

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**SEKUNDARNI TRG DRŽAVNIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV
REPUBLIKE SLOVENIJE**

Ljubljana, marec 2004

BOŠTJAN VALENČIČ

IZJAVA

Študent Boštjan Valenčič izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom asis. mag. Primoža Dolenca, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne_____.

Podpis:

KAZALO

1. UVOD	1
2. FINANČNI TRG	2
2.1. OPREDELITEV FINANČNEGA TRGA	2
2.2. DELITEV FINANČNIH TRGOV	3
2.3. DENARNI TRG	4
2.3.1. Udeleženci denarnega trga.....	5
2.3.2. Instrumenti denarnega trga.....	5
2.4. KAPITALSKI TRG.....	6
2.4.1. Udeleženci kapitalskega trga.....	8
2.4.2. Instrumenti kapitalskega trga	8
3. DENARNI TRG V SLOVENIJI	8
3.1. DELITEV SLOVENSKEGA DENARNEGA TRGA	9
3.2. UDELEŽENCI SLOVENSKEGA DENARNEGA TRGA	10
3.2.1. Medbančni trg (med poslovnimi bankami)	10
3.2.2. Ministrstvo za finance Republike Slovenije (država)	12
3.2.3. Banka Slovenije	12
4. TRG KAPITALA V SLOVENIJI.....	13
4.1. DELITEV SLOVENSKEGA TRGA KAPITALA	15
4.2. UDELEŽENCI SLOVENSKEGA KAPITALSKEGA TRGA	17
4.2.1. Agencija za trg vrednostnih papirjev (ATVP)	17
4.2.2. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev	18
4.2.3. Centralna klirinško depotna družba (KDD)	19
4.2.4. Borzno posredniške družbe in banke	20
4.2.5. Banka Slovenije	21
4.2.6. Institucionalni investitorji na trgu kapitala.....	22
5. SEKUNDARNI TRG DRŽAVNIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV V SLOVENIJI... 22	
5.1. DRŽAVNI VREDNOSTNI PAPIRJI REPUBLIKE SLOVENIJE	23
5.1.1. Zakladne menice Republike Slovenije.....	24
5.1.2. Obveznice Republike Slovenije	25
5.2. OBLIKE SEKUNDARNEGA TRGA (DRŽAVNIH) VREDNOSTNIH PAPIRJEV V REPUBLIKI SLOVENIJI.....	27
6. ANALIZA SEKUNDARNEGA TRGA ZAKLADNIH MENIC REPUBLIKE SLOVENIJE	28
6.1. RAZVOJ SLOVENSKEGA SEKUNDARNEGA TRGA ZAKLADNIH MENIC.....	28
6.2. TRGOVANJE NA SEKUNDARNEM TRGU ZAKLADNIH MENIC	32
6.3. UDELEŽENCI SEKUNDARNEGA TRGA ZAKLADNIH MENIC	33
6.4. KOTACIJE IN SKLENJENI POSLI	35
6.5. UČINKI VPELJAVE MARKET MAKERSTVA NA STROŠKE ZADOLŽEVANJA DRŽAVE	37
7. ANALIZA SEKUNDARNEGA TRGA DRŽAVNIH OBVEZNIC REPUBLIKE SLOVENIJE	39

7.1. TRGOVANJE Z DRŽAVNIMI OBVEZNICAMI IN LIKVIDNOST SEKUNDARNEGA TRGA.....	39
7.1.1. Dejavniki likvidnosti sekundarnega trga državnih obveznic.....	41
7.1.2. Vzroki za nelikvidnost sekundarnega trga državnih obveznic	42
7.2. RAZLOGI IN STRATEGIJA RAZVOJA SEKUNDARNEGA TRGA DRŽAVNIH OBVEZNIC V SLOVENIJI.....	45
7.2.1. Razlogi za razvoj sekundarnega trga državnih obveznic	45
7.2.2. Strategija razvoja sekundarnega trga državnih obveznic	46
7.2.2.1 <i>Sprememba borznih pravil in dogovor s KDD</i>	47
7.2.2.2 <i>Izbor uradnih vzdrževalcev sekundarnega trga državnih obveznic</i>	48
7.2.2.3 <i>Operativna izvedba trgovanja</i>	48
8. SKLEP.....	49
9. LITERATURA	51
10. VIRI.....	53
SLOVAR PREVODOV TUJIH IZRAZOV	
PRILOGE	

KAZALO TABEL

Tabela 1: Instrumenti denarnega trga v državah kandidatkah v prvem četrtletju leta 2001	9
Tabela 2: Promet slovenskega medbančnega trga od leta 1994 do leta 2003 (v mio SIT)	11
Tabela 3: Podatki nekaterih razvijajočih se trgov	14
Tabela 4: Dolg Republike Slovenije med leti 1993 in 2003 (v mrd SIT)	23
Tabela 5: Stroški pri trgovanju z zakladnimi menicami na Ljubljanski borzi	29
Tabela 6: Medsebojno trgovanje različnih skupin udeležencev na sekundarnem trgu zakladnih menic na koncu leta 2003	33
Tabela 7: Stroški pri trgovanju z državnimi obveznicami na Ljubljanski borzi	42
Tabela 8: Imetniška struktura državnih obveznic po posameznih letih	44

KAZALO SLIK

Slika 1: Struktura finančnega trga	3
Slika 2: Delitev trga kapitala v Sloveniji	16
Slika 3: Obseg sekundarnega trgovanja z zakladnimi menicami in delež prometa na sekundarnem trgu zakladnih menic v povprečnem stanju izdanih zakladnih menic med leti 1998 in 2003	28
Slika 4: Sekundarno trgovanje z zakladnimi menicami v letu 2002 in 2003	32
Slika 5: Razvoj sekundarnega trga zakladnih menic v letu 2002	34
Slika 6: Razvoj sekundarnega trga zakladnih menic v letu 2003	34
Slika 7: Povprečni razmiki med nakupnimi in prodajnimi kotacijami po posameznih market makerjih in skupaj v juliju 2003	36
Slika 8: Kotacije in sklenjeni posli v letih 2002 in 2003	37
Slika 9: Krivulja donosnosti državnih kratkoročnih vrednostnih papirjev na primarnem trgu v letih 2001, 2002 in 2003	38
Slika 10: Promet in tržna kapitalizacija državnih obveznic na Ljubljanski borzi med leti 1999 in 2003	39
Slika 11: Struktura prometa in število poslov z državnimi obveznicami na borznem trgu Ljubljanske borze med leti 1999 in 2003	40

1. UVOD

Na finančnem trgu se trguje s finančnimi presežki oziroma finančnimi premoženjskimi oblikami (Ribnikar, 1995, str. 38). Finančni trg se deli na denarni trg in trg kapitala. Razlika med njima je v tem, koliko časa se prenašajo finančna sredstva od suficitnih na deficitne gospodarske celice. Na trgu denarja poteka trgovanje s kratkoročnimi finančnimi oblikami z ročnostjo do enega leta, na trgu kapitala pa se trguje z dolgoročnimi finančnimi oblikami z ročnostjo, večjo od enega leta. Strogo gledano je denarni trg potrebno ločevati od trga kapitala, čeprav je v praksi zelo težko določiti njune meje, saj se medsebojno prepletata in dopolnjujeta.

Na nacionalnih finančnih trgih se država pogosto pojavlja kot največji posojilojemalec. Značilnost državnih vrednostnih papirjev je, da predstavljajo varno naložbo s praviloma najnižjim kreditnim tveganjem. Država tako potrebuje učinkovit trg državnih vrednostnih papirjev v obliki učinkovitega mehanizma financiranja njenih izdatkov, poleg tega pa globok in likviden trg državnih vrednostnih papirjev državi omogoča doseganje nižjih stroškov državnega dolga. Tržno orientirana strategija državnega zadolževanja predstavlja enega izmed osnovnih stebrov, ki na splošno podpirajo razvoj domačega trga vrednostnih papirjev.

Z razvojem trga državnih vrednostnih papirjev tržni udeleženci lažje uravnavajo svojo likvidnostno in naložbeno politiko. Delovanje države je bolj transparentno, kar povečuje zaupanje investitorjev. Prihaja do prehoda iz bančnega financiranja k širšemu financiranju na trgu, povečuje se finančno posredništvo in večja se obseg trgovanja. Vse večja konkurenčnost in razvoj novih produktov dodatno izboljšujeta upravljanje s tveganji in tako vplivata na še večjo finančno stabilnost.

Trg državnih vrednostnih papirjev delimo na primarni in sekundarni trg, ki sta med seboj tesno povezana. Medtem ko je primarni trg državnih vrednostnih papirjev pomemben za zagotavljanje sredstev v primeru proračunskih primanjkljajev, služi sekundarni trg predvsem za lažje uravnavanje državnega dolga kot tudi za upravljanje likvidnosti države in ostalih udeležencev tega trga.

V diplomskem delu obravnavamo sekundarni trg državnih vrednostnih papirjev v Sloveniji. Namen je prikazati stanje na sekundarnem trgu zakladnih menic Republike Slovenije na eni in stanje na sekundarnem trgu državnih obveznic Republike Slovenije na drugi strani.

Cilj diplomskega dela je prikazati uspešnost nove oblike sekundarnega trga zakladnih menic in predstaviti predlog za razvoj oziroma oblikovanje sekundarnega trga za državne obveznice na podlagi izjemno slabih rezultatov na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev iz preteklih let in izjemnih rezultatov delovanja novega sekundarnega trga zakladnih menic.

Diplomsko delo je razdeljeno na tri tematske sklope. Prvi sklop govori o finančnem trgu s teoretičnega vidika. V okviru finančnega trga sta predstavljena trg denarja in trg kapitala z njunimi instrumenti in udeleženci. Drugi tematski sklop prav tako govori o trgu denarja in trgu kapitala in sicer gre za prikaz organiziranosti obeh segmentov finančnega trga v Sloveniji. Tretji sklop prikazuje slovenski sekundarni trg državnih vrednostnih papirjev. Najprej so predstavljeni državni vrednostni papirji, ki jih izdaja Republika Slovenija, in sicer zakladne menice in državne obveznice. Glede na to, da zakladne menice kot kratkoročni dolžniški vrednostni papirji predstavljajo instrument denarnega trga, državne obveznice kot dolgoročni dolžniški vrednostni papirji pa instrument kapitalskega trga, ločeno analiziramo najprej sekundarni trg zakladnih menic in nato še sekundarni trg državnih obveznic. Pri sekundarnem trgu zakladnih menic gre za analizo uspešnosti delovanja nove oblike trga, pri sekundarnem trgu državnih obveznic pa je ob analizi obstoječega stanja poudarek na bodočem razvoju tega trga z namenom izboljšanja učinkovitosti. Trg državnih obveznic predstavlja pomemben delež celotnega trga državnih obveznic v Sloveniji. Prav zato je deležen večje pozornosti in predstavlja gonilno silo v razvoju tega tržnega segmenta.

2. FINANČNI TRG

2.1. Opredelitev finančnega trga

Finančni trg predstavlja skupek odnosov med ponudbo in povpraševanjem po denarnih sredstvih. Njegova osnovna funkcija je hkrati tudi glavna funkcija financ. Finančni trg je namreč mehanizem, ki omogoča alokacijo oziroma prenos finančnih presežkov od suficitnih na deficitne gospodarske celice. V najširšem pomenu besede finančni trg obsega vse prenose finančnih sredstev oziroma finančne tokove, ne glede na tok oziroma način prenosa in ne glede na finančne oblike, ki se jih pri tem uporablja ter ne glede na finančne institucije, ki te prenose izvajajo (Ribnikar, 1999, str. 155).

Finančni trg je v bistvu stičišče, kjer se zbirajo različne informacije (cena, tveganje, boniteta), ki so enakopravno dostopne vsem udeležencem na tem trgu in predstavljajo podlago za sprejemanje posameznih finančnih odločitev.

Finančne institucije¹ kot pomembni udeleženci finančnega trga s svojim znanjem in izkušnjami pripomorejo k večji učinkovitosti trga, ki jo določajo trije dejavniki (Kidwell, 2000, str. 58):

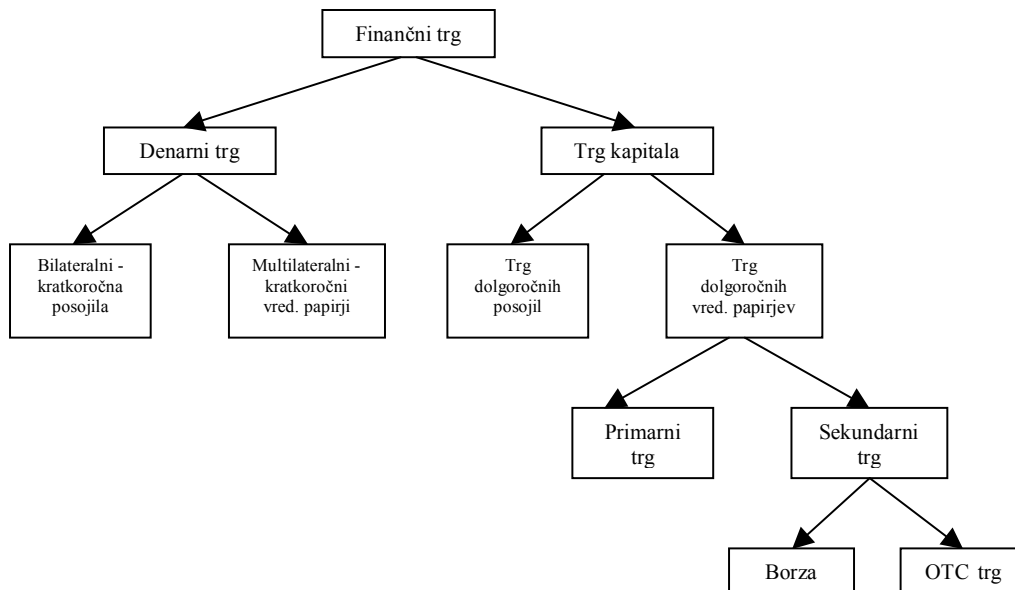
¹ Med finančne institucije štejemo finančne posrednike (poslovne banke, hranilnice, kreditne zveze, zavarovalnice, pokojninski skladi, vzajemni skladi, investicijski skladi, nepremičninski skladi) in institucije trga vrednostnih papirjev (investicijske banke, brokerji in dealerji, hipotekarne banke).

- *alokacijska učinkovitost* – gre za obliko ekonomske učinkovitosti, ki zagotavlja, da bodo prosta denarna sredstva investirana v takšne oblike investicij, ki bodo prinašale najvišje donose ob danem tveganju;
- *operativna učinkovitost* – učinkovitost, ki se odraža v ceni prenosov finančnih sredstev. Čim nižji kot so transakcijski stroški, tem višja je operativna učinkovitost;
- *informacijska učinkovitost* – predstavlja sposobnost investorjev, da pridobivajo informacije in sposobnost odražanja informacij v spremembah cen vrednostnih papirjev².

2.2. Delitev finančnih trgov

Finančne trge lahko delimo po več kriterijih. Prvi in hkrati tudi najpomembnejši kriterij je čas prenosa sredstev oziroma ročnost instrumentov. Gre za delitev finančnega trga v najširšem pomenu na denarni trg, kjer se trguje s kratkoročnimi finančnimi oblikami z dospelostjo do enega leta, in trg kapitala, kjer se trguje z dolgoročnimi finančnimi oblikami z dospelostjo preko enega leta ali brez dospelosti (Slika 1). V praksi meje med posameznimi oblikami trgov denarja in kapitala niso jasno določene. Omenjeni trgi se medsebojno prepletajo predvsem zaradi nastopa posameznih finančnih institucij.

Slika 1: Struktura finančnega trga



Vir: Prohaska, 1999, str. 12.

Po kriteriju izdaje vrednostnih papirjev ločimo finančni trg na primarni trg in sekundarni trg. Na primarnem oziroma emisijskem trgu se izdajajo novi vrednostni papirji, na sekundarnem trgu pa se trguje z že izdanimi vrednostnimi papirji. Slednji je pomemben za obstoj prvega,

² Informacijsko učinkoviti so trgi, kjer cene vrednostnih papirjev odražajo vse relativne informacije.

saj obstoječi finančni instrumenti imetnikom vrednostnih papirjev omogočajo doseganje visoke stopnje likvidnosti z možnostjo njihove prodaje na borzi (Prohaska, 1999, str. 10).

Z vidika funkcije posredovanja se finančni trg deli na neposredni finančni trg in posredni finančni trg. Na neposrednem finančnem trgu se izdajajo primarni vrednostni papirji, na posrednem finančnem trgu pa se izdajajo posredni vrednostni papirji finančnih institucij na podlagi nakupa primarnih.

Glede na zakonske obveznosti izdajatelja ločimo trg vrednostnih papirjev s stalnim donosom (trg lastniškega kapitala) in trg vrednostnih papirjev s spremenljivim donosom (trg dolžniškega kapitala).

Po geografskem vidiku ločimo nacionalne finančne trge in mednarodne finančne trge.

2.3. Denarni trg

Denarni trg je del finančnega trga, na katerem se izdajajo kratkoročni dolžniški vrednostni papirji z dospelostjo enega leta ali manj od dneva izdaje. Ti vrednostni papirji so predmet trgovanja na denarnem trgu. Nekateri so dosegljivi le posameznim finančnim institucijam, veliko pa je dosegljivih vsem vrstam investorjev (Kolb, Rodriguez, 1996, str. 28).

Trg denarja se glede na dokumentiranost pretoka prihrankov deli na (Mramor, 2000, str. 23):

- *dogovorni ali osebni trg*, kjer se velik del pretoka prihrankov opravi, na da bi bilo kreditno razmerje dokumentirano z listino, ki bi bila prenosljiva (gre za bilateralno kreditno razmerje);
- *odprti trg*, kjer so dolgovi dokumentirani s prenosnimi listinami in se kupci ter prodajalci običajno ne poznajo, saj ponavadi delujejo preko borznih posrednikov in agentov.

Prednosti denarnega trga se kažejo predvsem v tem, da trg zagotavlja glavni vir naložb denarnih sredstev udeležencem in jim hkrati omogoča ohranjanje visoke stopnje likvidnosti njihovega poslovanja. Poleg tega omogoča centralni banki, da lahko le-ta s kontrolo nad denarnimi instrumenti vodi učinkovito denarno politiko.

Denarni trg lahko delimo glede na različne kriterije (Kalan, 2001, str. 4):

- vrste udeležencev,
- razlogi za sklepanje poslov na denarnem trgu,
- vrste transakcij in
- območje delovanja.

Glede na te kriterije lahko postavimo različno široke definicije denarnih trgov. V ožjem pomenu besede govorimo o medbančnem trgu denarja, s poslovnimi bankami in centralno

banko kot glavnimi udeleženci, v širšem pomenu besede pa denarni trg zajema vse posle, kjer so poleg omenjenih udeleženi tudi vsi nebančni subjekti.

2.3.1. Udeleženci denarnega trga

Subjekti denarnega trga povprašujejo in ponujajo kratkoročna kreditna sredstva neposredno ali preko posebnih institucij, finančnih posrednikov. Glede na to, ali ustvarjajo denarna sredstva ali ne, jih delimo v dve skupini: *institucije monetarnega (denarnega) sistema* in *nedenarne finančne institucije zunaj denarnega sistema* (Ribnikar, 1999, str. 81). Med prve sodijo centralna banka, poslovne banke in druge finančne institucije. Med nedenarne finančne institucije pa uvrščamo investicijske banke, zavarovalnice, invalidske in pokojninske sklade, trgovske finančne družbe, itd., ki v nasprotju z institucijami monetarnega sistema ne sprejemajo hranilnih vlog, ne izdajajo denarja in ne kreditirajo, pač pa opravljajo različne nedenarne posle, kot so zavarovanje, upravljanje finančnega premoženja, itd.

2.3.2. Instrumenti denarnega trga

Instrumenti denarnega trga so vsa kratkoročna posojila in kratkoročni vrednostni papirji države, poslovnih bank, prvovrstnih podjetij in drugih finančnih in nefinančnih institucij. Kratkoročna posojila so običajno pogodbeno dogovorjena in se praviloma ne prodajajo na sekundarnem trgu. Na drugi strani se s kratkoročnimi vrednostnimi papirji trguje na sekundarnem trgu, kjer so njihove cene in donosnosti tesno povezane s tistimi, ki jih dosegajo novo izdani instrumenti. Skupne značilnosti instrumentov denarnega trga pa so običajno kratkoročnost (zapadlost do enega leta), majhno tveganje in visoka likvidnost.

V različnih državah so se razvili in obstajajo danes različni instrumenti denarnega trga. Na enem izmed najbolj razvitih denarnih trgov, denarnem trgu Združenih držav Amerike, poznajo naslednje instrumente denarnega trga (Mishkin, 1998, str. 19-21):

- **zakladne menice** (kratkoročni dolžniški vrednostni papirji za financiranje primanjkljajev državnega proračuna);
- **komercialni zapisi** (kratkoročni dolžniški vrednostni papirji velikih bank in podjetij z dobro boniteto);
- **potrdilo o vlogi ali CD** (dolžniški instrument o deponiranju sredstev z vnaprej določenimi obrestmi za neko določeno obdobje);
- **bančni akcepti** (kratkoročni instrumenti, ki se jih uporablja pri financiranju mednarodnih poslov);
- **medbančni trg (Fed Funds)**, kjer si banke med seboj posojajo finančna sredstva (večinoma v obliki posojil čez noč);
- **reodkupni sporazumi (REPO posli)** - prodaja vrednostnih papirjev z obvezo povratnega nakupa teh vrednostnih papirjev po naprej dogovorjeni ceni);
- **evrodolarji** (dolarji, ki jih imajo banke deponirane izven ZDA).

V zadnjem času se poleg naštetih instrumentov na denarnem trgu pojavlja vse več izvedenih finančnih instrumentov³, ki se uporabljajo za zavarovanje pred finančnimi tveganji. Izveden finančni instrument je instrument, ki se glasi na finančno premoženje ali na kakšen finančni kazalnik (obrestno mero, borzni indeks, devizni tečaj) (Ribnikar, 1999, str. 162).

2.4. Kapitalski trg

Trg kapitala predstavlja drugi segment finančnega trga in se od denarnega trga razlikuje po tem, da na njem investitorji nalagajo sredstva v dolgoročne naložbe oziroma finančne oblike z zapadlostjo, ki je daljša od enega leta. Trgi kapitala predstavljajo alternativo investiranju v nepremičnine ali zlato (Mishkin, Eakins, 1998, str. 244).

Poglavitni funkciji kapitalskega trga sta naslednji:

- povečevanje finančnih virov sredstev in
- omogočanje učinkovitejše porabe teh sredstev z namenom spodbujanja in pospeševanja gospodarske rasti.

Z izdajo dolgoročnih vrednostnih papirjev kapitalski trg zagotavlja dolgoročno dolžniško ali kreditno financiranje. Prav tako usmerja sredstva v investicije z najvišjim donosom ob danem tveganju in vpliva na povečanje konkurence v finančnem sistemu. Vse to pospešuje gospodarsko rast, znižuje stroške finančnega posredništva, izboljšuje splošno raven solventnosti finančnega sistema in krepi finančno strukturo podjetij, ki preko trga kapitala zbirajo večji del sredstev za dolgoročno financiranje svojih investicij.

Kapitalski trg se deli na trg dolgoročnih posojil in trg dolgoročnih vrednostnih papirjev.

Trg dolgoročnih posojil

Za trg dolgoročnih posojil je značilno, da se na njem dolgoročno in na posreden način prenašajo finančna sredstva. Sestavljajo ga denarne institucije⁴, ki na bilateralen način prenašajo finančne oblike vlog oziroma kreditov. Z drugimi besedami imenujemo trg dolgoročnih posojil tudi pogodbeni trg.

Trg dolgoročnih vrednostnih papirjev

Na trgu dolgoročnih vrednostnih papirjev se trguje z dolgoročnimi dolžniškimi in lastniškimi vrednostnimi papirji (obveznice podjetij ali države, navadne delnice), ki jih izdajajo podjetja, banke in druge poslovne institucije, država, občine in posamezniki (Ribnikar, 1999, str. 172). Donos teh vrednostnih papirjev je stalen in spremenljiv. Trg dolgoročnih vrednostnih

³ Med izvedene finančne instrumente spadajo terminske pogodbe, opcije, valutne in obrestne zamenjave, itd. .

⁴ V zvezi z denarnimi (monetarnimi) institucijami glej točko 2.3.1.

papirjev, ki ga imenujemo tudi odprti trg, se deli na (a) primarni in (b) sekundarni trg vrednostnih papirjev. Poleg teh dveh oblik se danes pojavljata še dve specializirani obliki sekundarnega trga. To sta (c) terciarni in (d) kvartarni trg.

AD (a) *Primarni trg* je trg, kjer se trguje z novimi izdajami finančnih oblik (vrednostnih papirjev). Da pa bi različni finančni instrumenti služili svojemu namenu, jih je potrebno najprej izdati. Izdajatelj novega vrednostnega papirja se lahko odloči za neposredno primarno izdajo vrednostnih papirjev, ki jo opravi izdajatelj sam (za to vrsto izdaje se izdajatelji odločajo zelo redko) ali pa posredno primarno izdajo, ki jo izpelje specializirana finančna služba izdajatelja vrednostnih papirjev ob pomoči zunanji sodelavcev (običajno investicijskih bank ali svetovalnih podjetij), lahko pa izdajatelj celoten postopek prepusti borzno posredniškim družbam ali investicijskim bankam.

Tako novo izdane vrednostne papirje in njihovo prodajo na trgu imenujemo primarna izdaja vrednostnih papirjev in ker jih njihov izdajatelj ponudi v odkup prvič, imenujemo ta trg primarni trg vrednostnih papirjev.

AD (b) *Sekundarni trg* omogoča kupcem primarnih izdaj vrednostnih papirjev nadaljnjo prodajo in subjektom nakup teh vrednostnih papirjev. Glavna značilnost sekundarnega trga je, da imetnikom vrednostnih papirjev omogoča visoko likvidnost, saj lahko v vsakem trenutku vrednostni papir s prodajo zamenjajo za denar.

Na sekundarnem trgu se obstoječe finančne oblike prodajajo na dva načina:

- **na organiziranem trgu oziroma na borzi:**
Borza vrednostnih papirjev je osrednje mesto trgovanja z vrednostnimi papirji, kjer trgovanje poteka na organiziran način prek borznih posrednikov.
- **na neorganiziranem trgu oziroma trgu preko okenc (OTC):**
Trg OTC je pomemben predvsem za manjša podjetja, ki ne zadovoljujejo kriterijev za uvrstitev na borzni trg. Na ta način pridobijo možnost nastopa na trgih vrednostnih papirjev, kar lahko posledično pomeni lažje pridobivanje dodatnega kapitala.

AD (c) Na *terciarnem trgu* se z vrednostnimi papirji, ki sicer kotirajo na borzi, trguje mimo borze (OTC). Vzdržujejo ga specializirani brokerji in dealerji, ki želijo doseči novo posebno ceno vrednostnih papirjev, ki bi jim prinesla večji dobiček pri trgovanju kot sicer. Transakcije na tem trgu so hitrejše od tistih na borzi.

AD (d) *Kvartarni trg* je trg, kjer potekajo velike transakcije med institucionalnimi investitorji in premožnimi posamezniki, vendar brez posredovanja finančnih posrednikov. Prednosti tega trga so predvsem nižji stroški trgovanja in večja hitrost trgovanja v

primerjavi s trgovanjem preko borze ali OTC trga. Dodatna ugodnost je, da te vrste posli ostanejo tajni za širšo javnost (Svilan, 1990, str. 141).

2.4.1. Udeleženci kapitalskega trga

Delovanje, razvoj in učinkovitost trga kapitala so odvisni od števila in znanja njegovih udeležencev. Udeleženci kapitalskega trga so *podjetja*, ki na primarnem trgu kapitala pridobivajo potrebna sredstva za realne naložbe, in *investitorji*, ki so se odločili svoje prihranke investirati v ta podjetja, ter *finančne institucije*, ki sodelujejo pri prenosu prihrankov preko trga kapitala (banke, investicijski skladi in njihovi upravljavci, borzno posredniške družbe ter podjetja, ki posredno sodelujejo na trgu kapitala).

2.4.2. Instrumenti kapitalskega trga

Finančne instrumente na trgu kapitala razdelimo na:

- *lastniške vrednostne papirje (delnice podjetij in finančnih institucij)* in
- *dolžniške vrednostne papirje (obveznice podjetij, bank, države, občin,...).*

Ti instrumenti kotirajo na organiziranem trgu ali pa se z njimi trguje na OTC trgu.

3. DENARNI TRG V SLOVENIJI

S procesom liberalizacije kapitalskih tokov s tujino, na katerega je Slovenija pristala s podpisom Predpristopnega sporazuma z Evropsko unijo, dobiva razvoj denarnega trga nov pomen (Bohnec, 2001, str. 131). Razvit denarni trg namreč omogoča centralni banki učinkovitejši transmissijski mehanizem za vodenje denarne politike, bankam pa daje možnost lažjega uravnavanja likvidnosti na trgu (Ferjančič, 2002, str. 23). Poleg tega daje državi možnost cenejšega kratkoročnega zadolževanja, finančnim posrednikom pa vzpostavlja konkurenco neposrednih financ.

Ferjančič (2002a, str. 5) meni, da se razvijajoči denarni trg v državah kandidatkah za članstvo v Evropski uniji (v nadaljevanju EU) po stopnji razvoja še ne more primerjati z denarnim trgom v državah članicah EU. Nekatere države, kot sta Češka in Poljska, so sicer precej napredovale in po številu instrumentov denarnega trga že dosegajo države članice EU. Zanimivo pa je dejstvo, da za države kandidatke (med njimi tudi Slovenijo), ki so po splošnem razvoju med najboljšimi, ne velja enako. To ponazarja tabela (Tabela 1), ki navaja instrumente denarnega trga, ki se uporabljajo v posameznih državah kandidatkah za članstvo v EU.

Tabela 1: Instrumenti denarnega trga v državah kandidatkah v prvem četrtletju leta 2001

Ročnosti	Bolgarija	Ciper	Češka	Estonija	Madžarska	Latvija	Litva	Malta	Poljska	Romunija	Slovaška	Slovenija
Depoziti do 3 mesecev	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Depoziti med 3 in 12 meseci	X	X	X	X	X	X	X	X	X		X	X
Depoziti nad 1 leto			X	X		X						
Repoji do 3 mesecev	X		X	X	X	X			X			
Repoji med 3 in 12 mesecev			X		X	X			X			
Repoji nad 1 leto				X								
Valutne zamenjave do 3 mesecev		X		X	X	X			X	X	X	X
Valutne zamenjave med 3 in 12 meseci			X	X	X	X	X	X	X		X	X
Valutne zamenjave nad 1 leto			X	X		X	X	X	X			
Terminske pogodbe do 3 mesecev			X	X		X			X		X	
Terminske pogodbe med 3 in 12 meseci			X	X					X		X	
Terminske pogodbe nad 1 leto				X								
Zakladne menice do 3 mesecev	X	X	X		X	X	X	X	X	X	X	X
Zakladne menice nad 3 mesece	X	X	X		X	X	X	X	X	X	X	X

Vir: Ferjančič, 2002a, str. 3.

Nabor instrumentov na slovenskem denarnem trgu je skromen, poleg tega je likvidnost teh instrumentov slaba. Tako torej še ne moremo govoriti o razvitem slovenskem denarnem trgu, vzroke za relativno nizko stopnjo razvitosti denarnega trga pa gre iskati v denarni politiki centralne banke, načinu nastopanja države na denarnem trgu (pasivna vloga države ne denarnem trgu, predvsem do leta 1998) in oblikovanju obrestnih mer. Ob tem ne smemo pozabiti še na eno pomembno oteževalno okoliščino za razvoj trga, in sicer majhnost slovenskega finančnega prostora.

Kljub vsemu je v zadnjih letih moč zaznati napredek na področju denarnega trga v Sloveniji, predvsem z aktivnejšo vlogo države oziroma Ministrstva za finance in Banke Slovenije na denarnem trgu in njunim medsebojnim sodelovanjem, čigar produkt je bil vzpostavitev sekundarnega (izvenborznega) trga zakladnih menic Republike Slovenije v letu 2001.

3.1. Delitev slovenskega denarnega trga

Podobno kot drugod po svetu se tudi v Sloveniji srečujemo z različnimi segmenti denarnega trga. Za trg denarja v Sloveniji lahko rečemo, da se deli na tri podtrge, in sicer na (Mramor, 2000, str. 24-25):

- **medbančni trg**, na katerem sodelujejo poslovne banke na podlagi likvidnostnih posojil in depozitov; za ta del denarnega trga je značilno, da na njem ni razvito trgovanje s kratkoročnimi finančnimi oblikami, kot je na primer v razvitih ekonomijah (tako imenovana potrdila o vlogi);
- **trg kratkoročnih vrednostnih papirjev oziroma trg kreditnega in depozitnega poslovanja**, na katerem sodelujejo država, finančne institucije, gospodinjstva in podjetja;
- **centralnobančni trg**, na katerem Banka Slovenije izvaja posojilne operacije in intervencije; najpomembnejša funkcija centralne banke pri izvajanju denarne in tečajne politike je zagotavljanje likvidnosti bančnega sistema, kar ustvarja z refinanciranjem bank, s čimer vpliva tudi na druge udeležence denarnega trga.

Medbančni trg, trg kratkoročnih vrednostnih papirjev in centralnobančni trg predstavljajo največje in najpomembnejše segmente slovenskega denarnega trga, medtem ko so vsi ostali segmenti (na primer posli bank, v katerih se le-te pojavljajo bodisi kot upnik bodisi kot dolжник do nebančnega sektorja – prebivalstva ali gospodarstva) slabše razviti.

3.2. Udeleženci slovenskega denarnega trga

Glavne institucije slovenskega denarnega trga so *poslovne banke*, *Ministrstvo za finance Republike Slovenije* (oziroma *država* v širšem pomenu) in *Banka Slovenije*. Če malo poenostavimo zgornjo (opre)delitev denarnega trga pri nas, lahko ugotovimo, da vsak izmed navedenih udeležencev denarnega trga s svojim delovanjem predstavlja posamezen segment denarnega trga. Poslovne banke tako predstavljajo medbančni trg, Ministrstvo za finance Republike Slovenije trg kratkoročnih vrednostnih papirjev⁵ in Banka Slovenije (s svojo denarno politiko in instrumenti) centralnobančni trg. V nadaljevanju predstavljamo vsakega posebej.

3.2.1. Medbančni trg (med poslovnimi bankami)

Medbančni denarni trg je po obsegu eden največjih in najpomembnejših segmentov denarnega trga. Na vse večji pomen kaže naraščajoči promet po posameznih letih od začetka delovanja medbančnega trga (Tabela 2). Pri tem gre predvsem za nezavarovane transakcije, preko katerih banke uravnavajo svojo likvidnost oziroma upravljajo s svojo kratkoročno naložbeno politiko.

⁵ Poleg kratkoročnih vrednostnih papirjev Banke Slovenije se na slovenskem denarnem trgu trguje le še z zakladnimi menicami Republike Slovenije kot obliko kratkoročnega vrednostnega papirja. Torej, če odmislimo Banko Slovenije in centralnobančni trg, trg kratkoročnih vrednostnih papirjev dejansko predstavlja trg zakladnih menic Republike Slovenije.

Tabela 2: Promet slovenskega medbančnega trga od leta 1994 do leta 2003 (v mio SIT)

Leto	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Promet v letu	628.979	847.365	998.460	717.686	940.302	1.207.512	1.448.303	1.953.524	1.883.462	2.131.556

Vir: Interni podatki Banke Slovenije, 2004.

Instrumenti, ki jih banke trenutno uporabljajo na medbančnem denarnem trgu, so *medbančni vezani depoziti*. V skladu z Dogovorom o oblikovanju slovenskih medbančnih obrestnih mer banke dnevno kotirajo medbančne obrestne mere za dane medbančne depozite v tolarjih (SITIBOR) standardnih ročnosti in značilnosti. Standardne ročnosti medbančnih depozitov, za katere banke kotirajo medbančne obrestne mere, so naslednje: preko noči, 1 teden, 2 tedna, 1 mesec, 2 meseca in 3 meseci. Za vezane depozite velja, da ne predstavljajo likvidnega instrumenta, saj so sredstva za banko, ki plasira svoja sredstva pri drugi banki, v dogovornem času trajanja posla nedosegljiva. Banka tako plasira svoja likvidna sredstva samo takrat, ko je popolnoma prepričana, da jih ne bo potrebovala.

Problem slovenskega medbančnega trga je v tem, da je še vedno povečini dogovorni trg. Podlaga trgovanju niso kvalitetni kratkoročni vrednostni papirji, temveč bilateralni kreditni odnosi (Prohaska, 1999, str. 38). Posli o posojanju sredstev med bankami se sklepajo po telefonu ali po telefaksu. Banka, ki sredstva potrebuje, sprašuje druge banke o možnostih in pogojih izposoje njihovih sredstev. Zgornja in spodnja meja obrestnih mer na medbančnem trgu sta določeni z obrestnimi merami Banke Slovenije. Obrestne mere medbančnega trga se tako gibljejo med obrestno mero likvidnostnega posojila za izhod v sili in obrestno mero za depozit čez noč.

Na splošno za slovenski medbančni denarni trg velja, da je razmeroma slabo razvit. Eden izmed poglavitnih razlogov za to je majhnost trga, ki negativno vpliva na razvoj finančnih instrumentov, obseg trgovanja in število udeležencev. Kljub temu se sicer dogovorno na medbančnem trgu že uporabljajo repo posli, ki postajajo vedno pomembnejši instrument na evropskem denarnem trgu⁶. Pri nas gre za repo posle⁷ s kratkoročnimi državnimi vrednostnimi papirji, ki predstavljajo eno od alternativ širjenja nabora instrumentov medbančnega denarnega trga.

⁶ Glej na primer Ferjančič (2002, str. 24-25).

⁷ Repo posel je v osnovi transakcija, ki je sestavljena iz začasne prodaje vrednostnih papirjev in povratnega odkupa ekvivalentnih (enak izdajatelj, izdaja, tip, vrednost in količina) vrednostnih papirjev na določen datum oziroma na odpoklic. Gre za varen in fleksibilen instrument, ki za mnoge centralne banke predstavlja osrednji instrument denarne politike, poleg tega se široko uporablja kot instrument razvitih denarnih trgov ter tudi kot instrument upravljanja državne likvidnosti in državnega dolga. Predmet repo poslov so namreč vrednostni papirji najvišje bonitete, najpogostejše državni vrednostni papirji (Stigum, 1990, str. 45).

3.2.2. Ministrstvo za finance Republike Slovenije (država)

V prvih letih po osamosvojitvi je bil državni proračun usklajen in skorajda ni bilo potrebe po kratkoročnem zadolževanju, zato se država na denarnem trgu ni zadolževala. Z letom 1997 se je položaj spremenil. Pojavljati so se začela likvidnostna nihanja, kar je Ministrstvo za finance spodbudilo, da je začelo aktivneje sodelovati na denarnem trgu. Na njem tako sodeluje predvsem zaradi uravnavanja kratkoročne likvidnosti proračuna. Večji korak pa so na Ministrstvu za finance naredili leta 1998, ko so se odločili, da bodo z rednimi izdajami zakladnih menic pripomogli tudi k razvoju denarnega trga, predvsem zaradi možnosti oblikovanja standardne obrestne mere, ki bi odražala razmere na slovenskem denarnem trgu in bi tako predstavljala standard ali merilo za določanje ostalih kratkoročnih obrestnih mer (Dolenc, Grum, 2001, str. 110-111).

Do vzpostavitve sistema enotnega zakladniškega sistema⁸ je Ministrstvo za finance za uravnavanje kratkoročne likvidnosti uporabljalo *zakladne menice*, *zadolžnice* (kratkoročen, materializiran vrednostni papir netržne narave) ter *kratkoročne in likvidnostne kredite pri poslovnih bankah*. V novem sistemu zadolžnic in kreditov pri poslovnih bankah ni več, uporabljajo pa se *zakladne menice* kot eden izmed najpomembnejših instrumentov denarnega trgovanja. *Zakladne menice* so kratkoročni državni vrednostni papirji z ročnostjo enega, treh, šestih in dvanajstih mesecev⁹.

Poleg zakladnih menic Ministrstvo za finance na denarnem trgu nastopa tudi z deponiranjem prostih denarnih sredstev in likvidnostnim zadolževanjem pri poslovnih bankah. Depoziti so treh vrst: *depoziti čez noč*, *depoziti, vezani na rok* in *depoziti na odpoklic* (brez določenega roka zapadlosti). Za pridobitev depozitov morajo banke izpolnjevati posamezne pogoje, ki so določeni v depozitni pogodbi, ki jo banka sklene z Ministrstvom za finance. Medtem ko je bankam omogočena dodatna likvidnost v obliki nočnih depozitov praktično vsak dan, se depoziti, vezani na rok in depoziti na odpoklic, pridobivajo na licitacijah, ki niso vnaprej napovedane.

3.2.3. Banka Slovenije

Banka Slovenije je emisijska in centralna banka (CB) Republike Slovenije, ki je bila ustanovljena leta 1991 kot pravni naslednik Narodne banke Slovenije iz časa nekdanje Jugoslavije. Kot institucija vodenja denarne politike na denarnem trgu naj bi zagotavljala

⁸ Enotni zakladniški sistem je začel delovati s 1.7.2002 in združuje izdajo vseh plačilnih nalogov za porabo proračunskih sredstev in zbiranje davčnih in drugih proračunskih prihodkov, ne glede na to, ali gre za neposredne ali posredne proračunske uporabnike. Sistem je bil vzpostavljen z namenom zagotovitve racionalnosti, učinkovitosti in preglednosti javnofinančnega poslovanja ne eni ter odgovornosti vseh sodelujočih na drugi strani.

⁹ Več o zakladnih menicah bomo govorili v poglavju o sekundarnem trgu kratkoročnih državnih vrednostnih papirjev.

primarno informacijo o dogajanju na slovenskem denarnem trgu. Po Zakonu o Banki Slovenije (ZBS-1) je temeljni cilj Banke Slovenije stabilnost cen. V okviru zagotavljanja cenovne stabilnosti Banka Slovenije podpira splošno ekonomsko politiko in si prizadeva za finančno stabilnost, upoštevajoč načeli odprtega tržnega gospodarstva in proste konkurence. Vodi torej denarno in tečajno politiko, posredno pa vpliva na poslovanje poslovnih bank.

Instrumente, s katerimi Banka Slovenije posega na denarni trg, bi lahko razdelili v tri skupine:

- instrumenti denarne politike (za uravnavanje količine denarja v obtoku);
- instrumenti tečajne politike (za vpliv na devizni tečaj);
- instrumenti obrestne politike.

Med instrumenti, ki jih Banka Slovenije trenutno uporablja, se nahajajo:

- *lombardna posojila*, ki so ponujena bankam z odprto ponudbo na podlagi zastavljenih blagajniških zapisov v tujem denarju ali zakladnih menic;
- *blagajniški zapisi v tolarjih (60-dnevni in 270-dnevni* – nematerializirani imenski vrednostni papirji);
- *obvezne rezerve bank in hranilnic*, ki se izračunavajo na vse tolarske vloge, prejeta posojila in izdane vrednostne papirje, katerih lastniki so iz nebančnega sektorja;
- *depoziti čez noč* (nalaganje presežnih likvidnih sredstev bank in hranilnic pri Banki Slovenije);
- *začasni odkup blagajniških zapisov v tujem denarju (za 7 dni)*;
- *začasni odkup in začasna prodaja deviz (za 7 dni)*;
- *blagajniški zapisi v EUR in USD (60-dnevni, 90-dnevni in 120-dnevni)*.

4. TRG KAPITALA V SLOVENIJI

Trge kapitala evropskih držav, ki niso članice Evropske skupnosti, praviloma razvrščamo v tako imenovane razvijajoče se trge kapitala. Po svetu je opazna izrazita rast in pomen trgov kapitala, to pa še zlasti velja za razvijajoče se trge.

Slovenski trg kapitala je glede na mednarodne razmere majhen in nepomemben. Slovenija je tipična novo nastala država na prehodu s tranzicijskim, šele razvijajočim se finančnim trgom (Veselinovič, 2001, str. 80).

Tabela 3: Podatki nekaterih razvijajočih se trgov

Država	Tržna kapitalizacija konec leta 1999 v mio USD	Promet v mio USD	Obrat kapitala*	BDP v mio USD	Tržna kapitalizacija v % BDP	Število podjetij v kotaciji	Deželno tveganje
1	2	3	4	5	6	7	8
Ruska federacija**	72.205,00	3.352,00	0,05	276.120	26,15	207	133
Češka	11.796,00	4.705,30	0,4	53.800	21,23	195	44
Madžarska**	16.317,00	14.847,90	0,91	48.400	33,71	66	42
Poljska**	29.576,70	10.820,00	0,37	135.915	21,76	206	43
Slovaška	1.100,00	488,5	0,44	20.347	5,41	830	66
Slovenija	2.854,00	1.203,10	0,42	20.011	14,26	134	32
Hrvaška**	2.584,50	70	0,03	21.249	12,16	59	70
Estonija**	1.789,30	229	0,13	7.856	22,78	25	55
Latvija**	390,9	35	0,09	6.221	6,28	70	59
Litva**	1.138,40	284	0,25	10.760	10,58	54	61
Bolgarija	706,3	53,2	0,08	11.737	6,02	828	84
Romunija***	873,1	300,2	0,34	34.700	2,52	5.825	107
Malta**	1.911,40	51,29	0,03	3.358	56,92	7	33
Ciper***	12.741,10	3.858,50	0,3	8.500	149,89	65	26
Islandija**	5.068,00	6.712,00	1,32	31.591	15,89	75	21

* Obrat kapitala = skupni letni promet vrednostnih papirjev/tržna kapitalizacija vrednostnih papirjev.

** Podatki o BDP za Rusko federacijo, Hrvaško, Poljsko, Madžarsko, Estonijo, Latvijo, Litvo, Islandijo in Malto so za leto 1998.

*** Podatki o BDP za Ciper in Romunijo so iz leta 1997.

Vir: Veselinovič, 2001, str. 81.

Tabela 3 prikazuje podatke nekaterih razvijajočih se trgov. Vidimo lahko, da Slovenija v družbi razvitih držav na prehodu zaseda zelo visoko mesto, če ne celo najvišje. Deželno tveganje na slovenskem trgu kapitala je med najnižjimi, dobri rezultati pa se kažejo tudi pri obratu kapitala, ki znaša 0,44.

Za slovenski trg kapitala lahko ugotovimo dve značilnosti (Simoneti, 2001, str. 98):

1. Na trgu kapitala se je zaradi lastninjenja družbenega premoženja vzpostavila infrastruktura trga kapitala, ki se kaže predvsem v njegovih institucijah (borza, klirinško depotna družba, borzno posredniške družbe in banke, družbe za upravljanje in investicijski skladi, pokojninski skladi ter nadzorne institucije – Agencija za trg vrednostnih papirjev in Agencija za zavarovalni nadzor).
2. Navedene institucije in udeleženci trga kapitala v preteklem obdobju niso poslovali v odprtem in mednarodno primerljivem oziroma konkurenčnem okolju. Velik del poslovanja je izrazito prehodni, odvisen od lastninjenja premoženja (na trgu kapitala poteka realokacija in koncentracija lastništva).

Slovenski trg kapitala se od razvitih trgov kapitala pomembno razlikuje. Posebnost mu daje dejstvo, da se dejavniki, ki vplivajo na ceno vrednostnih papirjev na njem, vsaj na kratek ali srednji rok, lahko bistveno razlikujejo od dejavnikov, ki vplivajo na gibanje tečajev na razvitih trgih kapitala (Kleindienst, 2001, str. 322-335). Med te dejavnike spadajo majhnost trga kapitala, kratka zgodovina, zmerna učinkovitost¹⁰, šibkejši vpliv temeljnih dejavnikov (uspešnost poslovanja izdajateljev in makroekonomske razmere) na tečaje delnic, prehodna faza¹¹ in psihologija trga, ki je za investitorja precejšnjega pomena.

Vendar se situacija na trgu iz dneva v dan izboljšuje in v ospredje prihajajo dejavniki, ki povečujejo stopnjo razvitosti: zniževanje splošne ravni obrestnih mer, prihod tujih portfeljskih investorjev, pokojninska reforma (s pokojninskimi skladi), združitve in prevzemi, povečano zanimanje za delnice velikih in uspešnih podjetij, močnejši vpliv dogajanj s tujih trgov kapitala.

4.1. Delitev slovenskega trga kapitala

Zakon o trgu vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ZTVP-1) določa, da so vrednostni papirji delnice, obveznice in drugi serijski vrednostni papirji, ki jih izdajatelj izda istočasno in iz katerih izhajajo enake pravice in obveznosti. Na slovenskem trgu kapitala se trguje z dolgoročnimi finančnimi instrumenti oziroma vrednostnimi papirji z dospelostjo daljšo od enega leta ali brez dospelosti. Dolgoročne vrednostne papirje najprej delimo na lastniške (delnice) in dolžniške (obveznice), glede na možnost organiziranega trgovanja pa na serijske, s katerimi je mogoče organizirano trgovati, in neserijske, pri katerih zaradi individualnih značilnosti to ni mogoče. Najbolj tipični serijski dolgoročni vrednostni papirji so delnice podjetij in finančnih institucij ter obveznice podjetij, bank, države, občin in različnih paradržavnih institucij ter skladov. Med neserijskimi vrednostnimi papirji pa so najpogostejša potrdila o vlogah bank in investicijski kuponi vzajemnih skladov.

Slika 2 prikazuje delitev trga kapitala v Sloveniji. Vidimo lahko, da se na trgu kapitala pojavljajo tudi (serijski) kratkoročni vrednostni papirji¹², ki sicer niso del trga kapitala temveč trga denarja. Razloga za to sta naslednja:

¹⁰ Učinkoviti trg kapitala je tisti trg, na katerem cene vrednostnih papirjev večino časa dobro izražajo njihovo dejansko vrednost in na dolgi rok ustvarjajo donosnost, ki je v skladu z njihovim tveganjem.

¹¹ Prehodna faza se je na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev začela leta 1996 s prihodom delnic prvih podjetij iz množičnega lastninjenja. Trgi na prehodu so občasno izpostavljeni pretresom, ki lahko tečaje delnic močno zanihajo. Med najpogostejše dejavnike spadajo pogoste spremembe zakonodaje in proces konsolidacije lastništva.

¹² Tudi kratkoročni vrednostni papirji so serijski in neserijski. Najpogostejši so blagajniški zapisi finančnih organizacij (centralne banke, poslovnih bank in Slovenske izvozne družbe), komercialni zapisi nefinančnih izdajateljev in zakladne menice Republike Slovenije, ki so le serijske. Pri analizi sekundarnega trga zakladnih menic Republike Slovenije bomo v nadaljevanju ugotovili, da se danes z njimi trguje dejansko le še na izvenborznem (OTC) trgu, čeprav zakladne menice še vedno kotirajo tudi na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev.

1. na organiziranem trgu Ljubljanske borze se trguje tako z dolgoročnimi kot tudi s kratkoročnimi vrednostnimi papirji,
2. ZTVP-1 enako obravnava vse serijske vrednostne papirje, kamor poleg serijskih finančnih instrumentov kapitalskega trga spadajo tudi serijski vrednostni papirji denarnega trga oziroma trga kratkoročnih finančnih instrumentov, z zapadlostjo, ki je krajša od enega leta.

Slika 2: Delitev trga kapitala v Sloveniji

PRIMARNI TRG VREDNOSTNIH PAPIRJEV	Javne ponudbe vrednostnih papirjev ob izdaji	Bančni vrednostni papirji	Delnice Dolžniški vrednostni papirji
		Nrebančni vrednostni papirji	Delnice Dolžniški vrednostni papirji
		Republika Slovenija in Banka Slovenije	Dolžniški vrednostni papirji Kratkoročni vrednostni papirji
	Nadaljnje javne prodaje vrednostnih papirjev	Bančni vrednostni papirji	Delnice Dolžniški vrednostni papirji
		Nebančni vrednostni papirji	Delnice Dolžniški vrednostni papirji
	Nejavni primarni trg	Bančni vrednostni papirji	Delnice Dolžniški vrednostni papirji
		Nebančni vrednostni papirji	Delnice Dolžniški vrednostni papirji
SEKUNDARNI TRG VREDNOSTNIH PAPIRJEV	Organiziran trg	Borzna kotacija	Redne delnice Prednostne delnice Obveznice
		Kratkoročni VP	Zakladne menice
		Prosti trg	Redne delnice Prednostne delnice Obveznice Pokojninski boni Delnice investicijskih družb Delnice PID-ov
		Trgovanje izven BTS	Trgovanje s svežnji
	Neorganiziran (sivi) trg	Trgovanje z VP, ki niso uvrščeni na organiziran trg	Privatizacijske delnice Nekotirajoče državne obveznice

Vir: Lastni prikaz (delitev po Agenciji za trg vrednostnih papirjev in Ljubljanski borzi).

ZTVP-1 loči še tržne vrednostne papirje od netržnih. S tržnimi vrednostnimi papirji se trguje na organiziranem trgu (borzni in prosti trg), medtem ko z netržnimi vrednostnimi papirji to ni mogoče. Vrednostni papir lahko postane tržen na tri načine:

- vrednostni papir se izda preko postopka javne ponudbe (tako imenovana prva javna prodaja);
- za vrednostni papir, ki je bil izdan preko nejavne ponudbe, se kasneje pridobi dovoljenje Agencije za organizirano trgovanje (tako imenovana nadaljnja javna prodaja);
- vrednostni papir istega razreda se ob kasnejši izdaji izda preko postopka javne ponudbe.

4.2. Udeleženci slovenskega kapitalskega trga

Na slovenskem kapitalskem trgu deluje mnogo institucij, ki tako ali drugače urejajo in določajo dogajanje na njem. Te institucije so:

1. Agencija za trg vrednostnih papirjev (ATVP),
2. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev (organiziran trg vrednostnih papirjev),
3. Centralna klirinško depotna družba (KDD),
4. banke in borzno-posredniške družbe,
5. Banka Slovenije,
6. institucionalni investitorji na trgu kapitala (vzajemni skladi, pooblaščne investicijske družbe, pokojninski skladi, zavarovalnice ter Kapitalska in Slovenska odškodninska družba).

4.2.1. Agencija za trg vrednostnih papirjev (ATVP)

Glavni regulator kapitalskega trga oziroma trga (dolgoročnih) vrednostnih papirjev je Agencija za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ATVP), ki je pri izvrševanju svojih nalog in pristojnosti samostojna in neodvisna. Opravlja nadzor nad trgom vrednostnih papirjev in nadzor finančni institucij ter izvršuje druge naloge in pristojnosti, z namenom zagotoviti možnosti za učinkovito delovanje trgov vrednostnih papirjev in zaupanje vlagateljev vanje.

Naloge in pristojnosti, ki jih ima ATVP na področju vrednostnih papirjev so podobne nalogam in pristojnostim Banke Slovenije na področju denarnega sistema in nadzora nad opravljanjem bančnih storitev. Zakonsko določene naloge ATVP lahko strnemo v pet osnovnih področij (Mramor, 2000, str. 137):

1. nadzor nad poslovanjem pooblaščenih udeležencev na trgu vrednostnih papirjev in finančnih institucij,
2. izdaja dovoljenj: za poslovanje finančni institucij, za javno ponudbo vrednostnih papirjev, borznim posrednikom za opravljanje poslov z vrednostnimi papirji, članom uprav družb za upravljanje za opravljanje poslov člana uprave družbe za upravljanje,
3. priprava podzakonskih aktov ATVP, ki so pravna podlaga za urejanje, kontrolo in razvoj trga vrednostnih papirjev v Republiki Sloveniji,
4. priprava registrov in drugih podatkov, ki so dostopni javnosti,
5. soglasje k aktom Ljubljanske borze vrednostnih papirjev in Centralne klirinško depotne družbe.

Pri opravljanju nalog ATVP deluje v javnem interesu, z namenom zaščite investorjev in razvoja trga vrednostnih papirjev.

4.2.2. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev

Organiziran trg vrednostnih papirjev po ZTVP-1 je trg vrednostnih papirjev, ki je posredno ali neposredno dostopen javnosti, na katerem trgovanje poteka redno in je urejen in nadzorovan s strani pristojnih organov. Organizirano trgovanje na sekundarnem trgu vrednostnih papirjev poteka preko Ljubljanske borze vrednostnih papirjev (v nadaljevanju Ljubljanska borza), in sicer preko borznega trga in prostega trga.

Ljubljanska borza je bila ustanovljena 26. decembra leta 1989. Opredeljena je kot delniška družba, ustanovljena za zagotavljanje pogojev, ki so potrebni za povezovanje ponudbe in povpraševanja po vrednostnih papirjih in za trgovanje z drugimi finančnimi instrumenti oziroma za organizirano, pregledno, likvidno in učinkovito poslovanje z vrednostnimi papirji in drugimi finančnimi instrumenti v skladu z zakonom in drugimi predpisi.

Delničarji borze so banke in borzno posredniške družbe, ki imajo sedež v Republiki Sloveniji in so hkrati tudi člani borze. Dolžnosti borznih članov, ki jih določajo Pravila borze, so:

- skrbeti za ugled borze ter za spoštovanje in izvajanje Pravil in Navodil organov borze;
- voditi natančno evidenco o prejetih naročilih in sklenjenih borznih poslih;
- borzi predložiti vsa letna in polletna poročila o svojem poslovanju ter obveščati o morebitnih spremembah pogojev poslovanja, podatkov iz registra in drugih dogodkih, ki vplivajo na finančno stanje in poslovanje;
- preprečiti dostop in uporabo Borznega informacijskega sistema (BIS) drugim osebam, razen borznemu posredniku, kateremu je borza dodelila osebne kode;
- plačevati članarino in pristojbine v skladu s cenikom borze;
- varovati vse podatke, ki so kot poslovna skrivnost določeni za zaupne v Statutu borze.

Na organiziranem trgu se trguje le z vrednostnimi papirji, ki so v celoti vplačani, neomejeno prenosljivi, nematerializirani¹³ in ki glede na preostale lastnosti in glede na poslovanje izdajatelja izpolnjujejo pogoje, ki jih določa borza.

Eden najpomembnejših dokumentov, ki jih mora izdajatelj, ki zaprosi za sprejem vrednostnega papirja na borzo, priložiti zahtevi za sprejem, je prospekt, ki mora vsebovati vse informacije, ki jih vlagatelji potrebujejo za svoje investicijske odločitve.

¹³ Nematerializiran vrednostni papir je po Zakonu o nematerializiranih vrednostnih papirjih (v nadaljevanju ZNVP) izjava izdajatelja, vpisana v centralni register nematerializiranih vrednostnih papirjev, s katero se izdajatelj zavezuje, da bo izpolnil obveznost iz vrednostnega papirja osebi, ki je kot zakoniti imetnik vrednostnega papirja vpisana v centralni register. Med nematerializirane vrednostne papirje spadajo tudi zakladne menice RS. Obveznice RS pa se izdajajo v obeh oblikah, materilaizirani in nematerializirani.

Z vrednostnimi papirji, ki ne izpolnjujejo pogojev za kotacijo, je omogočeno trgovanje na segmentu izvenborznega odprtega trga vrednostnih papirjev (t.j. prostem trgu), na katerem so vrednostni papirji prosto prenosljivi brez omejitev.

4.2.3. Centralna klirinško depotna družba (KDD)

Pomemben element trga vrednostnih papirjev je Centralna klirinško depotna družba (v nadaljevanju KDD), ki je s poslovanjem pričela v letu 1995. Organizirana je kot nejavna delniška družba.

V skladu s Pravili poslovanja KDD je KDD institucija, ki zagotavlja predvsem naslednje storitve:

- obračun in poravnavanje obveznosti (s prenosom vrednostnih papirjev na računih članov KDD ter s prenosom denarja) iz sklenjenih poslov na organiziranem trgu vrednostnih papirjev;
- vodenje centralnega registra vrednostnih papirjev, to je vodenje računalniške evidence imetnikov vrednostnih papirjev posameznih izdajateljev na varen, zanesljiv in učinkovit način;
- zagotavljanje učinkovitega in hitrega ugotavljanja in uveljavljanja pravic imetnikov vrednostnih papirjev;
- zagotavljanje stanj na računih vrednostnih papirjev.

ZNVP ureja način izdaje in prenosa nematerializiranih vrednostnih papirjev, način zamenjave že izdanih vrednostnih papirjev z vrednostnimi papirji, izdanimi v nematerializirani obliki, pogoje in omejitve dostopa do podatkov o imetnikih nematerializiranih vrednostnih papirjev ter pravila vodenja centralnega registra nematerializiranih vrednostnih papirjev.

Nematerializirani vrednostni papirji so izdani z vpisom podatkov o njihovih bistvenih sestavinah v centralni register vrednostnih papirjev. Zakon pa je uvedel obvezno izdajo vrednostnih papirjev v nematerializirani obliki praktično za vse izdajatelje¹⁴, saj nematerializirano okolje zmanjšuje tveganje kraje in ponarejanja. Posledično to pomeni zmanjšanje sistemskega tveganja pri poslovanju z vrednostnimi papirji, hkrati pa omogoča ekonomično izvedbo nekaterih vrst storitev (na primer izplačevanje obresti in dividend).

¹⁴ Po ZNVP so nematerializirane vrednostne papirje dolžni izdati vsi izdajatelji serijskih vrednostnih papirjev, katerih prva prodaja je bila opravljena po postopku javne ponudbe. Poleg teh imajo dolžnost izdajanja nematerializiranih vrednostnih papirjev še banke, zavarovalnice, borzno posredniške družbe in družbe za upravljanje.

4.2.4. Borzno posredniške družbe in banke

Po definiciji spadajo borzno-posredniške družbe in banke med tako imenovane pooblaščené udeležence trga vrednostnih papirjev, ki imajo dovoljenje za opravljanje storitev v zvezi z vrednostnimi papirji. Storitve v zvezi z vrednostnimi papirji so naslednje (73. člen ZTVP-1):

- nakup ali prodaja vrednostnih papirjev po nalogu in za račun stranke (borzno posredovanje);
- gospodarjenje z vrednostnimi papirji po nalogu in za račun stranke (gospodarjenje z vrednostnimi papirji);
- posebne storitve (izvedba prvih prodaj brez obveznosti odkupa, izvedba prvih prodaj z obveznostjo odkupa, storitve v zvezi z uvedbo vrednostnih papirjev v javno trgovanje);
- pomožne storitve (investicijsko svetovanje, vodenje računov nematerializiranih vrednostnih papirjev, hramba vrednostnih papirjev, storitve v zvezi s prevzemi).

Nadzor, izdajo dovoljenj za opravljanje poslov z vrednostnimi papirji ter način poslovanja oseb, ki se s temi posli lahko ukvarjajo, ureja ZTVP-1. Za pridobitev dovoljenja za opravljanje poslov z vrednostnimi papirji morajo borzno posredniške družbe in banke izpolnjevati določene pogoje. Imeti morajo predpisano višino kapitala ter izpolnjevati kadrovske, tehnične, finančne in organizacijske pogoje. Med kadrovske pogoje spada ustrezno znanje borznih posrednikov in izkušnje s področja financ.

Medtem ko morajo borzno-posredniške družbe pridobiti dovoljenje za opravljanje storitev v zvezi z vrednostnimi papirji le od ATVP, morajo banke v skladu z Zakonom o bančništvu poleg dovoljenja ATVP pred začetkom opravljanja poslov z vrednostnimi papirji pridobiti tudi ustrezno dovoljenje Banke Slovenije. Banka, ki opravlja posle z vrednostnimi papirji, mora izpolnjevati še naslednje pogoje:

- poslovanje z vrednostnimi papirji mora organizirati tako, da je v celoti ločeno od ostalega poslovanja banke; to pomeni, da je tovrstno poslovno področje organizirano v posebnem oddelku oziroma nekaj oddelkih, ki se ukvarjajo samo s posli z vrednostnimi papirji;
- knjigovodstvo oddelka za poslovanje z vrednostnimi papirji mora voditi ločeno, ki mora biti tudi prostorsko ločeno od knjigovodstva ostalih organizacijskih enot banke;
- kljub strogi ločenosti poslov z vrednostnimi papirji od ostalih dejavnosti lahko banka sprejema naročila investorjev za nakup ali prodajo vrednostnih papirjev tudi izven prostorov oddelka za poslovanje z vrednostnimi papirji, vendar na teh mestih ne sme opravljati investicijskega svetovanja, kar mora biti tudi vidno in jasno označeno;
- delavci, ki opravljajo delo v zvezi z vrednostnimi papirji, ne smejo hkrati opravljati nalog v drugih enotah banke, kjer bi lahko uporabljali informacije, ki jih pridobijo pri delu na oddelku za poslovanje z vrednostnimi papirji.

4.2.5. Banka Slovenije

Eden izmed pomembnih regulatorjev finančnega trga in s tem tudi trga vrednostnih papirjev v Sloveniji je Banka Slovenije. ZTVP-1 omenja Banko Slovenije le pri členih, ki se nanašajo na borzno posredniške družbe, in pri členih, ki govorijo o dolžnosti poročanja izdajateljev vrednostnih papirjev in pridobitvi dovoljenj za prvo javno prodajo oziroma opravljanje storitev v zvezi z vrednostnimi papirji. Banka Slovenije in Republika Slovenija nista zavezani poročati ter pridobiti dovoljenja za prvo javno prodajo vrednostnih papirjev.

Banka Slovenije se z vodenjem denarne politike pojavlja na denarnem trgu. Neposredni in posredni vplivi denarne politike so se v preteklosti odražali tudi na razvoju kapitalnega trga. Začelo se je predvsem poleti leta 1994 po zloglasni varni in donosni enormni izdaji centralnobančnih blagajniških zapisov z nakupnimi boni, ki so kupcem takrat omogočali neverjeten 50 in več odstotni donos za polletno naložbo. Ta instrument Banke Slovenije je takrat popolnoma razbil še dokaj nepomemben trg dolgoročnih vrednostnih papirjev, katerega značilnosti sta bili nizka tržna kapitalizacija in odsotnost močnih podjetij iz realnega sektorja (Veselinovič, 1998, str. 43).

Drugi večji in izjemno vplivni poseg Banke Slovenije na trg dolgoročnih vrednostnih papirjev se je zgodil februarja leta 1997, ko je Banka Slovenije uvedla t.i. skrbniške račune za nerezidente pri domačih bankah, kar je poslovanje za tuje investitorje močno podražilo, saj so bili stroški vodenja teh računov na začetku zelo veliki. Banka Slovenije je s svojo potezo želela urediti spremljanje tujih naložb ter omejiti večji priliv sredstev na slovenski finančni trg. Ukrepi, ki so bili v slovenski finančni javnosti najprej pozitivno sprejeti, ker naj bi zagotavljali tujcem dodatno varnost, slovenski valuti pa stabilnost, so povzročili takojšnjo ustavitev nakupov domačih vrednostnih papirjev s strani tujcev¹⁵.

Kljub kritikam, ki jih je bila deležna Banka Slovenije zaradi omejitev pri pretoku kapitala, je potrebno omeniti, da sta tudi azijska kriza jeseni leta 1997 ter ruska kriza jeseni leta 1998 povzročili umik tujih investitorjev iz Slovenije.

Režim skrbniških računov je Banka Slovenije od uvedbe do njegove odprave sredi leta 2001 večkrat omilila. Omejitve so veljale samo za portfeljske naložbe, medtem ko za neposredne naložbe (merilo je 10-odstotni upravljavski delež) omejitev ni bilo. Po novem je Banka Slovenije ohranila omejitve za nerezidente samo za instrumente denarnega trga.

¹⁵ Promet na borzi ter borzni indeks v letu 1997 sta se zelo zmanjšala. Mednarodna finančna korporacija (IFC) je analizirala in razvrstila 49 razvijajočih se finančnih trgov glede na njihovo odprtost. Slovenski trg je bil proglašen za edini zaprt trg za tujce.

K reševanju problematike finančnega odpiranja v svet in svetovnega v Slovenijo je veliko pripomogel Zakon o deviznem poslovanju, ki je bil sprejet v prvi polovici leta 1999. V njem je večina podzakonskih aktov v rokah Banke Slovenije (Veselinovič, 1999, str. 1).

4.2.6. Institucionalni investitorji na trgu kapitala

Institucionalni investitorji so finančne institucije, ki investirajo v vrednostne papirje domačih in tujih podjetij ter države in upravljajo s tem premoženjem (portfeljem). Na razvitih trgih kapitala predstavljajo institucionalne investitorje štiri večje skupine: zavarovalnice, pokojninski skladi, odprti investicijski skladi (vzajemni skladi) ter zaprti investicijski skladi (investicijske družbe).

Najpomembnejši institucionalni investitorji na slovenskem trgu kapitala so: pooblaščne investicijske družbe, Kapitalska družba, vzajemni skladi in v zadnjem času tudi zavarovalnice, pričakovati pa je, da bodo tudi pokojninski skladi postali pomemben investitor na trgu kapitala.

5. SEKUNDARNI TRG DRŽAVNIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV V SLOVENIJI

V drugem poglavju je beseda tekla o finančnem trgu in njegovih segmentih s teoretičnega vidika. Iz teoretičnih spoznanj smo nato prešli v prakso in si pogledali, kako sta organizirana slovenski denarni in kapitalski trg. Predstavljene so bile institucije, ki se pojavljajo oziroma predstavljajo posamezen trg, omenjeni pa so bili tudi instrumenti, s katerimi se trguje na posameznem segmentu slovenskega finančnega trga.

V nadaljevanju bomo analizirali sekundarni trg državnih vrednostnih papirjev v Sloveniji. Če je primarni trg državnih vrednostnih papirjev, na katerem se le-ti izdajajo, pomemben za zagotavljanje sredstev v primeru primanjkljajev državnega proračuna, sekundarni trg državnih vrednostnih papirjev, kjer se trguje z že izdanimi vrednostnimi papirji, služi predvsem za upravljanje z likvidnostjo ostalih udeležencev tega trga. Razvit sekundarni trg je hkrati tudi pogoj za uspešno delovanje primarnega trga. Likviden in globok trg državnih vrednostnih papirjev je eden izmed pogostih ciljev centralnih bank in državnih zakladnic (Sundararajan, Dattels, Blommestein, 1995, str. 245).

Še preden se posvetimo analizi slovenskega sekundarnega trga državnih vrednostnih papirjev, pa si bomo pogledali vrste in značilnosti vrednostnih papirjev, ki jih izdaja Republika Slovenija. Poznavanje posameznega instrumenta bo namreč izhodišče za nadaljnje delo in lažje razumevanje lastnosti trga, na katerem se trguje z državnimi vrednostnimi papirji.

5.1. Državni vrednostni papirji Republike Slovenije

Po Zakonu o javnih financah (v nadaljevanju ZJF) zadolževanje pomeni črpanje posojila ali izdajo vrednostnih papirjev. Država se zadolžuje za odplačilo glavnice državnega dolga in za financiranje začasnega primanjkljaja denarnih sredstev (likvidnostno zadolževanje), ki je posledica neusklajenega gibanja prejemkov in izdatkov državnega proračuna. Likvidnostno zadolževanje je, v nasprotju z zadolževanjem za odplačilo glavnice državnega dolga, črpanje kratkoročnega posojila oziroma izdaja kratkoročnega vrednostnega papirja. V skladu s 84. členom ZJF se zadolževanje države v posameznem proračunskem letu izvaja na podlagi letnega programa financiranja proračuna, ki ga sprejme vlada.

Državne vrednostne papirje izdaja Republika Slovenija, ki jo zastopa Ministrstvo za finance oziroma Državna zakladnica, ki je organizirana kot integralni del Ministrstva za finance¹⁶. Izdajatelj državnih vrednostnih papirjev izdaja le-te z namenom pridobivanja določenih finančnih sredstev. Temeljna naloga državnih vrednostnih papirjev je financiranje proračunskega primanjkljaja ali morebiti posameznih državnih projektov (Ferjančič, 1998, str. 2). Državni vrednostni papirji so hkrati instrument financiranja državnega dolga. Tabela 4 prikazuje dolg Republike Slovenije med leti 1993 in 2003.

Tabela 4: Dolg Republike Slovenije med leti 1993 in 2003 (v mrd SIT)

Kategorija	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003*
Dolg Republike Slovenije - skupaj	303,0	343,1	414,2	580,7	673,2	771,3	893,4	1.013,4	1.228,9	1.423,5	1.473,2
I. NOTRANJI DOLG	263,7	291,1	342,1	355,4	399,7	475,5	498,6	505,1	635,1	837,7	886,7
1. JAVNI SEKTOR	31,8	35,3	20,3	5,1	11,2	1,8	5,7	13,0	0,8	0,0	0,0
2. BANKA SLOVENIJE	3,7	0,9	0,6	0,8	0,5	0,6	0,2	0,3	7,9	7,6	7,5
3. POSLOVNE BANKE	183,3	211,9	98,4	106,7	43,3	81,3	82,5	75,8	96,2	101,7	83,5
3.1 Krediti	15,7	13,9	24,7	30,4	43,3	81,3	82,5	75,8	96,2	101,7	83,5
3.2 Neprenosljivi vrednostni papirji	167,6	198,0	73,7	76,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
4. VRED. PAPIRJI na PRINOSNIKA	43,2	41,6	222,8	242,8	344,7	391,8	410,1	415,9	530,3	728,3	795,7
4.1 Kratkoročni papirji	0,9	0,3	0,3	0,0	0,0	8,0	13,0	21,6	54,2	90,0	78,6
4.2 Dolgoročni papirji	42,3	41,4	222,5	242,8	344,7	383,8	397,1	394,3	476,0	638,3	717,1
5. DRUGI DOMAČI UPNIKI	1,7	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
II. ZUNANJI DOLG	39,3	52,0	72,1	225,3	273,6	295,8	394,9	508,3	593,7	585,8	586,5
1. MEDNARODNE ORGANIZACIJE	27,9	33,0	37,3	37,4	38,4	36,8	38,2	40,2	64,2	55,5	49,0
2. TUJE VLADE IN VLADNE AGENCIJE	0,0	1,1	2,4	17,1	12,2	9,7	9,0	8,1	6,8	6,1	5,8
3. POSLOVNE BANKE	11,3	17,8	32,4	33,0	34,2	45,8	47,4	49,9	51,4	38,5	37,7
4. DRUGI TUJI UPNIKI	0,0	0,0	0,0	137,8	188,8	203,5	300,3	410,1	471,4	485,7	494,0

* Podatki o stanju (v primerjavi s podatki za ostala leta, ki so na dan 31.12.) so na dan 30.09.2003.

Vir: Bilten javnih financ, 2003.

Vidimo lahko, da je (bil) v vseh navedenih letih večji del dolga Republike Slovenije (t.i. tržni državni dolg) v obliki državnih vrednostnih papirjev, ki so (bili) v posesti centralne banke, posameznikov, poslovnih bank in drugih finančnih institucij. Medtem ko centralna banka oziroma Banka Slovenije potrebuje državne vrednostne papirje za vodenje denarne politike,

¹⁶ Državna zakladnica opravlja spremljanje in zagotavljanje likvidnosti državnega proračuna. V okviru Ministrstva za finance ima Državna zakladnica specifično vlogo, saj je iz vsebinskega vidika poslovni del ministrstva in predstavlja povezavo državne uprave s podjetniško-bančnim sistemom (Černjač, 2002, str. 7).

imajo poslovne banke državne vrednostne papirje za likvidne obrestovane naložbe, ki jih v primeru likvidnostnih težav hitro pretvorijo v transakcijski denar. Posamezniki nalagajo svoj denar v državne vrednostne papirje predvsem zaradi njihove visoke likvidnosti, minimalnega tveganja za neplačilo. Tujci se odločajo le za vrednostne papirje finančno najmočnejših držav, ker nimajo tveganja neplačila in valutnega tveganja¹⁷. Razlogov za velik delež državnih vrednostnih papirjev v državnem dolgu je torej več, na splošno pa veljajo državni vrednostni papirji za najbolj varno in stabilno naložbo.

Državni vrednostni papirji, ki jih izdaja Republika Slovenija, so kratkoročne in dolgoročne narave. Kratkoročne vrednostne papirje predstavljajo zakladne menice, dolgoročne pa državne obveznice.

5.1.1. Zakladne menice Republike Slovenije

Zakladne menice so torej državni kratkoročni dolžniški vrednostni papirji. Državna zakladnica jih je začela izdajati že leta 1992 z namenom, da bi zagotovilo sredstva za izpolnjevanje obveznosti proračuna. Zapadlosti zakladnih menic so bile tri, šest in dvanajst mesecev. Leta 1996 je Državna zakladnica ustavila izdajo zakladnih menic, saj do tedaj skorajda ni bilo potreb po likvidnostnem zadolževanju. Likvidnost proračuna je bila dobra, obrestna mera za zakladne menice relativno nizka, to pa se je odrazilo v skromni prodaji zakladnih menic.

V letu 1997 sta deficit države in odplačevaje obstoječega dolga že povzročila občasna nihanja v likvidnosti proračuna. Državna zakladnica je bilo s tem prisiljena h kratkoročnemu zadolževanju. Sprva je uporabila kredite pri bankah in zadolževanje z izdajo zadolžnic¹⁸. Maja 1998 pa je ponovno začela izdajati zakladne menice, ki so tako postale eden od instrumentov kratkoročnega zadolževanja države¹⁹. Najprej je država začela izdajati trimesečne zakladne menice, tem so se oktobra 1999 pridružile še šestmesečne zakladne menice in maja 2000 še dvanajstmesečne zakladne menice Republike Slovenije (Dolenc, 2002a, str. 45).

Glavne značilnosti tri-, šest- in dvanajstmesečnih zakladnih menic so naslednje (Kratkoročni vrednostni papirji, zakladne menice – Prospekt, 2004):

1. serijski, nematerializiran in prenosljiv vrednostni papir,
2. diskontiran vrednostni papir,
3. višina apoena 10.000 SIT,

¹⁷ Državni vrednostni papirji finančno najmočnejših držav so denominirani v močnih valutah.

¹⁸ Zadolžnica je neprenosljiv vrednostni papir in je po vsebini enaka klasičnemu kreditnemu poslu, ki je zaradi svoje nefleksibilnosti neprimeren za uravnavanje likvidnosti proračuna. Zadolžnice so bile izdane predvsem z namenom, da bi zadostili zakonu nekaterih naložb javnih zavodov.

¹⁹ Ferjančič in Albreht (1998, str. 9) pravita, da Republika Slovenija izdaja zakladne menice z namenom, da jih uporablja kot tržni instrument kratkoročnega zadolževanja države, ki s tako pridobljenimi sredstvi pokriva proračunski primanjkljaj in spreminja del dolgoročne strukture zadolženosti v kratkoročno. Državni dolg, ki je v obliki zakladnih menic, se imenuje plavajoči dolg (angl. floating debt) (Ferjančič, 1998, str 3).

4. uporaba nominalne proporcionalne obrestne mere,
5. izdaje zakladnih menic preko sistema pooblaščenih vpisnikov,
6. izdaje zakladnih menic preko rednih avkcij,
7. način zapiranja avkcij po enotni ceni²⁰ (angl. uniform-price auction) in
8. omogočeno nadaljnje trgovanje na sekundarnem trgu.

V maju 2001 so se dotedanji ponudbi kratkoročnih vrednostnih papirjev pridružile še enomesečne zakladne menice. Enomesečne zakladne menice predstavljajo skupni projekt Državne zakladnice (Ministrstva za finance) in Banke Slovenije z namenom izboljšanja učinkovitosti in preglednosti domačega denarnega trga (Jernejčič, 2001, str. 31). Državna zakladnica si je pri tem zadala za primarni cilj razvoj sekundarnega trga, ki bi omogočal poravnavo v realnem času in sorazmerno majhne stroške trgovanja.

Značilnosti enomesečnih zakladnih menice so (Enomesečna zakladna menica – Prospekt, 2004):

1. serijski, nematerializiran in prenosljiv vrednostni papir,
2. diskontiran vrednostni papir,
3. dospelost štiri tedne po izdaji (običajno 28 dni),
4. višina apoena 10 milijonov SIT,
5. uporaba nominalne proporcionalne obrestne mere,
6. prodajajo se preko avkcij, na katerih lahko sodelujejo le pooblašчени vpisniki in druge poslovne banke,
7. fizične osebe ne morejo biti imetniki enomesečnih zakladnih menic.

Poleg različne zapadlosti se enomesečne zakladne menice od ostalih vrst zakladnih menic razlikujejo predvsem po višini apoena in po tem, da fizične osebe ne morejo biti imetniki teh menic. Glavni namen izdaj enomesečnih zakladnih menic je, da se velika podjetja in različne finančne institucije spodbudi v naložbe v to obliko kratkoročnega vrednostnega papirja.

5.1.2. Obveznice Republike Slovenije

Država nastopa kot največji posojilojemalec in si izposoja velike zneske. Njen glavni instrument, ki ga pri tem uporablja, je obveznica (Svilan, 1990, str. 49). V nasprotju z zakladnimi menicami so obveznice dolgoročni dolžniški vrednostni papirji, ki jih Državna zakladnica izdaja z namenom financiranja potreb proračuna in/ali potreb upravljanja državnega dolga, ki je predvsem dolgoročne narave (glej Tabelo 4, na str. 23).

Država izdaja obveznice že vse od leta 1990. Velik del obveznic je bil izdan predvsem zaradi preteklih dogajanj, ki so povzročila nastanek javnega dolga. Tako je država z izdajo obveznic prevzela breme javnega dolga nase. Obveznice so bile izdane natančno določenim pravnim in

²⁰ Več o avkcijah in njihovih značilnostih lahko bralec najde v Brenčič, Dolenc (2002, str. 10).

fizičnim osebam v zamenjavo za prevzete obveznosti. Nameni izdaje so bili prestrukturiranje slovenskega gospodarstva (RS01), financiranje pospeševanja izvoza (RS02), odkup terjatev do Iraka, Angole in Kube (RS03), poravnavanje obveznosti iz neizplačanih in izplačanih deviznih vlog (RS04, RS06, RS08, RS10), zamenjava obveznic Agencije RS za sanacijo bank in hranilnic (RS15), plačilo odškodnin za zaplenjeno premoženje (RS21) in plačilo odškodnin žrtvam vojne in povojnega nasilja (RS30, RS39). Kot rečeno, se v zadnjem času slovenske državne obveznice izdajajo z namenom financiranja potreb proračuna in upravljanja z javnim dolgom.

Splošne značilnosti obveznic, ki jih država izdaja trenutno, so naslednje (Dolgoročni vrednostni papirji Republike Slovenije – Prospekt, 2003):

1. imenski, nematerializiran, prenosljiv vrednostni papir,
2. doba zapadlosti 3, 5, 10 in 15 let,
3. višina apoena 10.000 SIT,
4. fiksna obrestna mera,
5. izdaje obveznic preko avkcij, kjer lahko neposredno sodelujejo slovenske banke, izbrane borzno posredniške družbe in nekateri drugi udeleženci,
6. način zapiranja avkcij po izklicani ceni²¹ (angl. multiple-price auction) in
7. možnost reodprtja ali ponovne izdaje posamezne serije,
8. omogočeno nadaljnje trgovanje na sekundarnem trgu (borzi).

Vse naštetu so splošne značilnosti državnih obveznic. Glede na način obrestovanja in valorizacije državnih obveznic pa lahko le-te združimo v naslednje tri skupine:

- tolarske obveznice, nominirane v EUR (do ukinitve tudi v DEM) - t.i. obveznice z valutno klavzulo (npr. RS02, RS13, RS18, RS33);
- tolarske obveznice s spremenljivo obrestno mero (npr. RS09, RS16, RS27, RS40) oziroma t.i. TOM²² obveznice (npr. RS10, RS15);
- tolarske obveznice s fiksno obrestno mero - t.i. nominalne obveznice (RS36, RS42).

Jernejčič (2003, str. 28) pravi, da je obstoj državnih obveznic, ki se ne valorizirajo s temeljno obrestno mero ali tečajem evra, temveč imajo nespremenljivo nominalno obrestno mero, prvi pogoj za izpolnjevanje enega od petih (nominalnih) konvergenčnih kriterijev za vključitev v Evropsko monetarno unijo (v nadaljevanju EMU). Gre za kriterij, ki pravi, da mora imeti država kandidatka za članstvo v EMU znotraj enega leta povprečno nominalno dolgoročno obrestno mero na ravni, ki ne presega povprečja treh držav članic z najnižjo stopnjo inflacije za več kot dve odstotni točki. Pri tem se dolgoročna obrestna mera oblikuje na podlagi obrestnih mer desetletnih državnih obveznic, ki morajo biti denominirane v nacionalni valuti. Republika Slovenija (oziroma Državna zakladnica) je oktobra 2003 izdala prvo obveznico, ki bi jo lahko izbrali za preverjanje izpolnjevanja omenjenega Maastrichtskega kriterija. RS54 je

²¹ Glej opombo št. 20.

²² TOM = temeljna obrestna mera.

tolarska obveznica z dobo zapadlosti deset let in nominalno obrestno mero. V Državni zakladnici so se zaradi približevanja članstva Slovenije v EU odločili, da bodo v letu 2004 izdajali samo tolarske obveznice z nominalno obrestno mero, in sicer treh različnih ročnosti (3, 5 in 10 letne).

5.2. Oblike sekundarnega trga (državnih) vrednostnih papirjev v Republiki Sloveniji

Sekundarni trg vrednostnih papirjev je lahko organiziran na dva načina. Prvič gre lahko za *organizirani trg* vrednostnih papirjev, ki je (po ZTVP-1) posredno ali neposredno dostopen javnosti in je urejen ter nadzorovan s strani pristojnih organov. Trgovanje med kupci in prodajalci poteka redno na določeni lokaciji. Organiziran trg vrednostnih papirjev predstavljajo predvsem borze. Lahko pa je trg vrednostnih papirjev organiziran kot *trg preko okenc (OTC)*. OTC trg, kot ga razume razviti svet, je neformalni sekundarni trg, ki obsega vse posle z vrednostnimi papirji, ki ne potekajo preko organiziranih borz vrednostnih papirjev. Ta trg se imenuje tudi trg brez tržnega prostora, saj se prodaje in nakupi ne opravljajo na določenem mestu, ampak ga predstavljajo posamezni udeleženci, ki uporabljajo različne načine trgovanja. Od trgovanja preko bančnih okenc, trgovanja preko telefona, trgovanja preko posrednikov pa vse do trgovanja preko računalniško podprtega sistema. Cene oziroma tečaji vrednostnih papirjev na tem trgu se določajo z neposrednimi pogajanjem med prodajalci in kupci oziroma njihovimi posredniki in se javno objavljajo. Zaradi teh značilnosti je OTC trg zelo konkurenčen in včasih ni bistvene razlike med njim in organiziranim trgom (Mishkin, 1998, str. 18).

Večina trgovanja z državnimi vrednostnimi papirji v razvitih zahodnih državah poteka preko OTC trga²³. Udeležba na njem je praktično neomejena, trgovanje pa je podvrženo nižji stopnji regulacije. Vendar obstoj OTC trga v nobenem primeru ne izključuje trgovanja z enakimi vrednostnimi papirji na klasičnem borznem trgu, ki pa večinoma igra - zlasti na segmentu državnih vrednostnih papirjev - nepomembno vlogo.

Ko govorimo o sekundarnem trgu državnih vrednostnih papirjev Republike Slovenije, govorimo o obeh oblikah trga. Z zakladnimi menicami kot instrumentom denarnega trga se namreč lahko trguje na Ljubljanski borzi²⁴ in na OTC trgu, z državnimi obveznicami kot instrumentom kapitalskega trga pa (zaenkrat) le na Ljubljanski borzi, ki pri nas predstavlja organiziran trg vrednostnih papirjev. Predstavitev in analiza posameznih segmentov sledi v nadaljevanju, in sicer ločeno na *sekundarni trg zakladnih menic Republike Slovenije* in *sekundarni trg obveznic Republike Slovenije*.

²³ V Španiji ima OTC trg status t.i. uradnega trga za državne vrednostne papirje.

²⁴ Trgovanja na Ljubljanski borzi zaradi visokih stroškov ni.

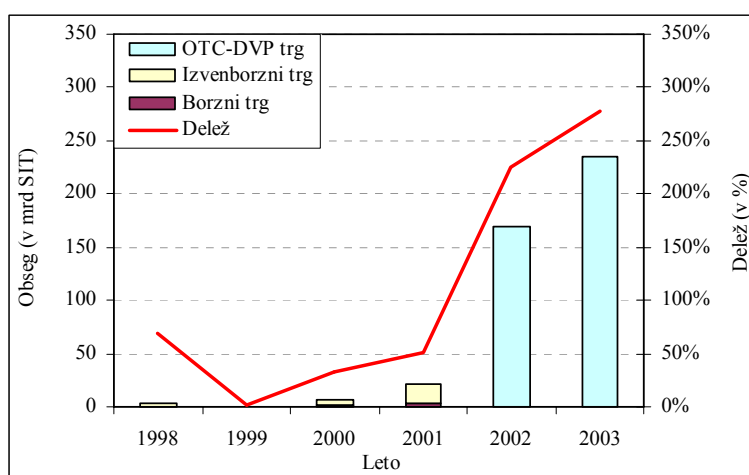
6. ANALIZA SEKUNDARNEGA TRGA ZAKLADNIH MENIC REPUBLIKE SLOVENIJE

Sekundarni trg zakladnih menic Republike Slovenije predstavlja slovenski sekundarni trg kratkoročni državnih vrednostnih papirjev. Razvoj sekundarnega trga kratkoročnih državnih vrednostnih papirjev lahko poleg tega, da omogoča večjo likvidnost udeležencem tega trga, pomaga tudi pri upravljanju likvidnosti državnega proračuna in upravljanjem javnega dolga v primeru, ko država nastopa kot aktivna udeleženka sekundarnega trga.

6.1. Razvoj slovenskega sekundarnega trga zakladnih menic

Od začetka izdajanja zakladnih menic pa vse do uresničitve projekta uradnega vzdrževanja sekundarnega trga zakladnih menic oziroma market makerstva je bil sekundarni trg zakladnih menic popolnoma neformaliziran, likvidnost teh instrumentov pa izredno majhna. Z zakladnimi menicami se je trgovalo na kratkoročnem segmentu borznega trga, poleg tega pa se je z zakladnimi menicami lahko trgovalo tudi na izvenborznem oziroma t. i. sivem trgu, za katerega Vidic (2002, str. 5) meni, da je slabost trgovanja na njem predvsem v sami nepreglednosti cen in količine trgovanja posameznih vrednostnih papirjev.

Slika 3: Obseg sekundarnega trgovanja z zakladnimi menicami in delež prometa na sekundarnem trgu zakladnih menic v povprečnem stanju izdanih zakladnih menic med leti 1998 in 2003



Vir: Interni podatki Ljubljanske borze vrednostnih papirjev in lastni izračuni, 2004.

Slika 3 prikazuje sekundarno trgovanje z zakladnimi menicami. Med leti 1998 in 2001 je bilo na borznem trgu za 5,2 milijardi SIT, na sivem trgu pa za 25,7 milijard SIT prometa z zakladnimi menicami. Skupno torej nekaj več kot 30 milijard SIT, kar je nedvomno zelo slab rezultat v primerjavi s trgovanjem na 'novem' OTC-DVP trgu v letu 2002 (168,7 milijard SIT)

in 2003 (235,4 milijarde SIT)²⁵. Likvidnost zakladnih menic med leti 1998 in 2001 je bila torej slaba, če vemo, da je omenjenih 30 milijard SIT predstavljalo manj kot 40 odstotkov povprečnega stanja izdanih zakladnih menic v referenčnem obdobju.

Slabi rezultati in možnosti, ki jih razvit denarni trg ponuja v razmerah liberaliziranih kapitalskih in finančnih tokov s tujino²⁶, so prisilili Ministrstvo za finance, da je po dokončanem formiranju primarnega trga zakladnih menic²⁷ začelo razvijati tudi sekundarni trg teh instrumentov. Tako sta konec leta 2001 Ministrstvo za finance in Banka Slovenije skupaj pristopila k aktivnemu razvoju (grosističnega²⁸) sekundarnega trga zakladnih menic²⁹.

Izhodišča pri skupnem projektu so bila predvsem naslednja:

- čim nižji transakcijski stroški (aktivnega) sekundarnega trgovanja;
- varnost preknjižbe oziroma netvegan prenos vrednostnih papirjev in denarja (angl. delivery-versus-payment) ter možnost poravnave v realnem času (T+0);
- obstoj posameznih subjektov, ki so v vsakem trenutku pripravljeni kupiti ali prodati določen vrednostni papir (t.i. vzdrževalci trga ali market makerji);
- javnost in transparentnost podatkov o trgovanju.

Transakcijski stroški so pri trgovanju s kratkoročnimi vrednostnimi papirji relativno zelo pomemben dejavnik. Pred vzpostavitvijo izvenborznega OTC trga, ko so se nakupi in prodaje zakladnih menic vršili na Ljubljanski borzi, so bili stroški trgovanja sestavljeni iz treh delov, kot ponazarja spodnja tabela (Tabela 5).

Tabela 5: Stroški pri trgovanju z zakladnimi menicami na Ljubljanski borzi

Vrsta stroška	Strošek (% od vrednosti posla)
Stroški Ljubljanske borze	0,03
Stroški KDD	0,15
Stroški borznih posrednikov	0,1 - 0,5 (- 1.0)

Vir: Interni podatki Ljubljanske borze vrednostnih papirjev in KDD, 2004.

Kot lahko vidimo, so bili stroški določeni kot odstotek od vrednosti posla. Problem so v bistvu predstavljali stroški borznih posrednikov. Če so skupni stroški znašali več kot pol odstotka vrednosti posla, so bili za trgovanje s kratkoročnimi vrednostnimi papirji oziroma

²⁵ Trgovanje z zakladnimi menicami na OTC-DVP trgu bomo podrobneje analizirali v točki 6.2.

²⁶ Glej str. 8.

²⁷ Formiranje primarnega trga zakladnih menic se je začelo v sredini leta 1998, ki je Ministrstvo za finance začelo redno izdajati zakladne menice.

²⁸ Osnova za razvoj sekundarnega grosističnega trga je bil začetek tedenskega izdajanja enomesečnih zakladnih menic (s svojimi specifičnimi lastnostmi), ki niso bile uvrščene v borzno kotacijo. Do realizacije projekta sekundarnega trga sekundarnega trgovanja z enomesečnimi zakladnimi menicami ni bilo.

²⁹ Ferjančič (2001, str. 6) je mnenja, da država in centralna banka morata spodbujati razvoj sekundarnega trga. V številnih primerih namreč tesno sodelujeta z udeleženci trga, njuno sodelovanje pa obsega tudi pomoč pri postavitvi ustrezne infrastrukture in pomoč pri uveljavitvi pravil trgovanja. Poleg tega podpirata razvoj trga repo poslov, in sicer z namenom, da povečata likvidnost in zmanjšata kreditno tveganje.

zakladnimi menicami popolnoma nesprejemljivi. Tako se je trgovanje z zakladnimi menicami premaknilo na izvenborzni OTC trg³⁰, ki je zagotavljal relativno nizke stroške, saj je KDD za posle z zakladnimi menicami odobrila 85-odstotni popust na osnovno ceno storitve. Sedaj znašajo stroški preknjižbe samo 0,023 odstotka od vrednosti posla (najmanj 1.000 SIT in največ 15.000 SIT). Poleg tega pa mora stranka plačati še stroške svojega posrednika (borznoposredniške hiše ali banke), ki izpelje posel z vzdrževalcem trga in preknjiži vrednostne papirje. Ti stroški naj po dogovoru s posredniki ne bi presegali 2.000 SIT (Dolenc, 2002, str. 20).

Bistvena prednost sklepanja poslov na sekundarnem (OTC) trgu in eden izmed ključnih pogojev učinkovitega upravljanja likvidnosti je netvegan prenos vrednostnih papirjev (DVP) in denarja ter možnost poravnave v realnem času. OTC-DVP mehanizem je omogočil sočasno preknjižbo vrednostnih papirjev in denarja po sklenjeni transakciji. Hkrati pa je omogočil tudi možnost poravnave v realnem času in z valuto na dan sklenjenega posla (T+0), kar pri trgovanju z vrednostnimi papirji na Ljubljanski borzi zaradi dvodnevne zamika (T+2) doslej ni bilo mogoče. Po Dolencu (2002, str. 20) poravnava v realnem času in poravnava proti plačilu pomeni, da podjetje po sklenitvi posla po telefonu in izmenjavi potrebnih obrazcev dobi denar od prodaje vrednostnih papirjev v roku največ pol ure oziroma če vrednostne papirje kupuje, dobi le-te takoj po plačilu.

Na vseh razvitih denarnih trgih po svetu nastopajo posamezni subjekti, ki so v vsakem trenutku pripravljeni kupiti ali prodati določen vrednostni papir. Imenujejo se vzdrževalci trga oziroma market makerji. Vzdrževalec trga je finančni posrednik, ki ima na zalogi finančne instrumente (običajno vrednostne papirje), za katere objavlja nakupno in prodajno ceno ter je pripravljen izvršiti nakup ali prodajo s temi instrumenti (Ferjančič, Dolenc, 2002, str. 43). S svojo aktivnostjo skrbi za likvidnost sekundarnega trga in običajno zagotavlja tudi povpraševanje po finančnih instrumentih na primarnem trgu ob njihovi izdaji (na primer obvezni odkup). Če je vzdrževalec trga aktiven tudi na primarnem trgu, govorimo o pooblaščenem (primarnem) vpisniku³¹ (angl. primary dealer).

V večini držav so prav market makerji vplivali na razvoj trga kratkoročnih državnih vrednostnih papirjev. Tako sta Ministrstvo za finance in Banka Slovenije pripravila Okvirni dogovor o pogojih in načinu vzdrževanja sekundarnega trga zakladnih menic. Pooblaščene vpisnike za zakladne menice sta pozvala naj pristopijo k dogovoru in odzvalo se je pet bank, ki so bile pripravljene sprejeti pogoje dogovora. Market makerji so tako postale naslednje banke: Abanka, Bank Austria Creditanstalt, Banka Koper, Nova Ljubljanska banka in SKB banka. Ferjančič in Dolenc (2002, str. 45) sta mnenja, da dogovor namenoma ni bil preveč

³⁰ Ljubljanska borza je sprejela spremembo pravil, s katero je omogočila trgovanje na OTC trgu z zakladnimi menicami. Vrednosti poslov na OTC trgu so tako lahko tudi manjše od enega milijona SIT, ki predstavlja nekakšno mejo za grosistično trgovanje. Kljub trgovanju na novi obliki trga zakladne menice še vedno kotirajo tudi na borzi. Vendar trgovanja na borzi in sivem trgu praktično ni več.

³¹ V splošnem velja, da so vsi vzdrževalci trga tudi pooblaščeni vpisniki, medtem ko obratno to ne velja vedno.

zavezujoč za nobeno stranko, saj je bilo ocenjeno, da se vzdrževanje trga lahko prične brez kakšnih posebno zavezujočih obveznosti oziroma ugodnosti. S pristankom na dogovor so se market makerji zavezali, da bodo aktivno sodelovali na primarnem trgu zakladnih menic, na sekundarnem trgu zakladnih menic pa dnevno kotirali nakupne in prodajne cene. Na drugi strani pa so vzdrževalci trga prišli tudi do določenih ugodnosti, kot so možnost posvetovanja z Ministrstvom za finance in Banko Slovenije o razmerah na denarnem trgu, možnost refinanciranja pri Banki Slovenije (po pogojih, ki jih določi Banka Slovenije) in prednost pri depozitih Ministrstva za finance. Z izborom uradnih vzdrževalcev sekundarnega trga zakladnih menic je bil izpolnjen osnovni namen, ki naj bi dejansko omogočil začetek trgovanja z zakladnimi menicami na OTC-DVP trgu.

Problem, ki so ga podjetja izpostavljala pred začetkom uradnega vzdrževanja sekundarnega trga zakladnih menic, je bil tudi nedostopnost informacij. Javnost in dostopnost informacij je namreč eden izmed tistih dejavnikov, ki zagotavljajo uporabnost sistema tudi za druge udeležence trga. Zato se podatki o kotacijah market makerjev in podatki o sklenjenih poslih na OTC-DVP trgu dnevno objavljajo na spletnih straneh Banke Slovenije³². Po mnenju Ferjančičeve in Dolenca (2002, str. 45) je na ta način omogočeno vsem potencialnim investitorjem, da sproti spremljajo ponudbe za nakup in prodajo zakladnih menic ter se odločajo za sklenitev posla.

Projekt je bil uspešno izveden in v januarju leta 2002 se je začelo trgovanje na novem izvenborznem trgu. Glede na pozitivne izkušnje uvedbe uradnega vzdrževanja sekundarnega trga zakladnih menic se je Ministrstvo za finance v začetku leta 2003 odločilo, da nekoliko bolj formalizira odnos z market makerji. Sprejet je bil Dogovor o pogojih in načinu vzdrževanja sekundarnega trga zakladnih menic, ki je bil dejansko nadgradnja prejšnjega okvirnega dogovora. S tem so bili določeni kriteriji oziroma način izbora market makerjev³³ in sprejeta zaveza Ministrstva za finance, da bo najuspešnejšim market makerjem priznavalo finančno spodbudo, in sicer v obliki določene provizije za lasten primarni vpis zakladnih menic.

V nadaljevanju sledi analiza uspešnosti novega trga dveh letih njegovega delovanja. Uspešnost bo obravnavana s štirih vidikov: obsega trgovanja, mreže udeležencev, kotacij in sklenjenih poslov ter učinkov na stroške zadolževanja države.

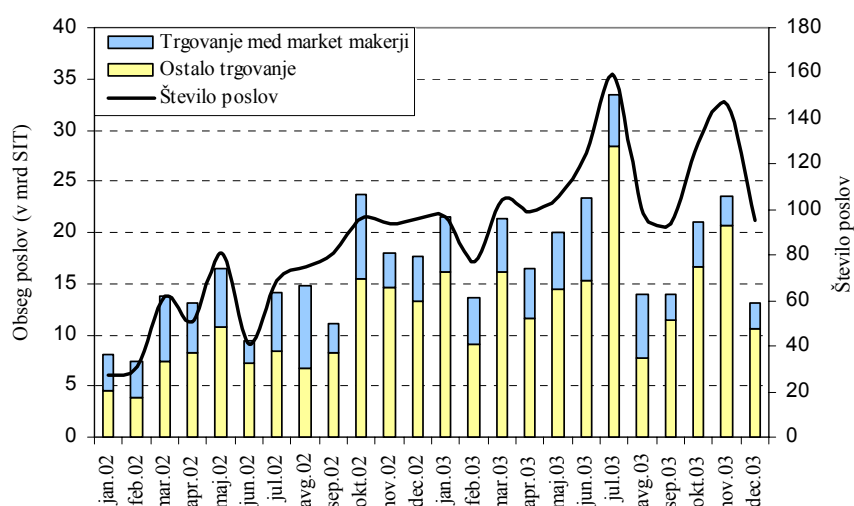
³² Podatke o kotacijah zakladnih menic si bralec lahko ogleda na internetni strani http://www.bsi.si/html/financni_podatki/menice.html, podatke o trgovanju z zakladnimi menicami pa na internetni strani http://213.250.51.72/html/financni_podatki/dnevni/trgzm.asp.

³³ Več o tem na internetni strani http://www.sigov.si/mf/slov/menice/novosti_market_maker.htm.

6.2. Trgovanje na sekundarnem trgu zakladnih menic

O obsegu trgovanja z zakladnimi menicami na OTC-DVP trgu in Ljubljanski borzi smo govorili že v prejšnji točki. Na tem mestu bomo posamezne stvari še enkrat ponovili in jih dopolnili. Kot rečeno, je bilo v letu 2002 celotnega trgovanja z zakladnimi menicami na OTC-DVP trgu za skoraj 169 milijard SIT, v letu 2003 pa za dobrih 235 milijard SIT. V letu 2003 je povprečni mesečni obseg trgovanja na sekundarnem trgu zakladnih menic znašal slabih 20 milijard tolarjev, v povprečju pa je bilo sklenjenih več kot 110 poslov mesečno. V primerjavi z letom 2002, ko je povprečni mesečni obseg trgovanja na sekundarnem trgu zakladnih menic znašal blizu 14 milijard SIT, v povprečju pa je bilo sklenjenih 67 poslov mesečno, je opazen velik napredek. Slika 4 prikazuje trgovanje in število sklenjenih poslov na sekundarnem trgu zakladnih menic od oblikovanja obstoječega sistema naprej.

Slika 4: Sekundarno trgovanje z zakladnimi menicami v letu 2002 in 2003



Vir: Interni podatki Ministrstva za finance, 2004.

Dolenc (2003) je ugotovil, da je bila pri omenjenem trgovanju z zakladnimi menicami v letu 2002 aktivnost market makerjev bistveno večja od aktivnosti ostalih udeležencev sekundarnega trga zakladnih menic, saj je bil tržni delež market makerjev v celotnem sekundarnem trgovanju skozi vse leto izredno velik. V letu 2003 se skupni tržni delež ni bistveno spremenil, se je pa zmanjšal, in sicer se je iz 67 odstotkov v letu 2002 v povprečju zmanjšal za tri odstotne točke. Skupni tržni delež določata tržni delež na prodajni in tržni delež na nakupni strani. V skladu s tem sta se tudi ta dva deleža v letu 2003 ustrezno zmanjšala. Na prodajni strani so imeli market makerji v povprečju kar 75-odstotni tržni delež (77 v letu 2002), na nakupni strani pa (razumljivo) nižjega, in sicer 53-odstotnega (58 v letu 2002) (Tabela 6).

Tabela 6: Medsebojno trgovanje različnih skupin udeležencev na sekundarnem trgu zakladnih menic na koncu leta 2003

		Kupec								Skupaj
		MM	PB	PODJ	ZAV	PS	DFI	FO	TUJ	
Prodajalec	MM	28,81%	13,22%	14,24%	5,12%	1,41%	9,43%	0,06%	2,73%	75,01%
	PB	7,38%	0,00%	0,06%	0,00%	0,00%	0,08%	0,00%	0,00%	7,52%
	PODJ	7,32%	0,05%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,01%	0,00%	7,38%
	ZAV	3,47%	0,04%	0,00%	0,14%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	3,65%
	PS	1,13%	0,29%	0,05%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,47%
	DFI	2,63%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	2,63%
	FO	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,01%
	TUJ	1,84%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,50%	2,34%
Skupaj		52,58%	13,60%	14,36%	5,25%	1,41%	9,51%	0,07%	3,23%	100,00%

Legenda: MM.....market maker,
PB.....druga poslovna banka,
PODJ....podjetje,
ZAV.....zavarovalnica,
PS.....pokojninski sklad,
DFI.....druga finančna institucija,
FO.....fizična oseba,
TUJ.....tujec.

Vir: Interni podatki KDD in lastni izračuni, 2004.

V tržnih deležih market makerjev, ki smo jih prikazali zgoraj, je upoštevano tako trgovanje med samimi market makerji kot tudi trgovanje med market makerji in ostalimi udeleženci sekundarnega trga zakladnih menic. Trgovanja med samimi market makerji je bilo relativno malo, v povprečju le 29 odstotkov (Tabela 6). To je po mnenju Dolenca (2003, str. 24) opravičilo, da analiza sekundarnega trga zakladnih menic ni zavajajoča, saj naj bi bilo za razvoj sekundarnega trga zakladnih menic bolj pomembno trgovanje med market makerji in ostalimi udeleženci in trgovanje med ostalimi udeleženci, kjer market makerji niso udeleženi³⁴. Hkrati 29 odstotkov trgovanja med samimi market makerji pomeni, da le-ti uspešno spodbujajo ostale udeležence denarnega trga za sodelovanje na tem segmentu trga.

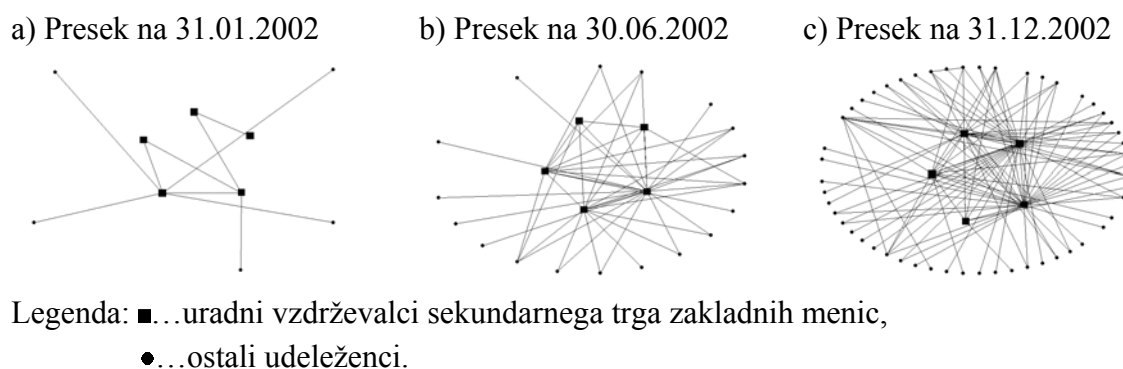
6.3. Udeleženci sekundarnega trga zakladnih menic

Tabela 6, ki smo jo uporabili pri analizi tržnih deležev posameznih skupin udeležencev sekundarnega trga zakladnih menic, nam hkrati tudi prikazuje, kdo so udeleženci tega trga. Poleg petih poslovnih bank, ki nastopajo kot uradni vzdrževalci trga, so tu še preostale poslovne banke, podjetja, institucionalni investitorji (zavarovalnice, pokojninski skladi, druge finančne institucije), fizične osebe in tuji investitorji. Udeležencev trga je bilo po dveh letih delovanja trga nekaj manj kot 120. V primerjavi s stanjem na koncu leta 2002 to pomeni 80-odstotno povečanje števila udeležencev sekundarnega trga zakladnih menic, kar je zelo vzpodbuden podatek.

³⁴ Trgovanja med ostalimi udeleženci je bilo od vpeljave market makerstva sicer bolj malo, vsega en odstotek vseh poslov na sekundarnem trgu zakladnih menic.

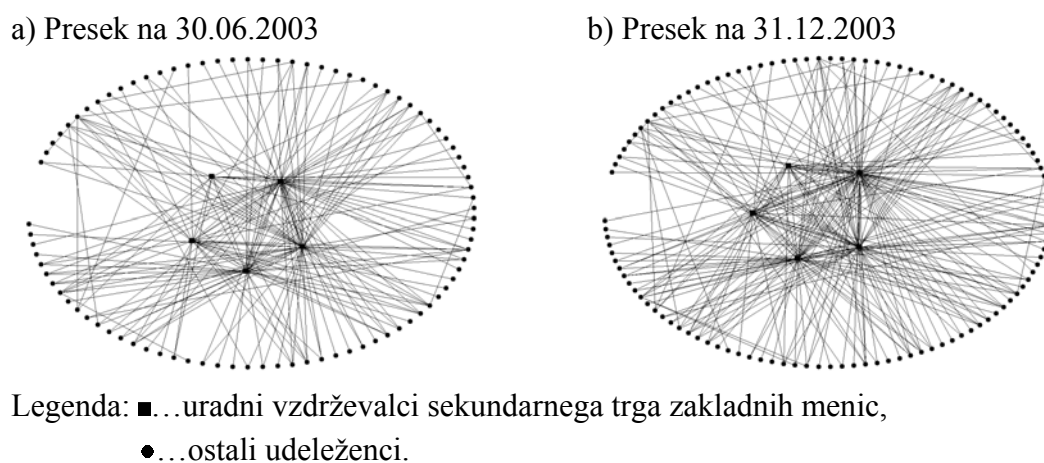
Med vsemi udeleženci sekundarnega trga zakladnih menic velja izpostaviti market makerje, ki imajo kot vzdrževalci trga poseben status. Do konca leta 2003 so torej na trg privabili okoli 120 strank, med katerimi je veliko institucionalnih investitorjev in podjetij, ki so začeli na tem trgu aktivno sodelovati. Z aktivnim sodelovanjem vse večjega števila udeležencev je sekundarni trg zakladnih menic pridobil tako na globini kot tudi na širini. To se vidi v spodnjih slikah (Slika 5 in Slika 6), ki prikazujeta razvoj sekundarnega trga zakladnih menic v obliki omrežja.

Slika 5: Razvoj sekundarnega trga zakladnih menic v letu 2002



Vir: Dolenc, 2003, str. 24.

Slika 6: Razvoj sekundarnega trga zakladnih menic v letu 2003



Vir: Interni podatki KDD in lastni izračuni, 2004.

Očitno je, da so od začetka delovanja trga njegovi osrednji udeleženci oziroma t.i. gonilna sila uradni vzdrževalci sekundarnega trga zakladnih menic, saj ostali udeleženci vstopajo na ta trg pretežno preko market makerjev, na kar je opozoril že Dolenc (2003, str. 24). To trditev lahko upravičimo z visokim tržnim deležem market makerjev v celotnem sekundarnem trgovanju z zakladnimi menicami na eni in majhnim številom neposrednih povezav med ostalimi udeleženci trga na drugi strani.

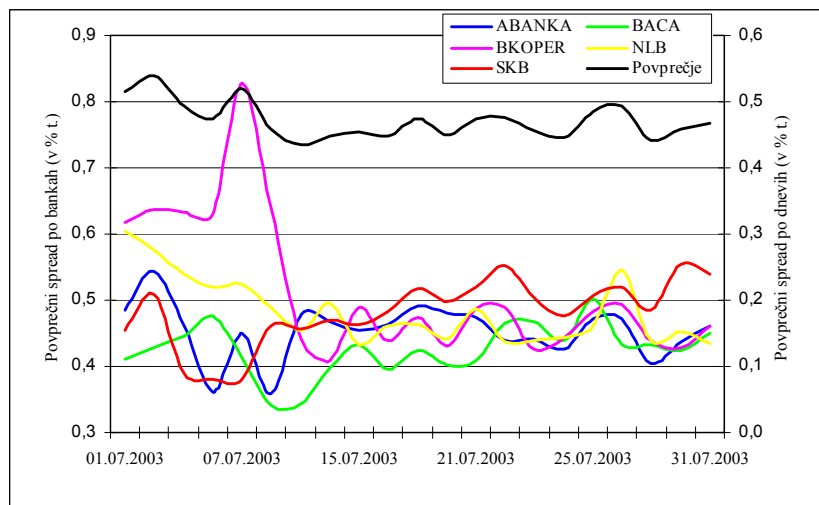
Omrežje sekundarnega trgovanja z zakladnimi menicami se še vedno širi, se pa z razvojem trga zmanjšuje gostota omrežja, ki se v splošnem meri z deležem dejanskih povezav med subjekti na trgu v številu vseh možnih povezav med subjekti na trgu. Gostota omrežja se je z 12 odstotkov v sredini leta 2002 znižala na 5 odstotkov ob koncu leta 2002, na sredini oziroma koncu leta 2003 pa le še 3 oziroma 2 odstotka. Večanje obsega poslov ob relativnem zmanjševanju števila povezav med udeleženci trga kaže na to, da market makerji dejansko vzdržujejo sekundarni trg zakladnih menic.

6.4. Kotacije in sklenjeni posli

Med glavnimi obveznostmi uradnih vzdrževalcev sekundarnega trga zakladnih menic sta dnevno kotiranje nakupnih in prodajnih cen (obrestnih mer) zakladnih menic in omogočanje pridobivanja podatkov o kotacijah in sklenjenih poslih. Kot rečeno, se podatki o kotacijah cen zakladnih menic in sklenjenih poslih dnevno objavljajo na spletnih straneh Banke Slovenije. Na ta način je zagotovljena javnost in transparentnost podatkov, ki so lahko osnova za poslovno odločanje ostalih subjektov denarnega trga, tržno vrednotenje portfelja imetnikov zakladnih menic in za oblikovanje krivulje donosnosti državnih (kratkoročnih) vrednostnih papirjev.

Zaradi načina izračuna cene pri zakladnih menicah, ki se prodajajo z diskontom, so nakupne kotacije višje od prodajnih. Market makerji so namreč pripravljeni kupiti zakladne menice po višji obrestni meri (to je nižji ceni) in prodati zakladne menice po nižji obrestni meri (to je nižji ceni) (Ferjančič, Dolenc, 2002, str. 45). Razmik (t.i. spread) med tema dvema obrestnima merama je zaslužek market makerja, od katerega je potrebno odšteti še stroške transakcij. Market maker se sam odloči, kakšen bo razmik med nakupnimi in prodajnimi kotacijami; v primeru neustreznega kotiranja cen pa lahko Ministrstvo za finance oziroma Državna zakladnica za posameznega market makerja določi največji razmik, ki ne sme biti manjši od stroškov transakcij. Slika 7 prikazuje povprečne razmike med kotacijami, ki so jih market makerji realizirali v mesecu, ko je bilo na sekundarnem trgu zakladnih menic sklenjenih največ poslov in je bil obseg trgovanja največji.

Slika 7: Povprečni razmiki med nakupnimi in prodajnimi kotacijami po posameznih market makerjih in skupaj v juliju 2003

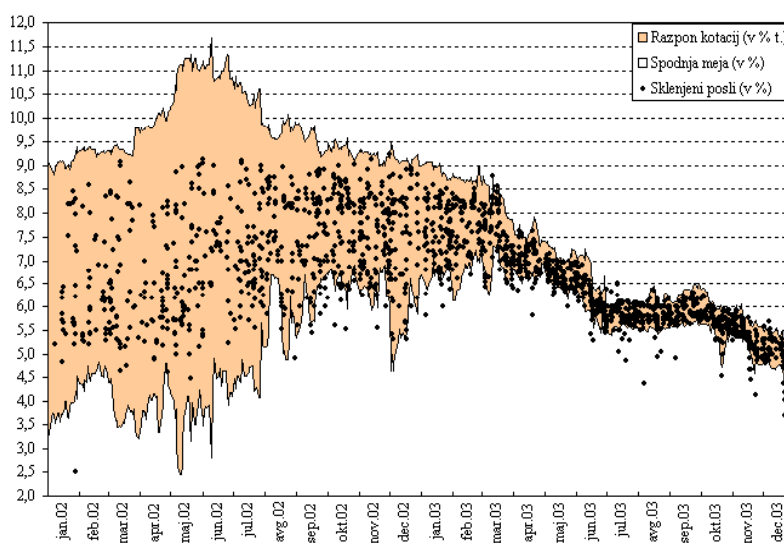


Vir: Interni podatki Ministrstva za finance in lastni izračuni, 2004.

Povprečni razmik vseh market makerjev skupaj je v juliju 2003 znašal 0,472 odstotne točke. Največji razmik pri trgovanju z zakladnimi menicami je imela Banka Koper z 0,044 odstotne točke višjim povprečnim razmikom od skupnega povprečnega razmika. Najmanjši razmik pa so imeli pri Bank Austrii Creditanstalt z 0,046 odstotne točke nižjim povprečnim razmikom od skupnega povprečnega razmika. Pri tem je potrebno poudariti, da so povprečni razmiki izračunani iz razmikov med nakupnimi in prodajnimi kotacijami zakladnih menic vseh ročnosti do dospelja na posamezen dan. Market makerji morajo namreč v skladu z dogovorom dnevno kotirati nakupno in prodajno ceno za najmanj eno emisijo posamezne vrste nedospelih zakladnih menic, s katerimi na ta dan razpolagajo, skupaj pa za najmanj šest emisij nedospelih zakladnih menic. V obravnavanem obdobju so posamezni market makerji kotirali v povprečju šest ali več emisij nedospelih zakladnih menic, skupno pa v povprečju več kot sedem.

Verodostojnost in uporabnost kotacij market makerjev potrjujejo dejansko sklenjeni posli z zakladnimi menicami na sekundarnem trgu, katerih pogoji naj ne bi bistveno odstopali od kotiranih obrestnih mer. V letu 2002 je bil razmik med nakupnimi in prodajnimi kotacijami zakladnih menic zelo velik, z maksimumom 8,88 odstotnih točk. Obrestne mere sklenjenih poslov so se nahajale med nakupnimi in prodajnimi kotacijami market makerjev. V letu 2003 se je razmik med nakupnimi in prodajnimi kotacijami bistveno spremenil. Obrestni razmik se je namreč močno zmanjšal (maksimalno 2,71 odstotne točke), posli na sekundarnem trgu zakladnih menic pa so se večinoma sklepali na ravni kotacij market makerjev (Slika 8).

Slika 8: Kotacije in sklenjeni posli v letih 2002 in 2003³⁵



Vir: Interni podatki KDD, Banke Slovenije in lastni izračuni, 2004.

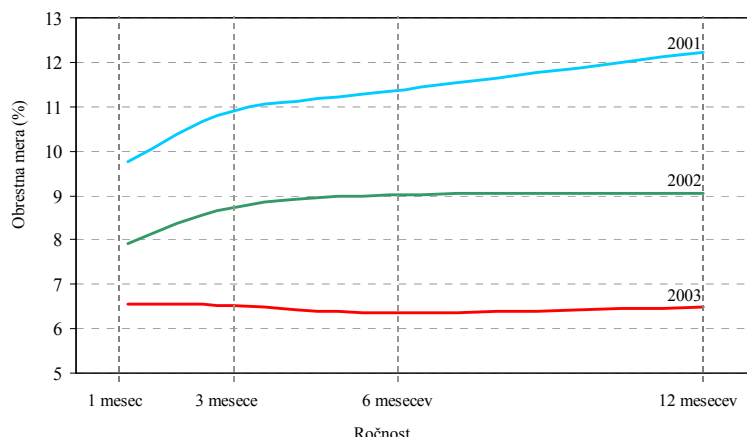
6.5. Učinki vpeljave market makerstva na stroške zadolževanja države

Kot smo že omenili, razvit denarni trg daje državi možnost cenejšega kratkoročnega zadolževanja. Znižanje stroškov zadolževanja države je tako predstavljalo enega izmed glavnih povodov za razvijanje sekundarnega trga zakladnih menic.

Malo trgovanja z zakladnimi menicami na Ljubljanski borzi in posledično slaba likvidnost sekundarnega trga sta povzročila, da so investitorji na primarnem trgu zakladnih menic k zahtevani donosnosti dodali še premijo za nelikvidnost naložbe in premijo za ročnost. Premija za ročnost se je določala glede na zapadlost zakladnih menic; daljša doba zapadlosti je pomenila višjo premijo za ročnost. Gibanje krivulj donosnosti zakladnih menic na primarnem trgu v letih 2001, 2002 in 2003 prikazujemo v sliki (Slika 9).

³⁵ Razmik kotacij pomeni razliko med povprečno vrednostjo najvišjih in najnižjih kotacij zakladnih menic na posamezen dan, in sicer za celoten razpon ročnosti do dospelja (od enega tedna do enega leta).

Slika 9: Krivulja donosnosti državnih kratkoročnih vrednostnih papirjev na primarnem trgu v letih 2001, 2002 in 2003



Vir: Interni podatki Ministrstva za finance, 2004.

Razvidno je, da je bil učinek uvedbe uradnega vzdrževanja sekundarnega trga zakladnih menic izrazito pozitiven. Tako premija za ročnost kot tudi premija za likvidnost sta se v letu 2002 občutno znižali oziroma izničili. V letu 2002 (glede na leto 2001) se je namreč krivulja donosnosti zakladnih menic znižala za več kot se je znižala povprečna inflacija, kar z drugimi besedami pomeni, da se je znižala oziroma izničila premija za nelikvidnost. Hkrati se je znižala tudi premija za ročnost, in sicer na približno eno odstotno točko, v letu 2001 pa je znašala več kot dve odstotni točki. Pri tem je potrebno poudariti, da bi bila, v primeru izključitve enomesečnih zakladnih menic iz analize zaradi specifičnih lastnosti, premija za ročnost še nižja, in sicer okoli ene petine odstotne točke (v letu 2002). V letu 2003 sta se obe premiji praktično izničili, kar nam kaže skoraj ravna krivulja donosnosti. Zaradi teh učinkov in zaradi likvidnosti zakladnih menic za investitorje torej ni več toliko pomembno, katero vrsto zakladnih menic kupijo ob izdaji, saj lahko naložbo kadarkoli z relativno nizkimi stroški prodajo (Dolenc, 2003, str. 26).

V Državni zakladnici menijo, da se je največji del učinka uvedbe market makerstva na stroške zadolževanja države pokazal že v prvem letu njegovega delovanja, tako da sprememba krivulje donosnosti v letu 2003 bila ni posledica tega procesa, ampak predvsem posledica spremembe v gibanju inflacije v Sloveniji. Povprečne obrestne mere so namreč v tem obdobju upadle za toliko, kot se je znižala povprečna inflacija.

Rezultati analize v dveh letih delovanja sekundarnega trga zakladnih menic z market makerji kot osrednjimi udeleženci tega trga so pokazali, da je bil projekt (ob posameznih dopolnitvah) zelo uspešen. V nasprotju s kratkoročnim segmentom trga državnih vrednostnih papirjev pa razmere na trgu dolgoročnih državnih vrednostnih papirjev niso ravno najboljše. Sekundarni trg državnih obveznic Republike Slovenije predstavljamo v nadaljevanju.

7. ANALIZA SEKUNDARNEGA TRGA DRŽAVNIH OBVEZNIC REPUBLIKE SLOVENIJE

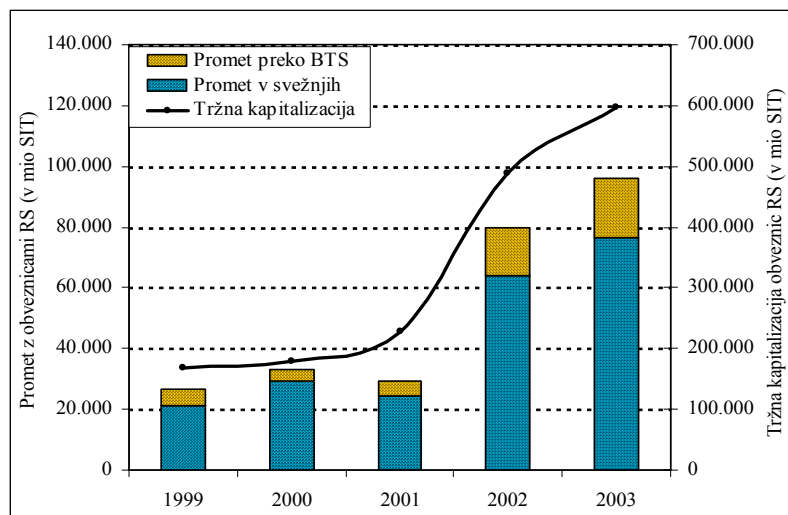
Z državnimi obveznicami se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev oziroma Ljubljanski borzi. Ministrstvo za finance je v letu 2000 z Ljubljansko borzo sklenilo Dogovor o uvrščanju državnih obveznic v borzno kotacijo. Poleg nizkega tveganja in informacijske podpore, je bil namen dogovora doseči postopno povečevanje obsega trgovanja in posledično vzpostavitev likvidne(jše)ga sekundarnega trga državnih obveznic. Trgovanje z državnimi obveznicami na sekundarnem trgu in likvidnost tega trga analiziramo v naslednji točki.

7.1. Trgovanje z državnimi obveznicami in likvidnost sekundarnega trga

Najpomembnejša lastnost trga vrednostnih papirjev je likvidnost. Trgi vrednostnih papirjev se (kvalitativno) med seboj ločujejo ravno po večji ali manjši stopnji likvidnosti in posledično stabilnosti ter učinkovitosti. Likvidnost trga investitorjem omogoča, da svoje finančne naložbe prodajo, ko jih okoliščine za to motivirajo ali prisilijo. Če pa finančni trg ni likviden, je investitor prisiljen držati dolžniški instrument do zapadlosti, lastniški instrument pa do prisilne ali prostovoljne likvidacije podjetja.

Za merjenje likvidnosti se pogosto uporablja količnik, pri katerem gre za razmerje med vrednostnim obsegom transakcij na eni in tržno kapitalizacijo na drugi strani. Večji ko je obseg trgovanja v primerjavi s tržno kapitalizacijo, bolj je trg likviden.

Slika 10: Promet in tržna kapitalizacija državnih obveznic na Ljubljanski borzi med leti 1999 in 2003

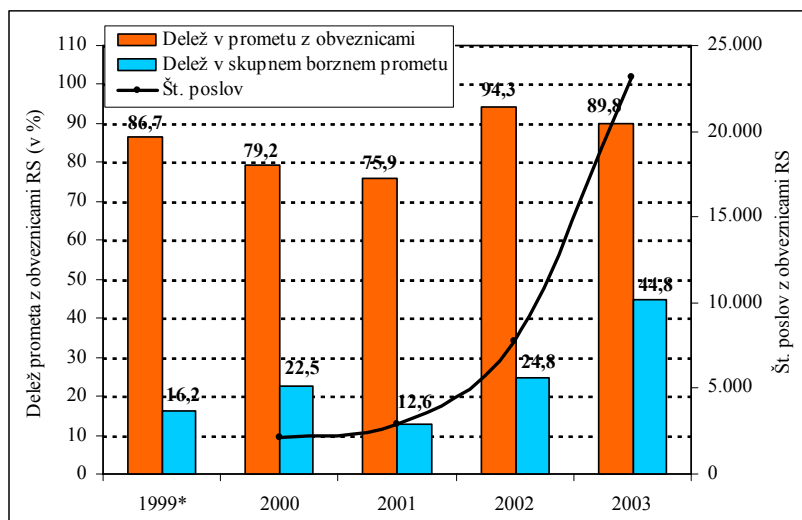


Vir: Interni podatki Ljubljanske borze vrednostnih papirjev in lastni izračuni, 2004.

Slika 10 prikazuje, kakšno je bilo trgovanje in tržna kapitalizacija državnih obveznic v zadnjih petih letih. V letu 1999 je trgovanje z državnimi obveznicami doseglo 26,7 milijard prometa, od tega je bilo 78,7% prometa sklenjenega v svežnjih, t.j. bilateralnih poslih izven sistema BTS, večjih od 30 milijonov SIT. Promet z državnimi obveznicami je znašal le borih 15,7% tržne kapitalizacije državnih obveznic na Ljubljanski borzi. V letih 2000 in 2001, torej z veljavnostjo Dogovora o uvrščanju obveznic Republike Slovenije na borzni trg, bistvenih sprememb ni bilo opaziti. V letu 2000 je znašal promet z državnimi obveznicami 32,9 milijard SIT (18,5% tržne kapitalizacije), v letu 2001 pa celo nekoliko manj, in sicer 29,4 milijard SIT (12,9% tržne kapitalizacije). Pri tem je promet s svežnji predstavljal 89,0% oziroma 82,7% skupnega prometa z državnimi obveznicami. V letu 2002 je bilo prometa z državnimi obveznicami precej več, višja pa je bila tudi tržna kapitalizacija državnih obveznic, saj je bilo na borzo uvrščenih kar 19 novih državnih obveznic. 79,9 milijard prometa je predstavljalo 16,4% tržne kapitalizacije, prometa v svežnjih je bilo za 80,2%. Leto 2003 je bilo podobno letu 2002, s tem da sta bila promet in tržna kapitalizacija državnih obveznic še nekoliko višja. Promet v višini 96,2 milijarde SIT (79,5% prometa v svežnjih) je dosegel 16,1% tržne kapitalizacije državnih obveznic.

Zgornje ugotovitve kažejo na to, da je sekundarni trg državnih obveznic v Sloveniji slabo razvit in nelikviden. Razmerje med prometom in tržno kapitalizacijo kot merilo likvidnosti je bilo v vseh letih izredno nizko. Poleg tega je bilo v povprečju več kot 80% poslov sklenjenih v svežnjih, kar nakazuje na to, da je za udeležence trga, ki sklepajo posle z večjimi zneski, sprejemljivo predvsem bilateralno trgovanje izven sistema BTS in tako le-ti ne potrebujejo platforme za trgovanje.

Slika 11: Struktura prometa in število poslov z državnimi obveznicami na borznem trgu Ljubljanske borze med leti 1999 in 2003



* Podatki o številu sklenjenih poslov v letu 1999 niso na voljo.

Vir: Interni podatki Ljubljanske borze vrednostnih papirjev in lastni izračuni, 2004.

Slika 11 je še en prikaz stanja na sekundarnem trgu kapitala v Sloveniji. V obravnavanem obdobju (brez leta 1999) je bil v povprečju sklenjen 9.001 posel z državnimi obveznicami. V strukturi vrednostnega obsega prometa na Ljubljanski borzi je promet z državnimi obveznicami povprečno predstavljal večino (85,2%) prometa z vsemi obveznicami, skupni promet z obveznicami pa je v povprečju predstavljal le dobro četrtino skupnega prometa delnic in obveznic na Ljubljanski borzi. Delež prometa z obveznicami je bil v primerjavi s prometom z delnicami nizek, čeprav dolžniških vrednostnih papirjev pač ne moremo enačiti z lastniškimi, saj je namen investiranja povsem drugačen (Jernejčič, 2003, str. 30). Nelikviden torej ni le sekundarni trg državnih obveznic, temveč celotni sekundarni trg obveznic. Omeniti velja, da je nelikvidnost kapitala v splošnem eden od največjih problemov razvijajočih se trgov.

7.1.1. Dejavniki likvidnosti sekundarnega trga državnih obveznic

Veliko je dejavnikov, ki vplivajo na likvidnost trgov kapitala. Požar (2000, str. 19) navaja naslednje dejavnike, ki določajo likvidnost oziroma nelikvidnost sekundarnega trga državnih (in tudi ostalih) obveznic v Sloveniji:

- velikost trga,
- raznolikost instrumentov, velikost posamezne izdaje in pogostost izdaj obveznic,
- diverzifikacija naložbenikov,
- preglednost izračunov,
- stroški, povezani s trgovanjem,
- davčna politika in
- špekulativnost.

Najpomembnejši dejavnik likvidnosti obveznic je velikost trga, ki je določena z obsegom ponudbe in povpraševanja. Pomen velikosti trga se kaže v tem, da večji trgi ponujajo več možnosti tako investitorjem kot izdajateljem obveznic. V splošnem velja, da so manjši trgi bolj nelikvidni od večjih trgov (Sotlar, 2002, str. 28). Večja raznolikost instrumentov (npr. državne, podjetniške obveznice,..., znotraj katerih gre lahko za brezakuponske ali kuponske obveznice s fiksno ali spremenljivo obrestno mero, indeksirano ali neindeksirano glavnico,...) daje investitorjem večjo izbiro pri odločanju za sklenitev posla in tako omogoča večjo likvidnost. Še bolj kot raznolikost instrumentov naj bi na likvidnost slovenskega trga vplivala *velikost posamezne izdaje obveznic*, saj je praviloma število investitorjev v obveznice večje pri večji izdaji. Na likvidnost obveznic vplivata tudi *pogostost in stalnost izdaj*, zato je Ministrstvo za finance z namenom zagotovitve večje likvidnosti državnih obveznic na sekundarnem trgu v letu 2000 začelo z vsakoletnim objavljanjem koledarja izdaj državnih obveznic, s katerim vnaprej napoveduje datume in predvidene obsege posameznih izdaj in s tem omogoča potencialnim kupcem, da svoja finančna sredstva, predvidena za tovrstne naložbe, načrtujejo vnaprej. Izdajatelji iščejo čim *večji krog investitorjev* (banke, institucionalni investitorji, podjetja in fizične osebe), ki kot rečeno, zagotavljajo trgu obveznic

večjo likvidnost. Naslednji dejavnik likvidnosti je *preglednost izračunov obresti in donosov obveznic*. Večja preglednost izračunov namreč privablja investitorje k nakupu vrednostnih papirjev. Višji *stroški trgovanja* zmanjšujejo obseg povpraševanja in tako negativno vplivajo na likvidnost trga, kakor tudi *davčna politika*, ki obdavčuje kapitalski dobiček, dosežen s prodajo obveznic, če le-to prodamo pred potekom roka treh let od dneva njene pridobitve. Posledica nelikvidnosti obveznic je ta, da se na trgu ne izoblikuje tista cena, ki pomeni iskani donos investitorjev. To vodi do nerealnega enotnega tečaja obveznic, kar predstavlja osnovo *špekulacij*.

7.1.2. Vzroki za nelikvidnost sekundarnega trga državnih obveznic

Na Ministrstvu za finance so ob zaključku leta 2003 naredili pregled stanja likvidnosti sekundarnega trga državnih obveznic za preteklih nekaj let. Po njihovem mnenju naj bi bili pglavitni razlogi za nelikvidnost trga pred letom 2000 predvsem v zelo omejeni količini državnih obveznic, časovno neenakomerno razporejenih izdajah obveznic in nenavadni kompleksni strukturi obveznic, prilagojenih posebnim namenom (npr. obveznice za prestrukturiranje gospodarstva in pospeševanje izvoza, obveznice za sanacijo bank in hranilnic, obveznice za poplačilo deviznih vlog bankam,...). Po letu 2000, torej s podpisom omenjenega dogovora med Ministrstvom za finance in Ljubljansko borzo, je marsikdo pričakoval, da se bo z normalizacijo državnih obveznic počasi razvil njihov sekundarni trg. Na žalost se to ni zgodilo, tako da lahko rečemo, da sekundarni trg državnih obveznic v Sloveniji dejansko nikoli ni zaživel. Razlogi naj bi ležali v borznih pravilih in previsokih stroških trgovanja, (še vedno) omejenemu obsegu ponudbe državnih obveznic, imetniški strukturi in specifičnih razlogih imetnikov za majhno aktivnost na trgu in gibanju obrestnih mer.

1. Borzna pravila, stroški trgovanja

Glavni razlog za slabo trgovanje z državnimi obveznicami na Ljubljanski borzi je v monopolu, ki ga predstavlja Ljubljanska borza in posledično visokih stroških trgovanja. Stroški trgovanja z obveznicami so sestavljeni iz treh delov: stroškov Ljubljanske borze, stroškov KDD in stroškov borznega posrednika (Tabela 7).

Tabela 7: Stroški pri trgovanju z državnimi obveznicami na Ljubljanski borzi

Vrsta stroška	Strošek (% od vrednosti posla)	
	BTS	Sveženj
Stroški Ljubljanske borze	0,06	0,02
Stroški KDD	0,033	0,028
Stroški borznih posrednikov	0,6 - 1,5	0,1 - 0,3

Vir: Interni podatki Ljubljanske borze vrednostnih papirjev in KDD, 2004.

Pravila borze zavezujejo člane borze, da lahko lastna naročila z vrednostnimi papirji iz borzne kotacije izvršujejo le preko sistema BTS, medtem ko se izven sistema BTS lahko sklepajo le posli v svežnjih vrednostnih papirjev. V primeru sklenitve posla preko sistema BTS znaša strošek Ljubljanske borze 0,06% od vrednosti posla in ni navzgor omejen, medtem ko je ta strošek pri sklenitvi posla v svežnju sicer bistveno nižji (0,02% od vrednosti posla) in je navzgor omejen na 51.701 SIT, a še vedno prevelik.

KDD v skladu z borznimi pravili zaračunava stroške preknjižbe vrednostnih papirjev iz poslov, sklenjenih na organiziranem trgu. Poleg tega se smejo posli, sklenjeni na organiziranem trgu, izpolniti le preko KDD. Strošek KDD za posel, sklenjen preko sistema BTS, znaša 0,033% od vrednosti posla in je navzgor neomejen. Strošek posla v svežnju je nižji in znaša 0,028% od vrednosti posla. Omejen je na minimalno 756 SIT in maksimalno na 122.182 SIT na preknjižbo.

Nazadnje mora investitor v obveznice plačati še strošek borznega posrednika za sklenitev in izvršitev posla. Ta strošek je največji in znaša od 0,1% do 0,3% za posel v svežnju ter od 0,6% do 1,5% za posel preko sistema BTS. Strošek borznega posrednika je procentualno enak, ne glede na višino zneska posla.

Skupni seštevek stroškov za posamezen posel nam da odgovor na vprašanje, zakaj je tako malo trgovanja z državnimi obveznicami na sekundarnem trgu. Poleg tega izvemo tudi, zakaj so večino poslov z državnimi obveznicami predstavljali posli v svežnjih. Večji tržni udeleženci želijo z bilateralnim dogovorom čim bolj znižati strošek transakcije, kar potrjuje, da ta način trgovanja že sedaj v določeni meri sledi zakonitostim trgovanja z dolžniškimi vrednostnimi papirji na razvitih finančnih trgih, to je trgovanju na OTC trgu, ki ga v Sloveniji poznamo že pri zakladnih menicah. Še vedno pa je potrebno plačati strošek Ljubljanske borze za prijavljanje posla v obliki svežnja, z izjemo, če tako kupec kot prodajalec nista člana Ljubljanske borze.

2. Omejen obseg ponudbe državnih obveznic

Obseg ponudbe (glede na povpraševanje) državnih obveznic je še vedno ovira za trgovanje z državnimi obveznicami. Težava je namreč v tem, da obsega ponudbe državnih obveznic ni (bilo) mogoče bistveno spreminjati, saj je (bil) le-ta omejen z obsegom proračunskega zadolževanja. Rešitve se sicer ponujajo v zamenjavah obveznic, vendar so tudi te, glede na padajoče obrestne mere v primerjavi s strukturo obveznic v portfelju in omejitve ZJF, ki določa kriterije za posle upravljanja z državnim dolgom in način porabe kupnine od prodaje državnega premoženja, že skoraj v celoti izčrpane.

3. Imetniška struktura in specifični razlogi posameznih kategorij imetnikov za majhno aktivnost na sekundarnem trgu obveznic

Med leti 1999 in 2003 so bili največji imetniki državnih obveznic banke, ki so imele v povprečju 66,6% državnih obveznic v svoji lasti. Na drugem mestu so bile zavarovalnice s povprečnim lastništvom 16,2%, na tretjem mestu pa državni skladi z 12,3%. Podjetja in fizične osebe so imeli najmanj državnih obveznic v svoji lasti, njihov skupni delež je v povprečju znašal 5,0% (Tabela 8).

Tabela 8: Imetniška struktura državnih obveznic po posameznih letih

	1999	2000	2001	2002**	2003**
Banke	68,1%	73,4%	61,7%	66,5%	63,1%
Zavarovalnice	14,4%	12,7%	13,4%	14,0%	26,7%
Druge institucije*	10,5%	9,3%	20,6%	13,9%	7,2%
Podjetja	6,3%	3,9%	3,4%	3,3%	1,9%
Fizične osebe	0,7%	0,7%	0,9%	2,3%	1,2%
Skupaj	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

* Predvsem državni skladi (KAD, SOD).

** Brez RS39, ki je bila izdana za poplačilo škode žrtvam vojnega in povojnega nasilja in se zaradi svojega posebnega namena in načina izdaje bistveno razlikuje od ostalih državnih obveznic (imetniki RS39 so pretežno fizične osebe).

(Stanje imetnikov v registru KDD na dan 31.12. vsakega leta, glede na skupno nominalno vrednost vpisanih obveznic v SIT; nominalna vrednost obveznic denominiranih v tuji valuti je preračunana v SIT po srednjem tečaju BS.)

Vir: Interni podatki KDD in Ministrstva za finance, 2004.

Promet z državnimi obveznicami na borzi je nizek zato, ker večina investorjev v državne obveznice le-te drži do zapadlosti (angl. buy and hold investors), za kar imajo svoje specifične razloge. *Banke* investirajo v državne obveznice za svoj portfelj kot dolgoročno naložbo in jih tako ne uporabljajo za uravnavanje svoje likvidnosti. Kot člani Ljubljanske borze se pri sklepanju poslov ne morejo izogniti borzni proviziji, saj morajo posle skлеpati preko sistema BTS ali pa borzi prijaviti svežnje. Za večje posle primanjkuje ustreznih informacij o dnevni realnih tržnih cenah kot tudi interesov za trgovanje na nakupni in prodajni strani. Trenutno se interesi večjih strank koncentrirajo predvsem na nakupni strani. Poleg tega banke od sklepanja poslov z vrednostnimi papirji odvrča tudi (še vedno) aktualen davek na bilančno vsoto. *Zavarovalnice in skladi* prav tako investirajo v državne obveznice kot dolgoročno naložbo, ki jo držijo do dospelja. Držijo se namreč zahtev predpisov o nerizični strukturi svojih portfeljev. Zaradi tega na sekundarnem trgu nastopajo v zelo omejenem obsegu. *Podjetja* pretežno del svojih sredstev še vedno plasirajo v bančne depozite, saj jih visoki trgovalni stroški in slaba likvidnost trga državnih obveznic odvrčata od trgovanja z državnimi obveznicami. Podjetja namreč niso finančne institucije in potrebujejo naložbe v visoko likvidne instrumente s transparentno tržno ceno. *Fizične osebe* so praviloma tisti investitorji, ki praviloma prispevajo k bolj likvidnemu trgu. Problem za njih predstavlja

majhen obseg ponudbe državnih obveznic, pomanjkanje realnih dnevnih tržnih cen in seveda najvišji možni stroški trgovanja, saj so pri trgovanju glede na višino poslov večinoma vezane na sistem BTS in posrednike. Obdavčitev kapitalskih donosov je še ena ovira za fizične osebe. Obetajo se še slabši pogoji, saj je predvidena obdavčitev obresti in ukinitve davčnih olajšav v zvezi z vrednostnimi papirji. Del krivde za majhno udeležbo fizičnih oseb na sekundarnem trgu državnih obveznic nosijo tudi banke, ki ne kažejo večjega interesa za vključevanje povpraševanja fizičnih oseb na primarni trg državnih obveznic.

4. Gibanje obrestnih mer

Navsezadnje je k slabi likvidnosti sekundarnega trga v zadnjih dveh letih pripomoglo tudi gibanje splošne ravni obrestnih mer in donosov. V razmerah padajočih obrestnih mer in donosov pa imajo visoki stroški, ki jih za svoje storitve zaračunavajo borzni posredniki, še večji relativni (negativni) učinek.

7.2. Razlogi in strategija razvoja sekundarnega trga državnih obveznic v Sloveniji

Razmere na sekundarnem trgu državnih obveznic so torej zelo slabe, zato so na Ministrstvu za finance začeli razmišljati o novih ukrepih za izboljšanje likvidnosti tega trga. Kot smo videli, je bil problem slabe likvidnosti pri zakladnih menicah rešen z vzpostavitvijo izvenborznega OTC trga, učinki vpeljave market makerstva na sekundarnem trgu zakladnih menic pa so bili izjemni. V podobni smeri sedaj razmišljajo v Državni zakladnici, natančneje v Sektorju za upravljanje z javnim dolgom. Ob vzpostavljanju nove oblike trga za zakladne menice so bili sicer v dvomih, če bi bila to primerna rešitev tudi za državne obveznice, dejansko pa so jih slabe razmere na trgu državnih obveznic in izjemni rezultati na novi obliki trga zakladnih menic spodbudili k ukrepom v smeri vzpostavljanja izvenborznega trga za državne obveznice.

7.2.1. Razlogi za razvoj sekundarnega trga državnih obveznic

Razlogi za razvoj sekundarnega trga državnih obveznic izhajajo iz problemov in pomanjkljivosti obstoječega sistema. Med pomembnejše razloge štejemo lažje upravljanje državnega dolga, likvidnost trga državnih obveznic, informacije o dnevnih tržnih cenah in razvoj trga repo poslov.

1. Upravljanje z državnim dolgom

Razvitejši trg državnih obveznic Ministrstvu za finance omogoča lažje upravljanje z državnim dolgom. To pomeni lažje doseganje nižje obrestne mere v primarnih izdajah obveznic in izpolnjevanje želje po doseganju čim nižjih stroškov pri upravljanju z državnim dolgom. Poleg tega razvit trg omogoča večjo fleksibilnost izdajatelju. V primeru potreb po večjem zadolževanju se trg tudi lažje odzove na povečano količino vrednostnih papirjev.

2. Likvidnost trga državnih obveznic

Po Blacku (1971, str. 31) je likviden trg državnih vrednostnih papirjev tisti trg, kjer so dnevno podane kotacije nakupnih in prodajnih cen, razlika med nakupnimi in prodajnimi cenami pa je tako majhna, da so lahko posli realizirani takoj, brez večjega vpliva na cene. Državni vrednostni papirji, kot najpomembnejši bonitetni vrednostni papirji v Sloveniji, zahtevajo likviden trg. Predvsem je likvidnost trga pomembna za večje tržne udeležence, ki z državnimi vrednostnimi papirji uravnavajo svojo likvidnost in portfeljsko politiko.

3. Informacije o dnevni tržni ceni

Investitorji v tržne vrednostne papirje si lahko zagotovijo učinkovito in pravilno vrednotenje portfeljev le, če imajo informacije o dnevni realni tržni ceni. Dnevne realne tržne cene so tudi predpostavka za oblikovanje referenčne krivulje donosnosti državnih vrednostnih papirjev, ki predstavlja ključno informacijo tako za državo kot za ostale udeležence finančnega trga.

Potreba po razvitem trgu državnih vrednostnih papirjev postaja v zadnjem času bolj aktualna tudi za Banko Slovenije, ki bo morala pri zavarovanju kreditnih operacij z državnimi vrednostnimi papirji le-te vrednotiti po tržni ceni.

4. Razvoj trga repo poslov

Razvoj trga repo poslov pomeni nadaljnji korak v razvoju trga. Repo posli ponavadi povečajo število udeležencev na trgu, saj gre za zelo varno obliko posla. Investitorjem repo posli omogočajo zmanjšanje kreditnega tveganja, kar je vsekakor pomemben podatek pri odločanju o finančnih naložbah. Banke uporabljajo repo posle kot instrument za uravnavanje svoje likvidnosti. V evro območju postaja trg repo poslov vedno bolj pomemben segment finančnega trga, kjer banke in ostali finančni posredniki večinoma sklepajo repo posle z državnimi obveznicami. V Sloveniji so prizadevanja za razvoj trga repo poslov z državnimi vrednostnimi papirji na strani Banke Slovenije. Repo posli z državnimi vrednostnimi papirji namreč za Državno zakladnico predstavljajo instrument upravljanja državne likvidnosti in upravljanja državnega dolga (Snoj, 2001, str. 61).

7.2.2. Strategija razvoja sekundarnega trga državnih obveznic

Pri razvoju sekundarnega trga državnih obveznic je bistvenega pomena to, da trgovanje z državnimi obveznicami ne bi bilo več omejeno samo na en trg. Dejstvo je, da Ljubljanska borza predvsem za velike posle nima prihodnosti, saj v obliki organiziranosti borze, kot jo poznamo pri nas, ni vzdrževalcev trga, ki bi skrbeli za razvoj in likvidnost trga oziroma vrednostnih papirjev.

V primeru sekundarnega trga državnih obveznic potrebujemo predvsem konkurenčnost, s čimer je mišljeno, da bi se z državnimi obveznicami trgovalo tudi na drugih oblikah trga. Trgovanje mimo borze bi lahko organizirali na dva načina: kot je trg državnih vrednostnih papirjev v tujini organiziran že od nekdaj, OTC trg ali pa elektronsko trgovanje preko informacijskih sistemov (primer je Italija, kjer trgovanje z državnimi vrednostnimi papirji poteka preko t.i. MTS informacijskega sistema)³⁶. Elektronsko trgovanje je relativno nova oblika trgovanja, katere učinki še niso povsem znani. Rezultati raziskav številnih avtorjev so pokazali, da je elektronsko trgovanje primerno za večje trge oziroma trge na višji stopnji razvoja, v začetku vzpostavljanja trga pa lahko prinese več negativnih kot pozitivnih učinkov. Za nas pride v poštev vzpostavitev OTC trga za državne obveznice, ki bi vsem udeležencem zagotovila sklepanje bilateralnih poslov na urejen in varen način ter brez borznih provizij. Kot pri zakladnih menicah naj bi šlo za izvenborzni trg s sočasno poravnavo (OTC-DVP trg) in trgovanjem preko uradnih vzdrževalcev trga. Glede na to, da se je do sedaj večina poslov sklepala v svežnjih (posli nad 30 milijonov SIT), naj bi šlo za grosistični trg institucionalnih investitorjev.

7.2.2.1 Sprememba borznih pravil in dogovor s KDD

Pri nastanku in razvijanju sekundarnega trga državnih obveznic bi tako kot pri sekundarnem trgu zakladnih menic sodelovale naslednje institucije: Ministrstvo za finance, Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, KDD, ATPV in Banka Slovenije. Z njihovim skupnim delovanjem bi bilo potrebno doseči konsenz glede spremembe borznih pravil trgovanja in stroškov trgovanja oziroma poravnave.

S spremembo borznih pravil trgovanja bi bilo borznim članom omogočeno sklepanje poslov izven borze. Trenutno se izven borze sklepajo posli v svežnjih, ki jih je potrebno prijaviti borzi in plačati borzno provizijo. Nova pravila bi morala borznim članom dovoljevati sklepanje poslov z državnimi obveznicami kot vrednostnimi papirji, uvrščenimi v borzno kotacijo, tudi izven sistema BTS in brez prijavljanja svežnjev ter posledičnega plačila borzne provizije.

Dogovor s KDD je potreben glede provizije za storitve v OTC-DVP sistemu za državne obveznice. Že pri vzrokih za nelikvidnost obstoječega sekundarnega trga državnih obveznic smo govorili o velikosti stroškov KDD za posle sklenjene preko sistema BTS oziroma za posle, sklenjene v svežnjih. Za posle, ki bi se sklepali na novi obliki sekundarnega trga državnih obveznic, bi bilo potrebno doseči ustrezno znižanje stroškov KDD, saj morajo biti stroški trgovanja na sekundarnem trgu sprejemljivi, da lahko dopuščajo sklepanje poslov tudi za krajše ročnosti. Poleg tega na Ministrstvu za finance predlagajo še eno rešitev, in sicer fiksnost višine provizij KDD tako za državne obveznice kot tudi za zakladne menice, saj gre v

³⁶ Organiziranost trgov državnih vrednostnih papirjev v posameznih evropskih državah prikazujemo v prilogi (Priloga 3).

obeh primerih za grosistični trg vrednostnih papirjev. Dohodkovni učinek pri KDD bi bil enak ali večji tudi v primeru nižjih stroškov posamezne transakcije in posledično večjega obrata trgovanja.

7.2.2.2 Izbor uradnih vzdrževalcev sekundarnega trga državnih obveznic

Poleg vzpostavitve nove oblike trga bi bilo potrebno za doseg učinkovitejšega sekundarnega trga državnih obveznic izbrati skupino finančnih posrednikov, ki bi z dnevnim kotiranjem nakupnih in prodajnih cen državnih obveznic skrbeli za ponudbo in povpraševanje po državnih obveznicah.

Za vzdrževalce sekundarnega trga državnih obveznic bi lahko izbrali iste banke, ki to funkcijo opravljajo že na sekundarnem trgu zakladnih menic. Abanki, Bank Austrii Creditanstalt, Novi Ljubljanski banki in SKB banki bodo ponudili vključitev v že obstoječi Dogovor o pogojih in načinu vzdrževanja sekundarnega trga zakladnih menic. Ugodnosti in pravice market makerjev bi ostale enake kot do sedaj, obveznosti pa bi bile v začetni fazi bolj ohlapne in bi se, po zgledu zakladnih menic, natančneje definirale kasneje.

Delovanje market makerjev mora biti na začetku dokaj prepuščeno tržnim razmeram. Dnevno kotiranje nakupnih in prodajnih cen bi predstavljalo njihovo osnovno zavezo. Pri tem so na Ministrstvu za finance mnenja, da bi glede na število in obseg izdaj državnih obveznic market makerji dnevno kotirali vsaj pet državnih obveznic, med katerimi bi morale biti obvezno vsaj tri tolarske nominalne obveznice s fiksno obrestno mero oziroma vsaj po ena takšna obveznica za posamezno ročnost (3, 5, 10 let).

7.2.2.3 Operativna izvedba trgovanja

Z uskladitvijo vseh pravil in izbiro vzdrževalcev trga bi se trgovanje na novem sekundarnem trgu državnih obveznic lahko začelo in sicer na enak način, kot se je začelo trgovanje z zakladnimi menicami. Sistem objavljanja kotacij vzdrževalcev trga bi bil zagotovljen z vključitvijo državnih obveznic v že obstoječi sistem, ki ga na svojih spletnih straneh za zakladne menice zagotavlja Banka Slovenije. Trgovanje na OTC trgu bi se sklepalo bilateralno z DVP poravnavo na dan T+0. Kupec oziroma prodajalec bi se tako z vzdrževalcem trga dogovoril o sklenitvi posla, znesek sklenitve posla pa tako ne bi vseboval borzne provizije, temveč le stroške preknjižbe pri KDD in stroške posrednika oziroma vzdrževalca trga.

Bilateralno trgovanje je zelo primerna oblika trgovanja za majhne trge, kot je denimo slovenski trg kapitala. Je običajno dokaj enostavno in ne zahteva dodatnih stroškov. Vzdrževalcem trga omogoča pogajanja s strankami pred sklepanjem poslov in ohranjanje osebnih stikov s kupci in prodajalci, ki prinašajo informacije s trga. Vse naštetu so razlogi za

uporabo tega načina trgovanja v primeru državnih obveznic v Sloveniji, saj, kot rečeno, elektronsko trgovanje v začetni fazi razvoja trga ni smiselno.

Kljub novi obliki trgovanja bi borzni trg še naprej veljal za organizirani trg državnih obveznic, saj naj bi Dogovor o uvrščanju državnih obveznic v borzno kotacijo iz leta 2000 ostal v veljavi. V primerjavi z grosističnim OTC trgom bi se na borznem trgu sklepali predvsem manjši posli.

8. SKLEP

Primarna funkcija finančnega trga je prenos finančnih sredstev od gospodarskih celic s presežki do gospodarskih celic s primanjkljaji. Zaradi različnih potreb udeležencev oziroma investorjev na trgu se razvijajo različni instrumenti prenosa sredstev, ki zadovoljujejo zahteve posameznih investorjev. Finančni trg se po kriteriju časa prenosa sredstev med celicami deli na trg denarja in trg kapitala. Na denarnem trgu se trguje s kratkoročnimi finančnimi instrumenti, na trgu kapitala pa z dolgoročnimi finančnimi instrumenti. Običajna meja med kratkoročnim in dolgoročnim pretokom sredstev je eno leto.

Denarni trg v Sloveniji, ki ga sestavljajo medbančni trg, trg kratkoročnih vrednostnih papirjev in centralnobančni trg, se po stopnji razvoja še ne more primerjati z denarnimi trgi posameznih držav članic EU. Kljub relativno nizki stopnji razvoja denarnega trga v Sloveniji, pa je v zadnjih letih opazen napredek, ki se kaže predvsem v aktivnem skupnem delovanju Ministrstva za finance in Banke Slovenije na področju razvoja denarnega trga. Prvi večji prispevek skupnega delovanja omenjenih institucij je bila vzpostavitev izvenborznega sekundarnega trga zakladnih menic.

Tudi slovenski trg kapitala je glede na mednarodne razmere majhen in nepomemben. Velika ovira pri razvoju trga kapitala je od začetka njegovega delovanja predstavljala neodprtost trga za tuji kapital. V zadnjem času se situacija glede tega izboljšuje, saj je prisotnih vedno več tujih portfeljskih investorjev, s čimer prihaja k nam vedno močnejši vpliv dogajanj s tujih trgov kapitala. Razvoj trga kapitala je opazen še v povečanem zanimanju za vrednostne papirje velikih in uspešnih podjetij in zniževanju splošne ravni obrestnih mer.

Razvoj trga državnih vrednostnih papirjev je za vsako državo izrednega pomena, saj imajo državni vrednostni papirji praviloma najnižje kreditno tveganje izmed vseh vrednostnih papirjev na nacionalnem finančnem trgu. Trg državnih vrednostnih papirjev v Sloveniji predstavljata trg zakladnih menic in trg državnih obveznic. V diplomskem delu sta bila obravnavana oba segmenta sekundarnega trga državnih vrednostnih papirjev v Sloveniji.

Sekundarni trg zakladnih menic je bil do leta 2002 nerazvit in nelikviden. Z zakladnimi menicami se na Ljubljanski borzi ni veliko trgovalo. V letu 2002 je začel delovati nov izvenborzni trg za zakladne menice z bistveno boljšimi pogoji za trgovanje v primerjavi s trgovanjem preko Ljubljanske borze. Transakcijski stroški sekundarnega trgovanja so se občutno znižali, hkrati pa je bil omogočen netvegan prenos vrednostnih papirjev in denarja ter možnost poravnave v realnem času. Imenovani so bili vzdrževalci sekundarnega trga zakladnih menic, ki skrbijo za ponudbo in povpraševanje po zakladnih menicah. Z objavljanjem podatkov o kotacijah zakladnih menic in trgovanju je bila zagotovljena tudi javnost in transparentnost podatkov, kar je zelo pomembno pri odločanju potencialnih investorjev o sklenitvi posla. Rezultati dveh let delovanja izvenborznega sekundarnega trga zakladnih menic so bili izjemni.

Likvidnost sekundarnega trga državnih obveznic je slaba. Razloge gre iskati predvsem v visokih stroških trgovanja in borznih pravilih, omejenem obsegu ponudbe državnih obveznic, specifičnih razlogih posameznih kategorij imetnikov za majhno aktivnost na sekundarnem trgu državnih obveznic in nenazadnje v gibanju obrestnih mer. Z namenom povečanja učinkovitosti sekundarnega trga državnih obveznic na Ministrstvu za finance načrtujejo vzpostavitev izvenborznega trga državnih obveznic, in sicer po zgledu izvenborznega trga zakladnih menic. Pred realizacijo projekta bo potrebno doseči dogovor s KDD o znižanju stroškov preknjižbe za državne obveznice in spremembo borznih pravil, poleg tega pa bo potrebno izbrati še skupino market makerjev, ki bo skrbela za vzdrževanje sekundarnega trga državnih obveznic.

Glede na to, da je Slovenija na pragu vstopa v EU, je zelo pomembno, da se razvijeta tako denarni kot tudi kapitalski trg. Del vsakega posebej predstavljata tudi trg zakladnih menic in trg državnih obveznic. Pri vzpostavitvi učinkovitega trga državnih vrednostnih papirjev je potrebno soglasje glavnih institucij finančnega trga, s pomočjo katerega bo mogoče doseči velik napredek tudi v Sloveniji.

9. LITERATURA

1. Black Fisher: Towards a Fully Automated Exchange: Part 1. Financial Analysts Journal, Charlottesville, 27(1971), 6, str. 29-34.
2. Bohnec Darko: Trg denarja v Sloveniji. Banke in denarna politika, Portorož, 2001, str. 131-145.
3. Brenčič Vera, Dolenc Primož: Avkcije in načini zvečanja njihove uspešnosti. Bančni vestnik, Ljubljana, 51(2002), 11, str. 8-12.
4. Černjač Aleksandra: Vloga Državne zakladnice pri upravljanju s sredstvi ožjega in širšega sektorja države. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002. 89 str.
5. Dolenc Primož, Grum Andraž: The Slovenian Path in Money Market Development. Proceedings of Rijeka Faculty of Economics - Journal of Economics and Business, Rijeka, 19(2001), 1, str. 103-121.
6. Dolenc Primož: Market makerstvo na denarnem trgu. Kapital, Ljubljana, 12(2002), 278, str. 20.
7. Dolenc Primož: Upravljanje likvidnosti pri enotnem računu Državne zakladnice. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002a. 94 str.
8. Dolenc Primož: Analiza sekundarnega trga zakladnih menic. Bančni vestnik, Ljubljana, 52(2003), 4, str. 23-26.
9. Ferjančič Cilka: Državni vrednostni papirji. Bančni vestnik, Ljubljana, 47(1998), 1-2, str. 2-9.
10. Ferjančič Cilka, Albrecht Matjaž: Kratkoročni državni vrednostni papirji. Bančni vestnik, Ljubljana, 47(1998), 10, str. 7-12.
11. Ferjančič Cilka: Povezava med upravljanjem državnega dolga in denarno politiko. Bančni vestnik, Ljubljana, 50(2001), 10, str. 2-7.
12. Ferjančič Cilka, Dolenc Primož: Sekundarni trg zakladnih menic. Bančni vestnik, Ljubljana, 51(2002), 3, str. 43-47.
13. Ferjančič Cilka: Denarni trg v državah članicah Evropske unije. Bančni vestnik, Ljubljana, 51(2002), 5, str. 23-27.
14. Ferjančič Cilka: Denarni trg v državah kandidatkah za članstvo v Evropski uniji. Bančni vestnik, Ljubljana, 51(2002a), 6, str. 2-6.
15. Jernejčič Marko: Enomesečne zakladne menice Republike Slovenije. Bančni vestnik, Ljubljana, 50(2001), 7-8, str. 31-33.
16. Jernejčič Marko: Domače obveznice v letu 2002. Bančni vestnik, Ljubljana, 52(2003), 3, str. 28-31.
17. Kalan Uroš: Slovenski denarni trg: značilnosti, prihodnost ter oblikovanje obrestnih mer. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001. 89 str.
18. Kidwell David S.: Financial Institutions, Markets, and Money. 7th Edition. Fort Worth: The Dryden Press, 2000. 872 str.

19. Kleindienst Robert: Varčevanje v domačih in tujih delnicah. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 2001. 542 str., 24 pril.
20. Kolb Robert W., Rodriguez Ricardo J.: Financial Markets. Cambridge: Blackwell, 1996. 356 str.
21. Mishkin Frederic S., Eakins Stanley G.: Financial Markets and Institutions. 2nd Edition. Massachusetts: Addison-Wesley, 1998. 668 str.
22. Mramor Dušan: Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 2000. 471 str.
23. Požar Sergej: Likvidnost obveznic na sekundarnem trgu. Finance, Ljubljana, 2000, 46, str. 19.
24. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 205 str.
25. Ribnikar Ivan: Finančni trgi (1). Bančni vestnik, Ljubljana, 44(1995), 9, str. 58-59.
26. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija I. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 380 str.
27. Simoneti Marko (ur.): Razvojno poročilo o finančnem sektorju: Slovenija 2000. Projekt: Razvoj trga kapitala v Sloveniji. Ljubljana: Finance, 2001. 126 str.
28. Snoj Alenka: Repo posli. Prikazi in analize IX/5, Banka Slovenije, Ljubljana, 2001, str. 47-63.
29. Sotlar Katja: Trg državnega dolga v EMU. Bančni vestnik, Ljubljana, 51(2002), 6, str. 24-29.
30. Stigum Marcia: The Money Market. 3rd Edition. New York: Irwin, 1990. 1252 str.
31. Svilan Sibil: Vrednostni papirji: namen, vrste, oblikovanje in trgovanje ter upravljanje. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1990. 213 str.
32. Sundararajan Vijay, Dattels Peter, Blommestein Hans J.: Coordinating Public Debt and Money Management. Washington D.C.: IMF, 1997. 419 str.
33. Veselinovič Draško: Denarna politika in borza. Bančni vestnik, Ljubljana, 47(1998), 1-2, str. 39-45.
34. Veselinovič Draško: Finančno odpiranje po slovensko. Bančni vestnik, Ljubljana, 48(1999), 5, str. 1.
35. Veselinovič Draško: Razvoj nastajajočih trgov kapitala s poudarkom na Sloveniji. Bančni vestnik, Ljubljana, 50(2001), 5, str. 77-83.
36. Vidic Miha: Analiza slovenskega trga vrednostnih papirjev. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002. 84 str.

10. VIRI

1. Bilten javnih financ. Ljubljana: Ministrstvo za finance, 5(2003), 12, 121 str.
2. Bond Markets and Long-term Interest Rates In European Union Accession Countries. Frankfurt: ECB, 2002. 245 str.
3. Dogovor o oblikovanju slovenskih medbančnih obrestnih mer. Združenje bank Slovenije. [URL: http://www.zbs-giz.si/slo/akti/medbancni_dogovori/dog.SITIbor.htm], 14.7.2003.
4. Dogovor o pogojih in načinu vzdrževanja sekundarnega trga zakladnih menic. Ljubljana: Ministrstvo za finance in Banka Slovenije, 2003.
5. Dogovor o uvrščanju državnih obveznic v borzno kotacijo. Ljubljana: Ministrstvo za finance in Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, 2000.
6. Dolgoročni vrednostni papirji Republike Slovenije – Prospekt. Ljubljana: Ministrstvo za finance, 2003. 5 str.
7. Enomesečna zakladna menica – Prospekt. Ljubljana: Ministrstvo za finance, 2004. 3 str.
8. Interni podatki Banke Slovenije, 2004.
9. Interni podatki KDD, 2004.
10. Interni podatki Ljubljanske borze vrednostnih papirjev, 2004.
11. Interni podatki Ministrstva za finance, 2004.
12. Kratkoročni vrednostni papirji, zakladne menice – Prospekt. Ljubljana: Ministrstvo za finance, 2004. 12 str.
13. Okvirni dogovor o pogojih in načinu vzdrževanja sekundarnega trga zakladnih menic. Ljubljana: Ministrstvo za finance in Banka Slovenije, 2001.
14. Pravila borze. Ljubljana: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, 2001. 75 str.
15. Pravila poslovanja KDD. Ljubljana: Centralna klirinško depotna družba, 2002. 25 str.
16. Zakon o bančništvu (Uradni list RS, št. 7/99).
17. Zakon o Banki Slovenije (ZBS-1) (Uradni list RS, št. 58/02).
18. Zakon o javnih financah (Uradni list RS, št. 79/99).
19. Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih (Uradni list RS, št. 23/99).
20. Zakon o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP-1) (Uradni list RS, št. 56/99).

SLOVAR PREVODOV TUJIH IZRAZOV

Block Trade - posel, ki je sklenjen med dvema članoma borze in se registrira v borznem trgovalnem sistemu

Broker - finančni posrednik, ki zagotavlja pogoje za povezovanje ponudbe in povpraševanja po vrednostnih papirjih in drugih (finančnih) instrumentih za določeno provizijo, (ki jo plača pobudnik sklenitve posla ali obe stranki) in v samem poslu ni udeležen z lastnim kapitalom

Buy and Hold Investor - investitor v vrednostne papirje, ki le-te drži do zapadlosti

Dealer - finančni posrednik, ki je v nasprotju z brokerjem glavni udeleženec pri vseh transakcijah - kupuje in prodaja vrednostne papirje in druge (finančne) instrumente za svoj račun

Delivery-versus-payment - preknjižba vrednostnih papirjev in denarja ter sočasna poravnava v realnem času

Fed Funds - medbančni trg po ameriško

Floating Debt - plavajoči dolg (državni dolg v obliki zakladnih menic)

Market Maker - finančni posrednik (igralec na trgu), ki objavlja nakupno in prodajno ceno določenih vrednostnih papirjev ter je pripravljen izvršiti nakup oziroma prodajo teh vrednostnih papirjev

Multiple-price Auction - avkcija, kjer so vse ponudbe za nakup vrednostnih papirjev sprejete po enotni ceni

Primary Dealer - primarni vpisnik, ki je v trgovalnem odnosu z državo in ima definirane obveznosti in pravice na primarnem in sekundarnem trgu državnih vrednostnih papirjev

Spread - razmik med nakupno in prodajno ceno vrednostnega papirja

Uniform-price Auction - avkcija, kjer se ponudbe za nakup vrednostnih papirjev sprejemajo po izklicani ceni

PRILOGE

Priloga 1: Pregled kratkoročnih državnih vrednostnih papirjev	ii
Priloga 2: Pregled dolgoročnih državnih vrednostnih papirjev	vii
Priloga 3: Pregled organiziranosti sekundarnega trga državnih vrednostnih papirjev v državah pristopnicah EU	viii

Priloga 1

Tabela 1: Pregled kratkoročnih državnih vrednostnih papirjev

Instrument	Datum izdaje	Datum dospetja	Tip obr. mere	Obrestna mera	Indeksacija glavnice	Obseg izdaje	Valuta
3-mesečne zakladne menice							
ZM - 1. izdaja	28.05.1998	27.08.1998	Stalna	12,70%	Ni indeksirana	2.000.100.000	SIT
ZM - 2. izdaja	26.06.1998	24.09.1998	Stalna	12,63%	Ni indeksirana	2.000.100.000	SIT
ZM - 3. izdaja	30.07.1998	29.10.1998	Stalna	11,50%	Ni indeksirana	2.000.700.000	SIT
ZM - 4. izdaja	27.08.1998	26.11.1998	Stalna	10,28%	Ni indeksirana	2.501.100.000	SIT
ZM - 5. izdaja	24.09.1998	24.12.1998	Stalna	9,99%	Ni indeksirana	3.000.200.000	SIT
ZM - 6. izdaja	29.10.1998	28.01.1999	Stalna	8,81%	Ni indeksirana	3.000.000.000	SIT
ZM - 7. izdaja	26.11.1998	25.02.1999	Stalna	8,30%	Ni indeksirana	2.500.200.000	SIT
ZM - 8. izdaja	24.12.1998	25.03.1999	Stalna	8,30%	Ni indeksirana	2.500.200.000	SIT
ZM - 9. izdaja	28.01.1999	24.09.1999	Stalna	8,19%	Ni indeksirana	3.000.500.000	SIT
ZM - 10. izdaja	25.02.1999	27.05.1999	Stalna	8,30%	Ni indeksirana	2.431.900.000	SIT
ZM - 11. izdaja	25.03.1999	24.06.1999	Stalna	8,19%	Ni indeksirana	3.000.600.000	SIT
ZM - 12. izdaja	29.04.1999	29.07.1999	Stalna	8,39%	Ni indeksirana	1.985.500.000	SIT
ZM - 13. izdaja	27.05.1999	26.08.1999	Stalna	7,77%	Ni indeksirana	3.000.500.000	SIT
ZM - 14. izdaja	24.06.1999	30.09.1999	Stalna	8,34%	Ni indeksirana	3.393.100.000	SIT
ZM - 15. izdaja	29.07.1999	08.10.1999	Stalna	8,98%	Ni indeksirana	3.989.000.000	SIT
ZM - 16. izdaja	26.08.1999	25.11.1999	Stalna	8,69%	Ni indeksirana	3.500.300.000	SIT
ZM - 17. izdaja	30.09.1999	30.12.1999	Stalna	9,32%	Ni indeksirana	3.000.100.000	SIT
ZM - 18. izdaja	28.10.1999	27.01.2000	Stalna	9,05%	Ni indeksirana	3.000.100.000	SIT
ZM - 19. izdaja	25.11.1999	24.02.2000	Stalna	8,71%	Ni indeksirana	3.001.800.000	SIT
ZM - 20. izdaja	30.12.1999	30.03.2000	Stalna	9,68%	Ni indeksirana	3.000.100.000	SIT
ZM - 21. izdaja	27.01.2000	28.04.2000	Stalna	10,41%	Ni indeksirana	3.000.000.000	SIT
ZM - 22. izdaja	24.02.2000	25.05.2000	Stalna	10,61%	Ni indeksirana	3.000.100.000	SIT
ZM - 23. izdaja	30.03.2000	29.06.2000	Stalna	10,27%	Ni indeksirana	3.000.000.000	SIT
ZM - 24. izdaja	28.04.2000	27.07.2000	Stalna	10,51%	Ni indeksirana	3.000.100.000	SIT
ZM - 25. izdaja	25.05.2000	24.08.2000	Stalna	12,05%	Ni indeksirana	5.195.600.000	SIT
ZM - 26. izdaja	29.06.2000	28.09.2000	Stalna	12,14%	Ni indeksirana	4.000.010.000	SIT
ZM - 27. izdaja	27.07.2000	26.10.2000	Stalna	11,54%	Ni indeksirana	4.000.010.000	SIT
ZM - 28. izdaja	24.08.2000	30.11.2000	Stalna	10,60%	Ni indeksirana	4.000.010.000	SIT
ZM - 29. izdaja	28.09.2000	28.12.2000	Stalna	10,52%	Ni indeksirana	3.700.010.000	SIT
ZM - 30. izdaja	26.10.2000	25.01.2001	Stalna	10,54%	Ni indeksirana	3.300.010.000	SIT
ZM - 31. izdaja	30.11.2000	01.03.2001	Stalna	10,58%	Ni indeksirana	2.700.060.000	SIT
ZM - 32. izdaja	28.12.2000	29.03.2001	Stalna	11,51%	Ni indeksirana	2.287.020.000	SIT
ZM - 33. izdaja	25.01.2001	26.04.2001	Stalna	11,21%	Ni indeksirana	3.100.010.000	SIT
ZM - 34. izdaja	01.03.2001	24.05.2001	Stalna	11,32%	Ni indeksirana	3.200.000.000	SIT
ZM - 35. izdaja	29.03.2001	28.06.2001	Stalna	11,30%	Ni indeksirana	3.300.010.000	SIT
ZM - 36. izdaja	26.04.2001	26.07.2001	Stalna	11,51%	Ni indeksirana	3.400.010.000	SIT
ZM - 37. izdaja	24.05.2001	30.08.2001	Stalna	11,36%	Ni indeksirana	3.500.110.000	SIT
ZM - 38. izdaja	28.06.2001	27.09.2001	Stalna	11,40%	Ni indeksirana	3.600.050.000	SIT
ZM - 39. izdaja	26.07.2001	25.10.2001	Stalna	11,40%	Ni indeksirana	3.700.010.000	SIT
ZM - 40. izdaja	30.08.2001	29.11.2001	Stalna	11,14%	Ni indeksirana	3.800.010.000	SIT
ZM - 41. izdaja	27.09.2001	28.12.2001	Stalna	10,93%	Ni indeksirana	4.000.000.000	SIT
ZM - 42. izdaja	25.10.2001	24.01.2002	Stalna	10,66%	Ni indeksirana	4.200.000.000	SIT
ZM - 43. izdaja	29.11.2001	28.02.2002	Stalna	9,73%	Ni indeksirana	4.400.010.000	SIT
ZM - 44. izdaja	28.12.2001	28.03.2002	Stalna	8,54%	Ni indeksirana	4.400.000.000	SIT
ZM - 45. izdaja	24.01.2002	25.04.2002	Stalna	7,75%	Ni indeksirana	4.500.000.000	SIT
ZM - 46. izdaja	28.02.2002	30.05.2002	Stalna	7,77%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 47. izdaja	28.03.2002	27.06.2002	Stalna	7,91%	Ni indeksirana	5.500.000.000	SIT
ZM - 48. izdaja	25.04.2002	25.07.2002	Stalna	8,69%	Ni indeksirana	5.500.000.000	SIT
ZM - 49. izdaja	30.05.2002	29.08.2002	Stalna	8,87%	Ni indeksirana	6.000.000.000	SIT
ZM - 50. izdaja	27.06.2002	26.09.2002	Stalna	9,39%	Ni indeksirana	5.920.610.000	SIT
ZM - 51. izdaja	25.07.2002	24.10.2002	Stalna	8,99%	Ni indeksirana	6.500.000.000	SIT
ZM - 52. izdaja	29.08.2002	28.11.2002	Stalna	8,80%	Ni indeksirana	6.500.010.000	SIT
ZM - 53. izdaja	26.09.2002	27.12.2002	Stalna	10,76%	Ni indeksirana	7.000.000.000	SIT
ZM - 54. izdaja	24.10.2002	30.01.2003	Stalna	8,47%	Ni indeksirana	6.842.150.000	SIT
ZM - 55. izdaja	28.11.2002	27.02.2003	Stalna	8,57%	Ni indeksirana	7.000.000.000	SIT
ZM - 56. izdaja	27.12.2002	27.03.2003	Stalna	8,73%	Ni indeksirana	6.850.480.000	SIT
ZM - 57. izdaja	30.01.2003	24.04.2003	Stalna	8,30%	Ni indeksirana	5.000.030.000	SIT
ZM - 58. izdaja	27.02.2003	29.05.2003	Stalna	8,30%	Ni indeksirana	5.000.010.000	SIT
ZM - 59. izdaja	27.03.2003	26.06.2003	Stalna	7,90%	Ni indeksirana	5.000.020.000	SIT

Vir: Bilten javnih financ, 2003.

Tabela 1: Pregled kratkoročnih državnih vrednostnih papirjev (nadaljevanje)

Instrument	Datum izdaje	Datum dosvetja	Tip obr. mere	Obrestna mera	Indeksacija glavnice	Obseg izdaje	Valuta
3-mesečne zakladne menice							
ZM - 60. izdaja	24.04.2003	24.07.2003	Stalna	7,28%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 61. izdaja	29.05.2003	28.08.2003	Stalna	6,90%	Ni indeksirana	5.000.010.000	SIT
ZM - 62. izdaja	26.06.2003	25.09.2003	Stalna	6,08%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 63. izdaja	24.07.2003	30.10.2003	Stalna	5,95%	Ni indeksirana	5.000.010.000	SIT
ZM - 64. izdaja	28.08.2003	27.11.2003	Stalna	5,98%	Ni indeksirana	5.000.010.000	SIT
ZM - 65. izdaja	25.09.2003	29.12.2003	Stalna	5,98%	Ni indeksirana	5.000.020.000	SIT
ZM - 66. izdaja	30.10.2003	29.01.2004	Stalna	5,49%	Ni indeksirana	5.000.010.000	SIT
ZM - 67. izdaja	27.11.2003	26.02.2004	Stalna	5,13%	Ni indeksirana	5.000.010.000	SIT
ZM - 68. izdaja	23.12.2003	25.03.2004	Stalna	5,11%	Ni indeksirana	5.000.020.000	SIT
6-mesečne zakladne menice							
ZM - 1. izdaja	28.10.1999	28.04.2000	Stalna	9,71%	Ni indeksirana	2.000.100.000	SIT
ZM - 2. izdaja	30.12.1999	29.06.2000	Stalna	9,50%	Ni indeksirana	2.000.100.000	SIT
ZM - 3. izdaja	24.02.2000	24.08.2000	Stalna	10,50%	Ni indeksirana	1.006.600.000	SIT
ZM - 4. izdaja	28.04.2000	26.10.2000	Stalna	11,38%	Ni indeksirana	1.718.700.000	SIT
ZM - 5. izdaja	29.06.2000	28.12.2000	Stalna	12,38%	Ni indeksirana	2.376.760.000	SIT
ZM - 6. izdaja	24.08.2000	01.03.2001	Stalna	11,67%	Ni indeksirana	2.000.020.000	SIT
ZM - 7. izdaja	26.10.2000	26.04.2001	Stalna	11,36%	Ni indeksirana	1.800.010.000	SIT
ZM - 8. izdaja	28.12.2000	28.06.2001	Stalna	11,49%	Ni indeksirana	2.000.010.000	SIT
ZM - 9. izdaja	01.03.2001	30.08.2001	Stalna	11,49%	Ni indeksirana	2.000.010.000	SIT
ZM - 10. izdaja	26.04.2001	26.10.2001	Stalna	12,28%	Ni indeksirana	2.200.010.000	SIT
ZM - 11. izdaja	28.06.2001	28.12.2001	Stalna	11,89%	Ni indeksirana	2.400.060.000	SIT
ZM - 12. izdaja	30.08.2001	28.02.2002	Stalna	12,29%	Ni indeksirana	2.049.220.000	SIT
ZM - 13. izdaja	25.10.2001	25.04.2002	Stalna	11,44%	Ni indeksirana	2.400.000.000	SIT
ZM - 14. izdaja	28.12.2001	27.06.2002	Stalna	8,78%	Ni indeksirana	2.600.000.000	SIT
ZM - 15. izdaja	28.02.2002	29.08.2002	Stalna	8,54%	Ni indeksirana	3.500.000.000	SIT
ZM - 16. izdaja	25.04.2002	24.10.2002	Stalna	9,29%	Ni indeksirana	4.500.000.000	SIT
ZM - 17. izdaja	27.06.2002	27.12.2002	Stalna	9,65%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 18. izdaja	29.08.2002	27.02.2003	Stalna	8,98%	Ni indeksirana	6.000.010.000	SIT
ZM - 19. izdaja	24.10.2002	24.04.2003	Stalna	8,66%	Ni indeksirana	5.748.240.000	SIT
ZM - 20. izdaja	27.12.2002	26.06.2003	Stalna	8,75%	Ni indeksirana	6.226.155.000	SIT
ZM - 21. izdaja	27.02.2003	28.08.2003	Stalna	8,29%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 22. izdaja	24.04.2003	30.10.2003	Stalna	7,22%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 23. izdaja	26.06.2003	29.12.2003	Stalna	6,01%	Ni indeksirana	5.000.010.000	SIT
ZM - 24. izdaja	28.08.2003	26.02.2004	Stalna	5,92%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 25. izdaja	30.10.2003	29.04.2004	Stalna	5,64%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 26. izdaja	23.12.2003	24.06.2004	Stalna	5,12%	Ni indeksirana	5.000.010.000	SIT
12-mesečne zakladne menice							
ZM - 1. izdaja	25.05.2000	24.05.2001	Stalna	12,83%	Ni indeksirana	2.000.010.000	SIT
ZM - 2. izdaja	27.07.2000	26.07.2001	Stalna	12,76%	Ni indeksirana	2.000.000.000	SIT
ZM - 3. izdaja	28.09.2000	27.09.2001	Stalna	11,76%	Ni indeksirana	1.800.010.000	SIT
ZM - 4. izdaja	30.11.2000	29.11.2001	Stalna	11,75%	Ni indeksirana	1.700.000.000	SIT
ZM - 5. izdaja	25.01.2001	24.01.2002	Stalna	11,83%	Ni indeksirana	2.000.010.000	SIT
ZM - 6. izdaja	29.03.2001	28.03.2002	Stalna	12,33%	Ni indeksirana	2.200.070.000	SIT
ZM - 7. izdaja	24.05.2001	30.05.2002	Stalna	12,71%	Ni indeksirana	2.228.120.000	SIT
ZM - 8. izdaja	26.07.2001	25.07.2002	Stalna	12,91%	Ni indeksirana	2.326.300.000	SIT
ZM - 9. izdaja	27.09.2001	26.09.2002	Stalna	12,28%	Ni indeksirana	2.600.000.000	SIT
ZM - 10. izdaja	29.11.2001	28.11.2002	Stalna	11,20%	Ni indeksirana	2.800.000.000	SIT
ZM - 11. izdaja	24.01.2002	30.01.2003	Stalna	8,48%	Ni indeksirana	3.000.010.000	SIT
ZM - 12. izdaja	28.03.2002	27.03.2003	Stalna	9,04%	Ni indeksirana	4.000.000.000	SIT
ZM - 13. izdaja	30.05.2002	29.05.2003	Stalna	9,52%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 14. izdaja	25.07.2002	24.07.2003	Stalna	9,35%	Ni indeksirana	6.000.000.000	SIT
ZM - 15. izdaja	26.09.2002	25.09.2003	Stalna	8,99%	Ni indeksirana	6.000.010.000	SIT
ZM - 16. izdaja	28.11.2002	27.11.2003	Stalna	9,00%	Ni indeksirana	6.500.010.000	SIT
ZM - 17. izdaja	30.01.2003	29.01.2004	Stalna	8,27%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 18. izdaja	27.03.2003	25.03.2004	Stalna	7,33%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 19. izdaja	29.05.2003	27.05.2004	Stalna	6,49%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 20. izdaja	24.07.2003	29.07.2004	Stalna	5,95%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 21. izdaja	25.09.2003	30.09.2004	Stalna	5,85%	Ni indeksirana	5.000.010.000	SIT
ZM - 22. izdaja	27.11.2003	25.11.2004	Stalna	5,10%	Ni indeksirana	5.000.020.000	SIT

Vir: Bilten javnih financ, 2003.

Tabela 1: Pregled kratkoročnih državnih vrednostnih papirjev (nadaljevanje)

Instrument	Datum izdaje	Datum dospelja	Tip obr. mere	Obrestna mera	Indeksacija glavnice	Obseg izdaje	Valuta
1-mesečne zakladne menice							
ZM - 1. izdaja	10.05.2001	07.06.2001	Stalna	10,11%	Ni indeksirana	2.000.000.000	SIT
ZM - 2. izdaja	17.05.2001	14.06.2001	Stalna	10,11%	Ni indeksirana	2.040.000.000	SIT
ZM - 3. izdaja	24.05.2001	21.06.2001	Stalna	10,11%	Ni indeksirana	2.030.000.000	SIT
ZM - 4. izdaja	31.05.2001	28.06.2001	Stalna	10,11%	Ni indeksirana	2.030.000.000	SIT
ZM - 5. izdaja	07.06.2001	05.07.2001	Stalna	10,11%	Ni indeksirana	3.020.000.000	SIT
ZM - 6. izdaja	14.06.2001	12.07.2001	Stalna	10,11%	Ni indeksirana	3.040.000.000	SIT
ZM - 7. izdaja	21.06.2001	19.07.2001	Stalna	9,98%	Ni indeksirana	4.040.000.000	SIT
ZM - 8. izdaja	28.06.2001	26.07.2001	Stalna	10,11%	Ni indeksirana	3.820.000.000	SIT
ZM - 9. izdaja	05.07.2001	02.08.2001	Stalna	9,98%	Ni indeksirana	4.030.000.000	SIT
ZM - 10. izdaja	12.07.2001	09.08.2001	Stalna	10,11%	Ni indeksirana	4.000.000.000	SIT
ZM - 11. izdaja	19.07.2001	16.08.2001	Stalna	10,03%	Ni indeksirana	4.000.000.000	SIT
ZM - 12. izdaja	26.07.2001	23.08.2001	Stalna	10,04%	Ni indeksirana	4.010.000.000	SIT
ZM - 13. izdaja	02.08.2001	30.08.2001	Stalna	10,02%	Ni indeksirana	4.010.000.000	SIT
ZM - 14. izdaja	09.08.2001	06.09.2001	Stalna	9,99%	Ni indeksirana	4.010.000.000	SIT
ZM - 15. izdaja	16.08.2001	13.09.2001	Stalna	9,94%	Ni indeksirana	4.000.000.000	SIT
ZM - 16. izdaja	23.08.2001	20.09.2001	Stalna	9,89%	Ni indeksirana	4.020.000.000	SIT
ZM - 17. izdaja	30.08.2001	27.09.2001	Stalna	9,79%	Ni indeksirana	4.030.000.000	SIT
ZM - 18. izdaja	06.09.2001	04.10.2001	Stalna	9,77%	Ni indeksirana	4.010.000.000	SIT
ZM - 19. izdaja	13.09.2001	11.10.2001	Stalna	9,75%	Ni indeksirana	4.010.000.000	SIT
ZM - 20. izdaja	20.09.2001	18.10.2001	Stalna	9,70%	Ni indeksirana	4.000.000.000	SIT
ZM - 21. izdaja	27.09.2001	25.10.2001	Stalna	9,68%	Ni indeksirana	4.000.000.000	SIT
ZM - 22. izdaja	04.10.2001	02.11.2001	Stalna	9,37%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 23. izdaja	11.10.2001	08.11.2001	Stalna	9,79%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 24. izdaja	18.10.2001	15.11.2001	Stalna	9,62%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 25. izdaja	25.10.2001	22.11.2001	Stalna	9,65%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 26. izdaja	02.11.2001	29.11.2001	Stalna	10,79%	Ni indeksirana	3.750.000.000	SIT
ZM - 27. izdaja	08.11.2001	06.12.2001	Stalna	8,80%	Ni indeksirana	5.010.000.000	SIT
ZM - 28. izdaja	15.11.2001	13.12.2001	Stalna	8,66%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 29. izdaja	22.11.2001	20.12.2001	Stalna	8,50%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 30. izdaja	29.11.2001	28.12.2001	Stalna	7,90%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 31. izdaja	06.12.2001	04.01.2002	Stalna	7,49%	Ni indeksirana	5.010.000.000	SIT
ZM - 32. izdaja	13.12.2001	10.01.2002	Stalna	7,38%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 33. izdaja	20.12.2001	17.01.2002	Stalna	7,29%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 34. izdaja	28.12.2001	24.01.2002	Stalna	7,20%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 35. izdaja	04.01.2002	31.01.2002	Stalna	7,31%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 36. izdaja	10.01.2002	07.02.2002	Stalna	7,20%	Ni indeksirana	5.020.000.000	SIT
ZM - 37. izdaja	17.01.2002	14.02.2002	Stalna	7,08%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 38. izdaja	24.01.2002	21.02.2002	Stalna	7,27%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 39. izdaja	31.01.2002	28.02.2002	Stalna	7,01%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 40. izdaja	07.02.2002	07.03.2002	Stalna	7,67%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 41. izdaja	14.02.2002	14.03.2002	Stalna	7,29%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 42. izdaja	21.02.2002	21.03.2002	Stalna	7,29%	Ni indeksirana	5.030.000.000	SIT
ZM - 43. izdaja	28.02.2002	28.03.2002	Stalna	7,14%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 44. izdaja	07.03.2002	04.04.2002	Stalna	7,05%	Ni indeksirana	5.020.000.000	SIT
ZM - 45. izdaja	14.03.2002	11.04.2002	Stalna	7,38%	Ni indeksirana	5.010.000.000	SIT
ZM - 46. izdaja	21.03.2002	18.04.2002	Stalna	7,31%	Ni indeksirana	5.010.000.000	SIT
ZM - 47. izdaja	28.03.2002	25.04.2002	Stalna	7,31%	Ni indeksirana	5.020.000.000	SIT
ZM - 48. izdaja	04.04.2002	03.05.2002	Stalna	7,69%	Ni indeksirana	5.010.000.000	SIT
ZM - 49. izdaja	11.04.2002	09.05.2002	Stalna	7,80%	Ni indeksirana	5.020.000.000	SIT
ZM - 50. izdaja	18.04.2002	16.05.2002	Stalna	7,70%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 51. izdaja	25.04.2002	23.05.2002	Stalna	7,73%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 52. izdaja	03.05.2002	30.05.2002	Stalna	7,79%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 53. izdaja	09.05.2002	06.06.2002	Stalna	7,66%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 54. izdaja	16.05.2002	13.06.2002	Stalna	7,94%	Ni indeksirana	5.010.000.000	SIT
ZM - 55. izdaja	23.05.2002	20.06.2002	Stalna	7,86%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 56. izdaja	30.05.2002	27.06.2002	Stalna	8,31%	Ni indeksirana	5.010.000.000	SIT
ZM - 57. izdaja	06.06.2002	04.07.2002	Stalna	8,26%	Ni indeksirana	5.010.000.000	SIT
ZM - 58. izdaja	13.06.2002	11.07.2002	Stalna	8,14%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 59. izdaja	20.06.2002	18.07.2002	Stalna	8,49%	Ni indeksirana	5.010.000.000	SIT
ZM - 60. izdaja	27.06.2002	25.07.2002	Stalna	9,19%	Ni indeksirana	4.310.000.000	SIT

Vir: Bilten javnih financ, 2003.

Tabela 1: Pregled kratkoročnih državnih vrednostnih papirjev (nadaljevanje)

Instrument	Datum izdaje	Datum dospetja	Tip obr. mere	Obrestna mera	Indeksacija glavnice	Obseg izdaje	Valuta
1-mesečne zakladne menice							
ZM - 61. izdaja	04.07.2002	01.08.2002	Stalna	8,56%	Ni indeksirana	5.010.000.000	SIT
ZM - 62. izdaja	11.07.2002	08.08.2002	Stalna	8,49%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 63. izdaja	18.07.2002	16.08.2002	Stalna	8,34%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 64. izdaja	25.07.2002	22.08.2002	Stalna	8,20%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 65. izdaja	01.08.2002	29.08.2002	Stalna	8,19%	Ni indeksirana	5.010.000.000	SIT
ZM - 66. izdaja	08.08.2002	05.09.2002	Stalna	8,19%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 67. izdaja	16.08.2002	12.09.2002	Stalna	9,57%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 68. izdaja	22.08.2002	19.09.2002	Stalna	8,46%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 69. izdaja	29.08.2002	26.09.2002	Stalna	8,29%	Ni indeksirana	5.010.000.000	SIT
ZM - 70. izdaja	05.09.2002	03.10.2002	Stalna	7,98%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 71. izdaja	12.09.2002	10.10.2002	Stalna	8,20%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 72. izdaja	19.09.2002	17.10.2002	Stalna	8,29%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 73. izdaja	26.09.2002	24.10.2002	Stalna	8,39%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 74. izdaja	03.10.2002	04.11.2002	Stalna	8,20%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 75. izdaja	10.10.2002	07.11.2002	Stalna	8,26%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 76. izdaja	17.10.2002	14.11.2002	Stalna	8,02%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 77. izdaja	24.10.2002	21.11.2002	Stalna	7,97%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 78. izdaja	04.11.2002	28.11.2002	Stalna	8,25%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 79. izdaja	07.11.2002	05.12.2002	Stalna	8,02%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 80. izdaja	14.11.2002	12.12.2002	Stalna	7,90%	Ni indeksirana	5.020.000.000	SIT
ZM - 81. izdaja	21.11.2002	19.12.2002	Stalna	7,85%	Ni indeksirana	5.010.000.000	SIT
ZM - 82. izdaja	28.11.2002	27.12.2002	Stalna	7,72%	Ni indeksirana	5.020.000.000	SIT
ZM - 83. izdaja	05.12.2002	03.01.2003	Stalna	7,59%	Ni indeksirana	5.010.000.000	SIT
ZM - 84. izdaja	12.12.2002	09.01.2003	Stalna	7,50%	Ni indeksirana	5.020.000.000	SIT
ZM - 85. izdaja	19.12.2002	16.01.2003	Stalna	8,22%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 86. izdaja	27.12.2002	23.01.2003	Stalna	8,53%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 87. izdaja	03.01.2003	30.01.2003	Stalna	8,20%	Ni indeksirana	5.010.000.000	SIT
ZM - 88. izdaja	09.01.2003	06.02.2003	Stalna	8,00%	Ni indeksirana	5.010.000.000	SIT
ZM - 89. izdaja	16.01.2003	13.02.2003	Stalna	8,00%	Ni indeksirana	5.010.000.000	SIT
ZM - 90. izdaja	23.01.2003	20.02.2003	Stalna	7,85%	Ni indeksirana	5.020.000.000	SIT
ZM - 91. izdaja	30.01.2003	27.02.2003	Stalna	7,55%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 92. izdaja	06.02.2003	06.03.2003	Stalna	7,51%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 93. izdaja	13.02.2003	13.03.2003	Stalna	7,81%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 94. izdaja	20.02.2003	20.03.2003	Stalna	7,92%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 95. izdaja	27.02.2003	27.03.2003	Stalna	8,49%	Ni indeksirana	5.010.000.000	SIT
ZM - 96. izdaja	06.03.2003	03.04.2003	Stalna	7,80%	Ni indeksirana	5.010.000.000	SIT
ZM - 97. izdaja	13.03.2003	10.04.2003	Stalna	7,70%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 98. izdaja	20.03.2003	17.04.2003	Stalna	8,49%	Ni indeksirana	3.440.000.000	SIT
ZM - 99. izdaja	27.03.2003	24.04.2003	Stalna	7,36%	Ni indeksirana	5.010.000.000	SIT
ZM - 100. izdaja	03.04.2003	05.05.2003	Stalna	7,30%	Ni indeksirana	5.020.000.000	SIT
ZM - 101. izdaja	10.04.2003	08.05.2003	Stalna	7,18%	Ni indeksirana	5.010.000.000	SIT
ZM - 102. izdaja	17.04.2003	15.05.2003	Stalna	7,59%	Ni indeksirana	5.010.000.000	SIT
ZM - 103. izdaja	24.04.2003	22.05.2003	Stalna	7,44%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 104. izdaja	05.05.2003	29.05.2003	Stalna	7,39%	Ni indeksirana	5.010.000.000	SIT
ZM - 105. izdaja	08.05.2003	05.06.2003	Stalna	7,08%	Ni indeksirana	5.020.000.000	SIT
ZM - 106. izdaja	15.05.2003	12.06.2003	Stalna	7,12%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 107. izdaja	22.05.2003	19.06.2003	Stalna	6,90%	Ni indeksirana	5.040.000.000	SIT
ZM - 108. izdaja	29.05.2003	26.06.2003	Stalna	6,95%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 109. izdaja	05.06.2003	03.07.2003	Stalna	6,71%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 110. izdaja	12.06.2003	10.07.2003	Stalna	6,69%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 111. izdaja	19.06.2003	17.07.2003	Stalna	6,28%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 112. izdaja	26.06.2003	24.07.2003	Stalna	6,01%	Ni indeksirana	5.010.000.000	SIT
ZM - 113. izdaja	03.07.2003	31.07.2003	Stalna	5,92%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 114. izdaja	10.07.2003	07.08.2003	Stalna	6,08%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 115. izdaja	17.07.2003	14.08.2003	Stalna	6,27%	Ni indeksirana	5.010.000.000	SIT
ZM - 116. izdaja	24.07.2003	21.08.2003	Stalna	6,07%	Ni indeksirana	5.020.000.000	SIT
ZM - 117. izdaja	31.07.2003	28.08.2003	Stalna	6,01%	Ni indeksirana	5.010.000.000	SIT
ZM - 118. izdaja	07.08.2003	04.09.2003	Stalna	5,93%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 119. izdaja	14.08.2003	11.09.2003	Stalna	6,16%	Ni indeksirana	5.010.000.000	SIT
ZM - 120. izdaja	21.08.2003	18.09.2003	Stalna	6,15%	Ni indeksirana	5.010.000.000	SIT

Vir: Bilten javnih financ, 2003.

Tabela 1: Pregled kratkoročnih državnih vrednostnih papirjev (nadaljevanje)

Instrument	Datum izdaje	Datum dospetja	Tip obr. mere	Obrestna mera	Indeksacija glavnice	Obseg izdaje	Valuta
1-mesečne zakladne menice							
ZM - 121. izdaja	28.08.2003	25.09.2003	Stalna	6,07%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 122. izdaja	04.09.2003	02.10.2003	Stalna	5,97%	Ni indeksirana	5.010.000.000	SIT
ZM - 123. izdaja	11.09.2003	09.10.2003	Stalna	5,97%	Ni indeksirana	5.010.000.000	SIT
ZM - 124. izdaja	18.09.2003	16.10.2003	Stalna	6,02%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 125. izdaja	25.09.2003	23.10.2003	Stalna	5,90%	Ni indeksirana	5.020.000.000	SIT
ZM - 126. izdaja	02.10.2003	30.10.2003	Stalna	5,99%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 127. izdaja	09.10.2003	06.11.2003	Stalna	5,88%	Ni indeksirana	5.010.000.000	SIT
ZM - 128. izdaja	16.10.2003	13.11.2003	Stalna	5,79%	Ni indeksirana	5.010.000.000	SIT
ZM - 129. izdaja	23.10.2003	20.11.2003	Stalna	5,71%	Ni indeksirana	5.020.000.000	SIT
ZM - 130. izdaja	30.10.2003	27.11.2003	Stalna	5,54%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 131. izdaja	06.11.2003	04.12.2003	Stalna	5,80%	Ni indeksirana	5.020.000.000	SIT
ZM - 132. izdaja	13.11.2003	11.12.2003	Stalna	5,64%	Ni indeksirana	5.010.000.000	SIT
ZM - 133. izdaja	20.11.2003	18.12.2003	Stalna	5,47%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 134. izdaja	27.11.2003	29.12.2003	Stalna	5,07%	Ni indeksirana	5.010.000.000	SIT
ZM - 135. izdaja	04.12.2003	05.01.2004	Stalna	5,09%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 136. izdaja	11.12.2003	08.01.2004	Stalna	5,02%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 137. izdaja	18.12.2003	15.01.2004	Stalna	5,40%	Ni indeksirana	5.000.000.000	SIT
ZM - 138. izdaja	29.12.2003	22.01.2004	Stalna	5,00%	Ni indeksirana	5.030.000.000	SIT

Vir: Bilten javnih financ, 2003.

Priloga 2

Tabela 2: Pregled dolgoročnih državnih vrednostnih papirjev

Instrument	Datum izdaje	Datum dospelja	Obrestna mera	Vrsta instrumenta	Obseg izdaje	Valuta
DOMACI TRG						
RS08	30.06.1993	31.05.2003	5,00%	stalna	96.533.000	DEM
RS15 - serija F	16.11.1995	15.07.2003	5,20%	indeksirana (TOM)	8.981.300.000	SIT
RS06	29.05.1997	15.02.2015	3,00%	indeksirana (90% CPI)	44.386.200.000	SIT
RS10	15.10.1997	31.05.2007	4,50%	indeksirana (TOM)	52.189.610.000	SIT
RS13	29.06.1998	29.06.2008	5,55%	indeksirana (DEM)	106.701.000	DEM
RS14	01.06.1999	01.06.2003	4,00%	spremenljiva (TOM)	6.304.000.000	SIT
RS17	24.02.2000	24.02.2005	4,70%	spremenljiva (TOM)	9.000.000.000	SIT
RS18	26.04.2000	26.04.2010	6,00%	indeksirana (EUR)	50.000.000	EUR
RS19	24.07.2000	24.07.2003	4,20%	spremenljiva (TOM)	6.000.000.000	SIT
RS20	01.12.2000	01.12.2003	4,20%	spremenljiva (TOM)	6.000.000.000	SIT
RS22	13.02.2001	13.02.2006	4,70%	spremenljiva (TOM)	8.000.000.000	SIT
RS23	13.02.2001	13.02.2011	6,00%	indeksirana (EUR)	40.000.000	EUR
RS24	13.03.2001	13.03.2004	4,20%	spremenljiva (TOM)	11.000.000.000	SIT
RS25	18.04.2001	18.04.2006	4,70%	spremenljiva (TOM)	8.000.000.000	SIT
RS26	01.06.2001	01.06.2011	5,375%	indeksirana (EUR)	50.000.000	EUR
RS27	04.12.2001	04.12.2006	4,70%	spremenljiva (TOM)	17.000.000.000	SIT
RS28	15.01.2002	15.01.2005	4,20%	spremenljiva (TOM)	10.500.000.000	SIT
RS29	15.01.2002	15.01.2012	5,375%	indeksirana (EUR)	32.474.300	EUR
RS31	15.01.2002	15.01.2007	4,70%	spremenljiva (TOM)	2.947.680.000	SIT
RS32	15.01.2002	15.01.2012	5,375%	indeksirana (EUR)	23.865.500	EUR
RS34	18.02.2002	18.02.2007	4,20%	spremenljiva (TOM)	16.910.000.000	SIT
RS35	18.03.2002	18.03.2007	4,20%	spremenljiva (TOM)	14.000.000.000	SIT
RS36	18.03.2002	18.03.2005	9,00%	stalna	12.000.000.000	SIT
RS37	19.04.2002	19.04.2007	4,00%	spremenljiva (TOM)	17.000.000.000	SIT
RS38	19.04.2002	19.04.2017	5,625%	indeksirana (EUR)	100.000.000	EUR
RS40	31.05.2002	31.05.2007	3,90%	spremenljiva (TOM)	15.000.000.000	SIT
RS41	17.06.2002	17.06.2007	3,90%	spremenljiva (TOM)	12.000.000.000	SIT
RS42	15.07.2002	15.07.2005	9,00%	stalna	12.000.000.000	SIT
RS43	15.10.2002	15.10.2007	3,00%	spremenljiva (TOM)	15.600.000.000	SIT
RS44	08.11.2002	08.11.2012	6,65%	stalna	2.964.930.000	SIT
RS45	08.11.2002	08.11.2005	8,20%	stalna	12.112.490.000	SIT
RS46	08.11.2002	08.11.2007	3,00%	indeksirana (TOM)	48.488.500.000	SIT
RS47	08.11.2002	08.11.2012	3,25%	indeksirana (TOM)	60.524.470.000	SIT
RS48	02.12.2002	02.12.2012	4,75%	indeksirana (EUR)	60.000.000	EUR
RS49	10.01.2003	10.01.2022	4,75%	indeksirana (EUR)	29.788.960	EUR
RS50	24.02.2003	24.02.2013	4,50%	indeksirana (EUR)	61.281.800	EUR
RS51	24.02.2003	24.02.2006	7,75%	stalna	44.470.500.000	SIT
RS52	08.04.2003	08.04.2008	6,25%	stalna	40.000.000.000	SIT
RS53	08.04.2003	08.04.2018	4,875%	indeksirana (EUR)	100.00.000	EUR
RS15U	15.07.2003	15.07.2010	4,5%	indeksirana (TOM)	1.814.800.000	SIT
RS54	15.10.2003	15.10.2013	5,75%	stalna	30.000.000.000	SIT
TUJI TRGI						
NFA USD - 2	11.06.1996	27.12.2006	13/16%	spremenljiva (LIBOR+)	219.895.000	USD
NFA DEM - 2	11.06.1996	27.12.2006	13/16%	spremenljiva (LIBOR+)	93.814.000	DEM
EUROBOND - DEM	16.06.1997	16.06.2004	5,750%	stalna	400.000.000	DEM
EUROBOND - EUR	27.05.1998	27.05.2005	5,375%	stalna	500.000.000	EUR
EUROBOND - EUR	18.03.1999	18.03.2009	4,875%	stalna	400.000.000	EUR
EUROBOND - EUR	24.03.2000	24.03.2010	6,000%	stalna	500.000.000	EUR
EUROBOND - EUR	11.04.2001	11.04.2011	5,375%	stalna	450.000.000	EUR

Vir: Bilten javnih financ, 2003.

Priloga 3

Tabela 3: Pregled organiziranosti sekundarnega trga državnih vrednostnih papirjev v državah pristopnicah EU

DRŽAVA	SEKUNDARNI TRG
Bolgarija	- sekundarni trg organiziran kot OTC trg - z letom 2000 se trguje tudi na borzi, vendar se še vedno večino trgovanja opravi na OTC trgu
Ciper	- državni vrednostni papirji kotirajo na borzi, kjer se z njimi trguje - sekundarnega trgovanja je zelo malo
Češka	- z državnimi vrednostnimi papirji se trguje na borzi, vendar je - večina trgovanja preko t.i. block trades – nekateri pravijo, da je to v bistvu OTC trg
Estonija	- večina trgovanja, ki ga je sicer zelo malo, se izvrši izven borze
Madžarska	- več kot 90% trgovanja se izvede na OTC trgu
Latvija	- večina trgovanja z državnimi vrednostnimi papirji se izvede OTC trgu (pri državnih obveznicah celo okoli 95%)
Litva	- sekundarno trgovanje se izvaja na borzi
Malta	- z obveznicami se trguje na borzi - za zakladne menice ni organiziranega trga (tudi ni trgovanja)
Poljska	- z obveznicami se večinoma trguje na OTC trgu
Slovaška	- trgovanje poteka na borzi - imajo market makerje, ki dnevno dvostransko kotirajo cene

Vir: ECB, 2002.