti so se izplačevale polletno ob predložitvi kupona (Prospekt javne ponudbe zamenljivih obveznic Dolenjske banke, 1997).

Obveznice so bile zamenljive v navadne imenske delnice 3. emisije Dolenjske banke d.d., Novo mesto, v razmerju 100 tisoč DEM nominalne vrednosti obveznice za tisoč delnic. Na podlagi Sklepa o pogojnem povečanju kapitala, ki je bil vpisan v sodni register dne 13.10.1994, je banka izdala navadne imenske delnice 3. emisije v višini milijarde tolarjev, kar predstavlja 125 tisoč delnic, katere nominalna vrednost znaša 8 tisoč tolarjev (Prospekt ponudbe zamenljivih obveznic Dolenjske banke, 1997).

Obveznice so bile izdane z namenom pridobitve dodatnega kapitala v višini, ki bo banki zagotavljal ohranitev neomejenega dovoljevanja za poslovanje v skladu z zakonskimi

zahtevami ter predpisi Banke Slovenije (Prospekt ponudbe zamenljivih obveznic Dolenjske banke, 1997).

NIKA, investiranje in razvoj,d.d.

Družba Nika, investiranje in razvoj d.d. je v letu 1998 uspešno zaključila s postopkom javne ponudbe zamenljivih obveznic, ki ga je začela konec leta 1997. Rok zapadlosti obveznic je bil pet let. Skupna nominalna vrednost celotne izdaje je znašala milijardo tolarjev, v apoenih po 10 tisoč tolarjev. Obrestna mera obveznice je bila sestavljena iz revalorizacijskih obresti, izraženih s temeljno obrestno mero, ki jo objavlja Banka Slovenije, in 7,25 odstotka letne realne obrestne mere. Realni del obresti se je pripisoval glavnici in izplačeval skupaj z glavnico ob zapadlosti obveznice. S kuponi, ki so zapadli 1.decembra vsako leto po letu izdaje, so imetniki prejeli le revalorizacijski del obresti, z zadnjim kuponom, ki je zapadel 1.12.2002, pa poleg revolarizacije zadnjega leta še začetno glavnico, povečano za petletne realne obresti (Letno poročilo, 1998).

Obveznice so bile zamenljive za redne delnice družbe Nika, investiranje in razvoj, d.d. 3. izdaje v razmerju 1:1. V ta namen je družba v sodni register, na podlagi sklepa skupščine z dne 14.6.1996, vpisala pogojno povečanje kapitala za 100 milijonov tolarjev za čas do zapadlosti obveznic (Letno poročilo, 1998). Obveznice so bile izdane z namenom pridobivanja dolgoročnih virov sredstev za prestrukturiranje obveznosti družbe in hkrati za uresničevanje poslovnih načrtov družbe (Prospekt ponudbe zamenljivih obveznic Nike, 1994).

S strani vlagateljev vidimo, da so javne izdaje zamenljivih obveznic v Sloveniji pokazale vse tri možnosti, ki se lahko zgodijo vlagateljem v zamenljive obveznice. Pokazalo se je, da je zamenljiva obveznica lahko zelo tvegan vrednostni papir. Pri UBK banki so vlagatelji prejeli tisto, kar jim je prospekt obljubljal, niso pa vnovčili opcije. Ker banka ni bila več samostojna in tudi njihova delnica v času pripojitve ni bila na trgu likvidna, zamenjava ni bila smiselna. Po pripojitvi k SKB banki so vlagatelji pridobili z izboljšanjem bonitete izdajatelja, saj je bila po novem izdajateljica zamenljivih obveznic dobro stoječa banka. Vlagatelji v te zamenljive obveznice so dobili, kar so pričakovali iz naslova osnovnega instrumenta, opcije pa ni bilo smiselno vnovčiti.

Pri Dolenjski banki so vsi imetniki zamenljivih obveznic pred dospelostjo zamenljive obveznice zamenjali v delnice. Bližal se je prevzem banke s strani NLB, kar je ceno delnic posledično povečalo, to pa je vzpodbudilo imetnike zamenljivih obveznic, da jih zamenjajo v delnice banke. Vlagatelji v zamenljive obveznice so dobili več kot so pričakovali.

Pri Niki gre za primer podjetja, kjer se težko predvideva poslovanje v prihodnosti. Vlagatelji so investirali v zamenljive obveznice, ko je bila prihodnost podjetja obetavna.

Kmalu po izdaji je podjetje zašlo v težave in bilo prisiljeno izpeljati postopek prisilne poravnave, kar je povzročilo padec cene njihove delnice. Imetniki zamenljivih obveznic so imeli leto pred dospelostjo obveznic možnost zamenjave ali poplačilo le 20 odstotnega dolga. Nekaj imetnikov zamenljivih obveznic se je odločilo za zamenjavo v delnice, večino pa je Nika izplačala pod ceno. Vlagatelji v zamenljive obveznice niso dosegli svojih pričakovanj niti iz naslova osnovnega finančnega instrumenta.

Sklep

Prva zamenljiva obveznica se je pojavila v 19. stoletju v ZDA. Klavzula o zamenjavi je bila prvič dodana hipotekarni obveznici, da bi privlačila vlagatelje k financiranju gradnje železnic. Podjetja so izdajala zamenljive obveznice, ker so tako privabila večji krog delničarjev, kot bi jih s ponudbo navadnih obveznic. V 60-ih letih 20. stoletja je bil razlog za povečanje izdaj zamenljivih obveznic v lastniških povezavah in prevzemih, ki so tvorili konglomerate. Dvajset let kasneje je prišlo do velikega povečanja vseh vrst dolžniškega financiranja, med njimi tudi tistega z zamenljivimi obveznicami. Rastoča podjetja so si velik del svoje rasti financirala z izdajami zamenljivih obveznic. Večina takih podjetij je izdajala zamenljive vrednostne papirje, ko je bila njihova boniteta slaba. Podjetja s slabo boniteto težko dobijo ugodna posojila. Konec 80-ih in začetek 90-tih let se je izdajanje zamenljivih obveznic razširilo tudi na bančni sektor. Danes je na trgu že veliko vrst zamenljivih vrednostnih papirjev.

Trg zamenljivih obveznic v ZDA je vse do danes ostal najbolj razvit, medtem ko je največ trgovanja z zamenljivimi obveznicami na japonskem trgu kapitala. V Evropi se največ trguje z zamenljivimi obveznicami v Franciji, kjer je tudi največ izdaj.

Izvršitev zamenjave zamenljive obveznice v delnico se lahko izvrši na pobudo obvezničarja ali na pobudo izdajatelja. Obvezničarju zamenljiva obveznica omogoča, da se lahko odloči zahtevati vrnitev glavnice s pripadajočimi obrestmi ali pa namesto izplačila zahteva izročitev delnic izdajatelja. To pomeni, da se z izdajo zamenljive obveznice izdajatelj zaveže, da lahko obvezničar po vnaprej določenih pogojih zahteva pridobitev delnic družbe. Kadar pa se za izvršitev zamenjave odloči izdajatelj, se postopek imenuje prisiljena zamenjava. Izdajatelj pozove k odpoklicu zamenljive obveznice, kadar je vrednost zamenjave večja od odkupne cene. S tem izdajatelj prepreči, da bi obvezničar prepoceni prišel do delnice podjetja.

Vrednost zamenljive obveznice je sestavljena iz treh delov, in sicer iz vrednosti navadne obveznice, vrednost zamenjave in opcijske vrednosti. Vrednost navadne obveznice predstavlja vrednost zamenljive obveznice, če bi se z njo trgovalo kot z navadno obveznico. Vrednost zamenjave zajema lastnosti vrednosti navadne delnice. Višja izmed

vrednosti navadne obveznice in vrednosti zamenjave določa najmanjšo oziroma "talno" vrednost oziroma najmanjšo vrednost zamenljive obveznice. Opcijska vrednost pa izraža razliko med najmanjšo vrednostjo in tržno vrednostjo zamenljive obveznice, ki je posledica vrednotenja pričakovanj glede prihodnje vrednosti izdajatelja.

Dobra lastnost zamenljive obveznice za izdajatelja je, da mu omogoča, da lažje pride do dolgoročnih virov sredstev, za katera je velika verjetnost, da se bodo spremenila v trajne vire sredstev. To se ne zgodi le tedaj, ko podjetje slabo posluje. Med slabe lastnosti zamenljive obveznice za izdajatelja pa štejemo dejstvo, da se podjetje zadolžuje z dolgom, ki potencialno predstavlja delniški kapital, in vse do dosvetja tega dolga (ali do odpoklica obveznic) ni poznano, koliko bo dodatnega delniškega kapitala. Dobra stran zamenljive obveznice za obvezničarja je v tem, da lahko postane z nakupom zamenljive obveznice potencialni delničar. Ob dobrem poslovanju podjetja imetnik zamenljive obveznice izkoristi nakupno opcijo na delnico in izvrši zamenjavo. S tem je udeležen pri delitvi dobička. Slaba stran za imetnika zamenljive obveznice je, da dobiva praviloma nižje obresti, kakor bi jih dobil, če bi naložil svoje premoženje v neko drugo obveznico enakega tveganja. Obrestne mere pri zamenljivih obveznicah so nižje od obrestnih mer pri primerljivih navadnih obveznicah, ker ima imetnik zamenljive obveznice v lasti tudi nakupno opcijo na delnico. Obvezničar lahko kadarkoli do dosvetja obveznice izvrši zamenjavo in postane soudeleženec pri delitvi dobička podjetja, če podjetje dobro posluje.

V Sloveniji je Agencija za trg vrednostnih papirjev do konca leta 2004 izdala tri dovoljenja za javno ponudbo zamenljivih obveznic. Leta 1994 sta dovoljenje za javno ponudbo zamenljivih obveznic dobili UBK Univerzalna banka d.d. in Dolenjska banka d.d. Leta 1997 je dovoljenje za javno prodajo zamenljivih obveznic dobila družba Nika, investiranje in razvoj d.d.

Pri izdaji zamenljivih obveznic UBK Univerzalne banke d.d. ni prišlo do zamenjave obveznic v delnice. V Dolenjski banki so zamenjali celotno izdajo zamenljivih obveznic pred rokom zapadlosti. V delnice pa je bilo zamenjanih le nekaj zamenljivih obveznic družbe Nika, investiranje in razvoj d.d.. Nezamenjane obveznice so bile izplačane, vendar pred rokom zapadlosti. Družba je namreč leta 2000 sklenila prisilno poravnavo.

Na primerih izdaj zamenljivih obveznic v Sloveniji lahko ugotovimo, da je bila najboljša izdaja Dolenjske banke in najslabša izdaja Nike. Vsaka izdaja je imela posebne značilnosti in diametralno nasprotne učinke.

Literatura

1. Ammann Manuel, Kind Axel, Wilde Christian: Are Convertible Bonds Underpriced? An Analysis of the French Market. 19 str.
[URL: <http://www.wvz.unibas.ch/finance/publications/researchpapers/4-02%20Convertibles.pdf>], september 2001.
2. Amling Frederick: Investments (An introduction to Analysis and Management). 6th ed. New Jersey : Prentice-Hall, 1989. 780 str.
3. Bancel Franck, Mittoo R. Usha: Why European Firms issue Convertible Debt?. 45 str.
[URL:<http://home.cc.umanitoba.ca/~umittoo/publications/EFM%202004%20Convertible.pdf>], 10.7.2004.
4. Berk Aleš et al.: Poslovne finance. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 292 str.
5. Brealey Richard A., Myers Steward C.: Principles of corporate finance. 6th ed. Boston : Irwin/McGraw-Hill, 2000. 1093 str.
6. Brennan J. Michael, Schwartz S. Eduardo: Analyzing convertible bonds. Journal of financial and Quantitative analysis, 15(1980),4, str. 907-929.
7. Calamos J. John: Convertible securities: the latest instruments, portfolio strategies, and valuation analysis. New York : McGraw-Hill, 1998. 419 str.
8. Cheng Wei, Kesayan Puspakaran, Visaltanachoti Nuttawat: A Stock Market Reaction Following Convertible Bond Issuance: Evidence from Japan.
[URL: <http://www.craig.csufresno.edu/IJB/Volumes/Volume%2010/V104-2.pdf>]
5.10.2005
9. Fabozzi J. Frank: The handbook of fixed income securities. 6th ed. New York : McGraw-Hill, 2001. 1373 str.
10. Faerber Esme: All about bonds: from the inside out. Boston : Probus, 1993. 239 str.
11. Francis Jack Clark: Management of Investment. 2nd ed. New York : MacGraw-Hill, 1988. 826 str.
12. Johnson E.Timothy: Investment Principles. 2nd ed. New Jersey : Prentice-Hall, 1983. 465 str.

13. Petravs Stane: Finančni viri: čas je za obveznice. Gospodarski vestnik : Ljubljana, 2001, 10, str. 23.
14. Prelič Saša: Pogojno povečanje osnovnega kapitala zaradi izvedbe zamenjalnega oziroma opcijskega upravičenja imetnikov mešanih obveznic. Podjetje in delo, Ljubljana, 25(1999), 3/4, str. 439-469.
15. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 170 str.
16. Ribnikar Ivan: Konvertibilna ali zamenljiva obveznica. Bančni vestnik, Ljubljana, 39(1990), 11, str. 367-368.
17. Ross Stephen A., Westerfield Randolph W., Jaffe Jeffrey F.: Corporate Finance. 6th ed. Boston : McGraw-Hill, 2002. 932 str.
18. Sluga Gregor: Vloga trga podjetniških obveznic v Sloveniji. Bančni vestnik, Ljubljana, 55(2002), 9/10, str. 31-33, str. 35-38.
19. Van Horne C. James: Financial market rates and flows. 4th ed. New Jersey : Prentice-Hall, 1994. 338 str.
20. Veselinovič Draško: Borzni priročnik Ljubljanske borze. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1991. 292 str.
21. Walmsley Julian: The New Financial Instruments – An Investor`s Guide. New York: John Wiley & Sons, 1988. 454 str.
22. Zubulake A. Laura: The complete guide to convertible securities worldwide. New York : John Wiley & Sons, 1991. 300 str.

Viri

1. Interne informacije iz banke NLB d.d.
2. Interne informacije iz banke SKB d.d.
3. Interne informacije iz družbe Nika, investiranje in razvoj, d.d.
4. Letno poročilo 1998. Brežice : Nika, investiranje in razvoj,d.d., 1999. 19 str.
5. Letno poročilo 2000. Brežice : Nika, investiranje in razvoj,d.d., 2001. 23 str.

6. Letno poročilo 2002. Ljubljana : SKB banke d.d., 2003. 114 str.
7. Letno poročilo 2000. Novo mesto : Dolenjska banka d.d., 2001. 31 str.
8. Prospekt javne ponudbe dolžniških zamenljivih vrednostnih papirjev za dokapitalizacijo. Novo mesto : Dolenjska banka d.d., 1994.
9. Prospekt za izdajo obveznic zamenljivih za delnice. Ljubljana : UBK univerzalna banka d.d., 1994.
10. Prospekt za javno ponudbo zamenljivih obveznic. Brežice : Nika, investiranje in razvoj, d.d., 1997.
11. Register izdanih dovoljenj. Agencija za trg vrednostnih papirjev.
[URL: <http://www.a-tvp.si/IZDANA%20DOVOLJENJA.xls>], 10.11.2005.

Priloge

PRILOGA 1

Tabela 1: Razpored držav iz katerih prihajajo podjetja, ki so izdala zamenljive obveznice

	Zamenljive obveznice: tržna kapitalizacija (v milijonih EUR)	%	Število podjetij, ki je izdalo zamenljive obveznice	%	Število registriranih izdaj zamenljivih obveznic	%
AUSTRIJA	73	0,1	1	0,4	1	0,3
BELGIJA	2.113	2,2	6	2,6	8	2,7
FINSKA	965	1,0	6	2,6	7	2,4
FRANCIJA	31.774	32,4	76	33,2	98	33,2
GRČIJA	319	0,3	1	0,4	1	0,3
IRSKA	1.104	1,1	1	0,4	2	0,7
ITALIJA	8.013	8,2	14	6,1	21	7,1
NEMČIJA	4.136	4,2	14	6,1	14	4,7
NIZOZEMSKA	10.669	10,9	19	8,3	28	9,5
NORVEŠKA	38	0,0	1	0,4	2	0,7
POLJSKA	354	0,4	1	0,4	1	0,3
PORTUGALSKA	1.610	1,6	3	1,3	4	1,4
RUSIJA	100	0,1	1	0,4	1	0,3
ŠPANIJA	863	0,9	3	103	4	1,4
ŠVEDSKA	868	0,9	8	3,5	8	2,7
ŠVICA	17.330	17,7	31	13,5	43	14,6
VB	17.605	18,0	43	18,8	52	17,6
Skupaj	97.933	100	229	100,0	295	100

Vir: Bancel, Mittoo, 2003, str. 27.

PRILOGA 2

Tabela 2: Podjetniške obveznice za katere je bilo izdano dovoljenje za javno prodajo oziroma organizirano trgovanje od leta 1994 do 2004 izraženo v milijardah SIT

Leto	Število izdaj	Nominalna vrednost izdaj (v mrd SIT)
1994	6	7,532
1995	9	5,291
1996	10	12,752
1997	10	13,088
1998	6	5,981
1999	9	13,845
2000	9	18,466
2001	5	12,032
2002	7	21,854
2003	8	67,128
2004	13	64,613
Skupaj	92	242,582

Vir: Register izdanih dovoljenj, 2005.

Slovar tujih izrazov

asset-linked convertibles - zamenljive obveznice vezane na blago
brokerage commision - posredniška provizija
a call option on the bond - nakupna opcija na obveznico
call premium - premija za odkup
call price - nakupna cena
call provision - določba o odpoklicu
callable securities - odpoklicni vrednostni papir
callability risk - tveganje odpoklica
convertible bond - zamenljiva obveznica
convertible bonds with put features - zamenljive obveznice z možnostjo prodaje podjetju, ki jih je izdalo
convertibles with reset features - zamenljive obveznice z možnostjo popravka
conversion price - cena zamenjave
conversion ratio - razmerje zamenjave
conversion value - vrednost zamenjave
default risk - kreditno tveganje
delayed equity - odloženo lastniško financiranje
eurobond convertibles with put feature - zamenljiva evroobveznica z možnostjo prodaje podjetju, ki jo je izdalo
exchangeable convertible bond - zamenljive obveznice, ki se zamenjajo v delnice drugega podjetja
floor value – najmanjša oziroma »talna« vrednost
forced conversion - prisiljena zamenjava
high-grade bonds - obveznice z visoko bonitetno oceno
indenture - sporazum med izdajateljem in vlagatelji
inflation hedge - zaščita pred inflacijo
outstanding bond - neizvršena obveznica
premium-over-bond value - premija nad vrednostjo obveznice oziroma investicijska premija
premiun-over-conversion value - premija nad vrednostjo zamenjave
private placement - prodaja vrednostnih papirjev zasebnemu krogu vlagateljev
raising money - zbiranje denarja
risk premium - premija za tveganje
stock split - cepitev delnic
stocks dividend – dividende v obliki delnic
straight bond value - vrednost navadne obveznice
subordinated claim – podrejena terjatev
trustee - skrbnik
underlying common stock – delnica družbe izdajateljice zamenljive obveznice
value of convertible bond - vrednost zamenljive obveznice
venture capital market - trg tveganega kapitala