

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**VPLIV NOVIH PRAVIL LJUBLJANSKE BORZE, d.d., NA SLOVENSKI
KAPITALSKI TRG**

Ljubljana, marec 2007

DRAGAN ŽIVKOVIĆ

IZJAVA

Študent Dragan Živković izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom mag. Aleša Berka, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 8. 3. 2007

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1. NOVA PRAVILA LJUBLJANSKE BORZE	2
1.1. RAZLOGI ZA UVEDBO NOVIH PRAVIL	2
1.2. PREDSTAVITEV PRAVIL LJUBLJANSKE BORZE	3
2. TRG KAPITALA	5
2.1. TRG KAPITALA KOT DEL FINANČNEGA TRGA	5
2.2. VLOGA IN POMEN TRGA KAPITALA	6
2.3. LASTNOSTI UČINKOVITEGA TRGA KAPITALA	7
2.3.1. <i>Učinkovitosti slovenskega trga kapitala</i>	8
2.4. PRAVNA UREDITEV TRGA KAPITALA	8
3. BISTVENE SPREMEMBE V NOVIH PRAVILIH LJUBLJANSKE BORZE	10
3.1. VREDNOSTNI PAPIRJI V BORZNI KOTACIJI	10
3.1.1. PRVA KOTACIJA	10
3.1.2. <i>Obveznosti obveščanja in poročanja</i>	11
3.1.3. <i>Druge spremembe</i>	11
3.2. VREDNOSTNI PAPIRJI NA PROSTEM TRGU	12
3.3. SPREMEMBE V ZVEZI Z BORZNIM TRGOVANJEM	12
3.3.1. <i>Avkcijski način trgovanja</i>	12
3.3.2. <i>Prekinitvene avkcije</i>	15
3.3.3. <i>Vzdrževalec likvidnosti</i>	16
3.3.4. <i>Trg uradnih vzdrževalcev likvidnosti (TUVL)</i>	19
3.3.4.1. <i>Predstavitev trga uradnih vzdrževalcev likvidnosti (TUVL)</i>	20
3.3.5. <i>Nekatere druge novosti v zvezi z borznim trgovanjem</i>	22
3.4. NOVI PRODUKTI IN STORITVE	23
3.4.1. <i>Vrednostni papirji investicijskih družb</i>	23
3.4.2. <i>Enote premoženja vzajemnih skladov</i>	24
3.4.3. <i>Naložbeni certifikati</i>	24
4. VPLIV SPREMENJENIH PRAVIL TRGOVANJA NA DOMAČI KAPITALSKI TRG	25
4.1. AVKCIJSKI NAČIN TRGOVANJA	25
4.2. TRG URADNIH VZDRŽEVALCEV LIKVIDNOSTI	28
4.3. NOVI PRODUKTI	31
4.3.1. <i>Nove delnice</i>	31
4.3.2. <i>ETF-i</i>	32
4.3.3. <i>Naložbeni certifikati</i>	34
4.4. PREGLEDNOST	36
SKLEP	37
LITERATURA	40
VIRI	43
PRILOGE	1

UVOD

Ljubljanska borza vrednostnih papirjev je v letu 2005 uvedla vrsto novosti na področju trgovalnih pravil. S 6. septembrom 2005 so začela veljati nova Pravila Ljubljanske borze, ki so bila dne 29. 8. 2005 objavljena v Uradnem listu RS, št. 85/05. Gre za pravni akt, ki ureja predvsem razmerja med borzo na eni strani ter njenimi člani in izdajatelji vrednostnih papirjev na drugi. Sprejem in uveljavitev novih Pravil Ljubljanske borze je ključnega pomena za doseganje nadaljnjega izboljšanja integritete organiziranega trga vrednostnih papirjev in njegove učinkovitosti ter uskladitve s spremenjenimi potrebami poslovanja borze, borznih članov in delovanja trga vrednostnih papirjev. Spremembe se nanašajo na sprejete cilje in nove strateške usmeritve delovanja borze, ki zajema večanje pomena borze na domačem trgu kapitala z razvijanjem novih produktov in storitev, za ustvarjanje dodatnih prihodkov ob istočasnem obvladovanju stroškov poslovanja.

Da bi bolje razumeli, zakaj vodstvo uprave Ljubljanske borze uvaja številne spremembe in novosti, je treba pogledati tako v zgodovino kot v prihodnost. Vse od osamosvojitve pa nekako do leta 1999 je potekala privatizacija in v tem času so se na borzo uvrstila številna podjetja. Potem pa so, predvsem zaradi regulativnih posegov, tuji vlagatelji začeli zapuščati domači trg. Banka Slovenije je namreč v letu 1997 posegla na trg vrednostnih papirjev in uvedla obvezne skrbniške račune za nerezidente pri domačih bankah, kar je vznemirilo tuje vlagatelje. S tem ukrepom je želela urediti spremljanje tujih naložb in omejiti večji priliv špekulativnih sredstev na slovenski finančni trg. Masovni umik tujcev, majhen in nezanimiv domači kapitalski trg pri visokih fiksnih stroških organiziranja trga ter pomankanje zanimivih in likvidnih produktov so bile posledica, da so nekoč obetavna perspektivna podjetja z borznega vidika začela postajati vedno manj zanimiva tudi za domače vlagatelje. Hkrati pa se je z vstopom Slovenije v EU in odločitvijo za sprejem evra z letom 2007 pričela konvergenca slovenskega trga kapitala in njegovo prilagajanje v obliki sprejemanja in uvajanja novih evropskih direktiv, s čimer se odpirajo tudi možnosti za mednarodno povezovanje Ljubljanske borze v okviru enotnega trga EU. Uvajanje novih evropskih direktiv korenito posega v delovanje našega domačega trga kapitala. Spreminja se vloga in pomen vseh udeležencev (Ljubljanska borza, Agencija za trg vrednostnih papirjev, posredniki, vlagatelji, izdajatelji) trga kapitala, ki se bodo morali v naslednjih letih prilagoditi zahtevam spreminjajočega tržnega okolja.

Nedvomno so spremenjena Pravila Ljubljanske borze priložnost za vse, ki si želijo uspešnega razvoja slovenskega kapitalskega trga v okviru EU. Za kakovosten gospodarski premik je tako potrebno najprej izboljšati domače poslovno okolje, da bi postalo bolj privlačno tako za domače kot tuje vlagatelje. Podlaga za to so vsekakor nova Pravila Ljubljanske borze, ki je po vzoru tujih borz (predvsem nemških), teoretičnih spoznanj ter na podlagi lastnih izkušenj in ugotovljenih dejstev v zvezi z neuspešnimi poskusi izboljšanja likvidnosti uvedla tri nove trgovalne režime, in sicer avkcijski način trgovanja, prekinitvene avkcije ob nihanju tečajev ter sistem vzdrževalcev likvidnosti.

Z uvedbo novih Pravil, ki so podrobneje predstavljena v prvem poglavju, se želi izboljšati preglednost in povečati izpostavljenost naročil na trgu, zmanjšati nihanje tečajev in tako povečati likvidnost vrednostnih papirjev ter izboljšati učinkovitost samega borznega trgovanja.

V drugem poglavju diplomskega dela so obravnavane lastnosti učinkovitega trga kapitala ter vloga in pravna ureditev domačega kapitalskega trga. Ljubljanska borza pozdravlja sprejetje novele ZTVP-1B, ki vključuje najpomembnejše dele za razvoj slovenskega trg kapitala. S predvideno spremembo Zakona o trgu vrednostnih papirjev bo omogočeno nadaljnje izvajanje strategije borze ter razvoja organiziranega trga.

V tretjem poglavju sledi predstavitev najpomembnejših novosti Pravil Ljubljanske borze. Dosedanji vpliv spremenjenih Pravil Ljubljanske borze na domači kapitalski trg je prikazan v zadnjem delu diplomskega dela, kjer se tudi poskuša ugotoviti, kako realno je pričakovati dosego željenih ciljev v bližnji prihodnosti.

1. Nova Pravila Ljubljanske borze

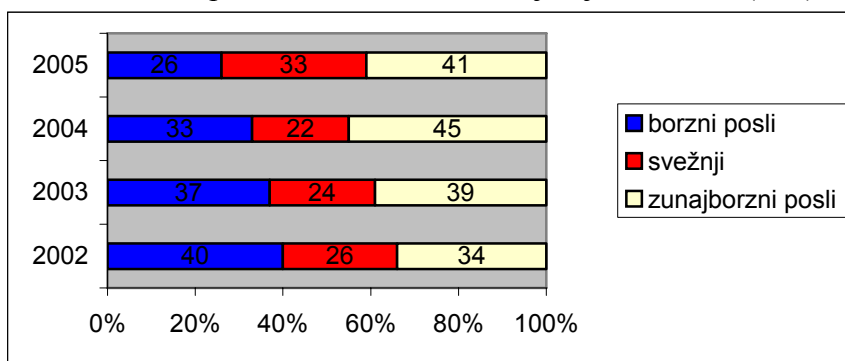
1.1. Razlogi za uvedbo novih Pravil

Z vstopom v EU in odločitvijo za sprejem evra z letom 2007 se je pričela konvergenca slovenskega trga kapitala in njegovo prilagajanje evropskemu okolju. Priča smo nastajanju novih standardov pri zagotavljanju poštenega in celovitega trga vrednostnih papirjev, s tem pa tudi večjemu pomenu in vlogi borze kot njegovega organizatorja. Uvajanje novih evropskih direktiv s področja naložbenih storitev in finančnih trgov je že in bo v prihodnje še koreniteje poseglo v delovanje slovenskega trga kapitala. Spreminjata se vloga in pomen vseh udeležencev na trgu, ki se morajo prilagajati zahtevam tržnega okolja.

Uprava Ljubljanske borze je izbrala strategijo, s katero želi v naslednjih letih doseči primerljivost s konkurenčnimi trgi v EU tako s produkti, kot tudi po organiziranosti in delovanju vseh segmentov trga. Zadala si je nalogo vzpostaviti s tujino primerljiv razvoj dobrih poslovnih praks, dopolniti ponudbo produktov in storitev, oblikovati »tretji trg« za oblikovanje cen delniškimi družbam, ki niso uvrščene na borzo, uvrstiti nova pomembna domača podjetja na organizirani trg ter pridobiti tuje portfeljske vlagatelje.

Podatki o sestavi prometa s tržnimi vrednostnimi papirji v Sloveniji kažejo, da delež poslov, sklenjenih prek organiziranega trga, v zadnjih letih vztrajno pada. Tako je leta 2005 trgovanje prek organiziranega trga pomenilo samo 26 odstotkov vrednostnega prometa z delnicami, 33 odstotkov so pomenili prijavljeni posli s svežnji, 41 odstotkov pa so bili čisti zunajborzni posli. Ob tako majhnem deležu poslov s tržnimi vrednostnimi papirji na organiziranem trgu se je treba vprašati, ali se na borzi sploh oblikujejo poštene tržne cene (Vičar, 2006, str. 23).

Slika 1: Sestava prometa z delnicami na Ljubljanski borzi (v %)



Vir: Letna statistična poročila Ljubljanske borze od 2003 do 2006, 2006.

Po drugi strani pa se je v zadnjih letih odtok kapitala iz Slovenije v obliki naložb v tuje vrednostne papirje povečal za okoli 100 milijard SIT. V obratni smeri pa ni bilo zaznati podobnih gibanj, saj je večino prilivov kapitala nazaj prišlo v obliki najetih posojil in ne naložb v vrednostne papirje (Letno poročilo 2004, 2004, str. 13).

Zaradi vsega tega je vodstvo Ljubljanske borze v letu 2005 sprejelo nova Pravila Ljubljanske borze. Le-ta naj bi izboljšala integriteto organiziranega trga vrednostnih papirjev in njegove učinkovitosti ter jih uskladila s spremenjenimi potrebami poslovanja borze, borznih članov in delovanja trga vrednostnih papirjev. Z navedenimi spremembami želi borza zagotoviti predvsem doseganje treh pglavitnih ciljev (Šercer, 2005, str. 9):

- med vrednostnimi papirji v borzni kotaciji zlasti izpostaviti bolj likvidne vrednostne papirje, katerih izdajatelji bodo dolžni v prihodnje zagotavljati obveščanje po mednarodnih računovodskih standardih in s tem zagotoviti dodatno prepoznavnost slovenskega trga kapitala v evropskem prostoru in ga približati mednarodnim portfeljskim vlagateljem;
- s pomočjo uvedbe avkcijskega načina trgovanja povečati integriteto trga pri nelikvidnih vrednostnih papirjih oziroma pri večjem dnevnemu nihanju cen in s tem izboljšati pogoje za doseganje poštene tržne cene vrednostnih papirjev;
- omogočiti udeležencem trga enostavnejše in preglednejše poslovanje v skladu s standardi, ki jih predpisuje Zakon o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP-1), podzakonski akti Agencije za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ATVP) in Pravila Ljubljanske borze.

1.2. Predstavitev Pravil Ljubljanske borze

Ljubljanska borza vrednostnih papirjev ima svojo pravno vsebino razdeljeno predvsem v statutu borze, ki ureja organizacijskopravna vprašanja delovanja borze, in v Pravilih Ljubljanske borze, ki urejajo in določajo pravna razmerja med borzo, njenimi člani, borznimi posredniki in izdajatelji vrednostnih papirjev. Borzna pravila so del sistema avtonomnega gospodarskega prava, ki je zelo omejen z javnim interesom. Sprejema in dopolnjuje jih uprava borze, potrjujeta pa jih nadzorni svet borze in ATVP.

Člani borze in borzni posredniki se Pravilam Ljubljanske borze podredijo na pogodbeni podlagi, saj se z vložitvijo zahteve za sprejem v članstvo zavežejo izvrševati in spoštovati vse njihove določbe ter vsa navodila in sklepe uprave, ki so izdani na njihovi podlagi. Prav tako se zavežejo spoštovati tudi vse morebitne spremembe in dopolnitve teh borznih pravil.

Pravila Ljubljanske borze v svojem prvem delu določajo pogoje in postopke za sprejem vrednostnih papirjev v borzno kotacijo in v prosti trg ter premestitev v Prvo kotacijo oziroma posebni segment borzne kotacije, ki je bil uveden s spremenjenimi Pravili Ljubljanske borze septembra 2005. V tem delu so urejene tudi obveznosti izdajateljev vrednostnih papirjev, ki se nanašajo predvsem na kvalitetno in enakovredno obveščanje javnosti o poslovanju ter ukrepi zoper izdajatelja v primeru kršitev njegovih obveznosti. V drugem delu borznih pravil je urejen sprejem borznih članov in borznih posrednikov v članstvo na borzi ter splošni pogoji poslovanja med borzo, člani borze in njihovimi borznimi posredniki. Na področju trgovanja z vrednostnimi papirji so na novo urejeni trije trgovalni režimi – avkcijski način trgovanja, prekinitvene avkcije ob nihanju tečajev in sistem vzdrževalcev likvidnosti. Poleg določb, ki urejajo trgovanje, sta uvrščeni tudi poglavji o nedovoljenih ravnanjih na trgu (tržne manipulacije, notranje informacije) in o nadzoru, ki ga borza izvaja nad borznimi člani in borznimi posredniki, urejajo pa tudi organizacijo in postopek pred častnim sodiščem borze in borzno arbitražo.

Borzni posli so razmeroma samostojen del pravnega sistema in veljajo predvsem na anglosaškem področju za tipičen primer avtonomnega gospodarskega prava. Težnja po uveljavitvi lastnih pravil kot avtonomnih virov gospodarskega pogodbenega prava je postala pri borznem poslovanju precej očitna. Smisel avtonomnih pravil je predvsem ta, da urejajo posamezna vprašanja ali sklop vprašanj, ki so pomembna za vsebino pogodbenega razmerja in so v praksi pogosta, pravni redi pa jih sami dovolj podrobno ne urejajo. S tem pravo oživi, saj se lahko hitro odzove na potrebe poslovne prakse, v nasprotju s strogo zakonodajno ureditvijo, ki nikakor ni v javnem interesu, saj ovira delovanje kapitalskega trga, ki bi bil zanimiv za vlagatelje (Čas, Jamnik, 2000, str. 62).

V teoriji in praksi ni jasne meje med področjem zakonodajne ureditve organiziranja trga vrednostnih papirjev in področjem, ki naj bi ga pokrivala borzna samoregulativa. Eden izmed problemov, ki je posledica tega dejstva, je podvajanje pravil. Prav tako je včasih težko preprečiti nastanek konflikta pristojnosti in uskladiti različne poglede zakonodajalca ter samoregulativne organizacije glede konkretnih okoliščin, ki morajo biti za pravilno delovanje trga urejene enotno, ter jih ločiti od manj pomembnih, pri urejanju katerih sme imeti borza več manevrskega prostora za oblikovanje rešitev, ki so za njih ter njihove člane najboljše in hkrati za zakonodajalca sprejemljive (Čas, Jamnik, 2000, str. 63).

Avtonomija borznih pravil je močno omejena oziroma podrejena javnemu interesu in posegom države, saj borzne splošne akte potrjuje ATPV kot organizacija z javnim pooblastilom. To se odraža predvsem v dejstvu, da določbe Pravil Ljubljanske borze oziroma njihovih sprememb ne veljajo, če jih ne potrdi ATPV, kar deloma že nakazuje na upravno-administrativno naravo teh

določb. Nekoliko več svobode pa ima Ljubljanska borza pri določitvi pravil trgovanja, ki veljajo za vse udeležence trgovanja in vse posle, sklenjene na organiziranem trgu, pri čemer se z njimi določi zlasti način trgovanja ter pravice in obveznosti pogodbenih strank (Šercer, 2005, str. 9; Čas, Jamnik, 2000, str. 66).

2. Trg kapitala

2.1. Trg kapitala kot del finančnega trga

Finančni trg je mehanizem, ki omogoča prenos finančnih presežkov od celic s finančnimi presežki na celice s finančnimi primanjkljaji. Finančni trg v najširšem smislu obsega ves pritok finančnih prihrankov ali sredstev, ne glede na to, ali se trguje z vrednostnimi papirji ali pa gre za bilateralne odnose med posojilodajalcem in posojilojemalcem (Ribnikar, 1999, str. 155).

Finančni trg ima dve funkciji (Mramor, 1993, str. 67-69):

- ekonomska funkcija: finančni trg omogoča prenos finančnih presežkov za zagotavljanje učinkovite porabe v produktivne namene, pri čemer naj investirajo samo ekonomski subjekti, ki imajo najboljše sposobnosti in možnosti, vsi ostali naj varčujejo.
- finančna funkcija: ima poseben učinek na prenos finančnih prihrankov, pri čemer sta najpomembnejši zagotavljanje likvidnosti in razpršitev naložb.

Finančni trg je trg neporabljene denarne akumulacije. Akumulacija se na denarnem trgu prenaša s pomočjo posebnih instrumentov in preko posebnih institucij, zato se finančni trg kot celota razčlenjuje na posamezne delne trge, ki so med seboj tesno povezani in se v delovanju prepletajo (Bobek, 1992, str. 17).

Temeljna delitev finančnega trga, glede na čas prenosa finančnih sredstev, zajema trg denarja in trg kapitala. Meja je eno leto, pri čemer sodijo na denarni trg transakcije kratkoročnih finančnih oblik z dospelostjo do enega leta, medtem ko se na trgu kapitala trguje z dolgoročnimi finančnimi oblikami z dospelostjo preko enega leta ali brez dospelja. Povezavo med denarnim in kapitalskim trgom zagotavljajo finančne institucije, predvsem poslovne banke, ki opravljajo tako imenovano funkcijo transformacije ročnosti (Mramor, 2000, str. 23). V praksi meje med posameznimi oblikami trgov denarja in kapitala niso jasno določene. Omenjene oblike trgov se pogosto medsebojno prepletajo.

Trg kapitala se naprej deli na trg dolgoročnih posojil in na trg dolgoročnih vrednostnih papirjev. Slednji se naprej deli na primarni trg, na katerem se trguje z novimi izdajami finančnih oblik, in na sekundarni trg, na katerem se že obstoječe finančne oblike preprodajajo bodisi na neorganiziranih trgih (preko okenc bank – OTC trg) ali organiziranih trgih oziroma borzah. Borzni trg je v osnovi namenjen le najboljšim in največjim podjetjem, ki izpolnjujejo kriterije za borzno kotacijo. Za ostale izdajatelje vrednostnih papirjev pa obstaja izvenborzni trg, kjer so pogoji za sprejem precej milejši. Danes govorimo tudi o terciarnem trgu kapitala, na katerem se delnice podjetij, ki sicer kotirajo na borzah, prodajajo na neorganiziranih trgih in še o kvartarnem

trgu kapaitala, kadar se ti papirji prodajajo institucionalnim varčevalcem (Mramor, 2000, str. 24).

2.2. Vloga in pomen trga kapitala

Osnovni namen trga kapitala je spodbuditi in povečati obseg varčevanja ter usmerjati pridobljena finančna sredstva v bolj donosne naložbe. Trg kapitala ima zelo pomembno vlogo, saj posameznikom, podjetjem in državi omogoča, da sodelujejo v raznih oblikah izposojanja in posojanja finančnih sredstev. Omogoča torej učinkovit prenos prihrankov varčevalcev k tistim vlagateljem, ki jih bodo z družbenega vidika najbolj produktivno uporabili.

Trg kapitala zagotavlja tvegani kapital in dolgoročno dolžniško ali kreditno financiranje na temelju izdaje lastniških in dolžniških vrednostnih papirjev. Poleg tega prispeva k povečanju konkurence v finančnem sistemu in pomaga usmeriti sredstva v naložbe z najvišjim donosom ob danem tveganju. To spodbuja gospodarsko rast, znižuje stroške finančnega posredništva, pomaga krepiti finančno strukturo podjetij in izboljšuje splošno solventnost finančnega sistema.

V zadnjem času postajajo trgi kapitala vedno bolj pomembna prvina razvitega tržnega gospodarstva, saj slednji pripomorejo k družbeno koristni razporeditvi kapitala. V marsikaterem tržnem gospodarstvu so postali nepogrešljiv vir finančnih sredstev za hitro rastoča inovativna podjetja. Preko trga kapitala lahko podjetja hitreje in ceneje zberejo večji del sredstev za dolgoročno financiranje svojih naložb. Tako podjetja niso več odvisna od svojih notranjih virov in lažje posegajo po najnovejši tehnologiji ter se tako hitreje razvijajo.

Zelo pomembna je tudi vloga vlade oziroma države, ki s svojo monetarno in fiskalno politiko oblikuje pogoje, v katerih trg kapitala deluje in se razvija. Dobro razvit trg kapitala krepi in razširja učinkovitost monetarne politike. Z razvojem trga kapitala in denarja, se domači finančni sistem lažje poveže z mednarodnim sistemom in tako omogoči kapitalske tokove preko državnih meja. Koke in Schroder (2002, str. 129-130) menita, da večini držav lasten trg kapitala pomeni prestiž in čast, zato bodo le-te spodbujale njegov samostojen razvoj. Države na domačem trgu lažje obdavčujejo kapitalske dobičke, poleg tega pa je v tranzicijskih državah še veliko premoženja v državnih rokah, ki se lahko s pomočjo trga kapitala sčasoma odprodajo po poštenih ceni.

Domača država in njene institucije so ob koncu devetdesetih let najbolj spremenile način financiranja in z izdajo različnih vrednostnih papirjev prevladujejo predvsem na domačem primarnem trgu, obveznice pa izdajajo tudi na mednarodnem trgu. V začetku devetdesetih let je začela trg obveznic najprej uporabljati država, pa tudi občine in mesta, za sanacijo gospodarstva in bank, medtem ko se je trg delnic uporabljal predvsem za funkcijo prerazdeljevanja premoženja (Mramor, 2000, str. 389).

Ko so morale vlade v posameznih državah¹ začeti postavljati celotno ekonomijo na noge in tako ustvarjati sodobne in učinkovite gospodarske sisteme, so s tem spodbudile tudi nastanek borz in tako dokazale, da si želijo razvijati tržno usmerjeno gospodarstvo. Z uvajanjem modela programov množične privatizacije v skoraj vseh evropskih državah na prehodu ali državah v razvoju pa se je položaj bistveno spremenil. Proces množične privatizacije v določeni državi je neizogibno povzročil tudi potrebo po organiziranem trgu vrednostnih papirjev zato, da se je lahko proces lastništva med novonastalimi delničarji opravljal karseda transparentno, regulirano in pošteno. Drugi razlogi za potrebo po organiziranih trgih vrednostnih papirjev v teh državah so: nastanek in upravljanje javnega dolga, potrebe podjetij po svežem kapitalu, razvoj denarnega trga, privabljanje tujih (portfeljskih in neposrednih) naložb, potreba po nadaljnjem poglobljanju in širjenju finančnih trgov ter globalizacija in listinjenje kot svetovna procesa (Veselinovič, 2001, str. 78).

2.3. Lastnosti učinkovitega trga kapitala

Učinkovit trg kapitala je določen kot trg, na katerem cene vrednostnih papirjev v vsakem trenutku hitro in popolnoma odražajo vse razpoložljive informacije. Koncept učinkovitega trga pravi, da bodo vlagatelji vse relevantne informacije vključili v ceno, ki jo bodo oblikovali s svojimi prodajnimi in nakupnimi odločitvami. Po tem konceptu cene vrednostnih papirjev tako odražajo vse znane informacije, ne le pretekle informacije, ampak tudi tekoče informacije in dogodke, ki so bili že napovedani pa se še niso zgodili. To pomeni, da je nova informacija vključena v ceno tako hitro, da po njeni objavi skoraj nihče ne more doseči izjemnih dobičkov, razen če je v tistem trenutku prisoten pri menjavi. S poznavanjem učinkovitosti trga kapitala lahko vlagatelj presodi ali naj se poda v aktivno ali pasivno naložbeno strategijo.

Običajno se o konceptu učinkovitega trga kapitala govori v obliki hipoteze učinkovitega trga, ki je le formalna opredelitev tržne učinkovitosti. Hipoteza učinkovitega trga se ukvarja z ugotavljanjem kako hitro in popolno odražajo cene vrednostnih papirjev posamezne dosegljive informacije. Fama (1965) je na podlagi tipov informacij razdelil hipotezo učinkovitosti trga kapitala na tri oblike:

Šibka oblika, ki zadeva le informacije o preteklih cenah. To je najstarejša hipoteza o učinkovitosti trga kapitala. Pravi, da so v trenutnih cenah vrednostnih papirjev vključene vse znane informacije, ki se nanašajo na pretekla dogajanja, ki so vplivala na njihove cene. Po tej obliki pretekli podatki niso uporabljeni za prihodnja napovedovanja cen. Ta oblika je označena tudi kot hipoteza naključnih hodov, ki pravi, da se cene vrednostnih papirjev gibljejo naključno in zato tehnična analiza ni mogoča. Testi za preverjanje šibke oblike učinkovitosti so: test avtokorelacije, test trgovanja na osnovi pravil, testiranje potekov, multifaktorski model, CAPM, tržni model, koeficient varianc, modeli agregatne potrošnje, test na podlagi Markowitzovega modela itd.

¹ V mislih so tranzicijska gospodarstva oziroma hitro nastajajoče ekonomije nekdanjih socialističnih ali celo komunističnih držav v letu 2000, kot so Češka, Madžarska, Rusija, Poljska itd.

Srednje močna oblika, ki zadeva tudi javno objavljene informacije. Ta oblika gre korak dalje od šibke oblike in vključuje vse javno objavljene informacije. Po tej obliki se cene vrednostnih papirjev odzivajo na vse ustrezne javno objavljene tržne informacije, kot so objava izplačila dividend, objava polletnih in letnih poslovnih izidov in druge javne objave v časopisu. Za preverjanje srednje močne oblike učinkovitosti se največ uporablja analiza dogodka.

Močna oblika, ki zadeva tudi notranje informacije, torej vse razpoložljive informacije. Predpostavlja, da so v cenah vrednostnih papirjev vključene vse informacije, tako javno objavljene kot tudi notranje informacije. V skladu z močno obliko učinkovitosti noben posameznik zaradi monopolnega dostopa do informacij ne more doseči višjega pričakovanega donosa z nižjim tveganjem kot ostali. Za preverjanje močne oblike učinkovitosti se uporabljajo: test trgovanja vlagateljev z dostopom do notranjih informacij in test trgovanja vzajemnih skladov.

2.3.1. Učinkovitosti slovenskega trga kapitala

V Sloveniji je bilo do sedaj narejenih nekaj raziskav na temo učinkovitosti trga kapitala. Prvo raziskavo je opravila Silva Deželan (1996), ki je v svojem magistrskem delu preučevala šibko učinkovitost trga kapitala. Vsi testi so pokazali, da za slovenski trg kapitala ne moremo trditi, da je šibko učinkovit.

V Prilogi 1 so predstavljene značilnosti slovenskega trga kapitala s teoretičnimi pogoji učinkovitega trga kapitala. Spoznanja o slovenskem trgu kapitala navaja Prelogar (2002) na podlagi lastnih izkušenj večletnega preučevanja razmer na Ljubljanski borzi. Iz priloge je razvidno, da slovenski trg kapitala v glavnem ne izpolnjuje pogojev, ki bi jih moral imeti, da bi bil učinkovit. Zato tudi teoretično ni mogoče, da bi bil učinkovit. Vzrok manjše učinkovitosti slovenskega trga kapitala je v njegovi majhnosti, mladosti in manjši likvidnosti. Slovenski trg kapitala je nastal v začetku devetdesetih let prejšnjega stoletja, ko so bili uresničeni nekateri osnovni pogoji za njegov nastanek. Še celo najrazvitejši trgi kapitala, ki so neprimerno starejši kot je slovenski, niso povsem učinkoviti. Najbolj učinkovita trga kapitala sta v ZDA in v Veliki Britaniji, zanj velja srednja učinkovitost. Starost trga kapitala je namreč zelo pomemben dejavnik za njegovo učinkovitost, saj potrebujejo tako udeleženci na trgu kapitala kot tudi pravni sistem dovolj časa, da se ustrezno prilagodijo oziroma razvijejo in tako kot celota delujejo bolj ali manj učinkovito.

2.4. Pravna ureditev trga kapitala

Učinkovitega delovanja trga kapitala ne morejo zagotoviti samo tržne sile, na primer s samoregulativo udeležencev na trgu kapitala, temveč sta potrebna tudi ustrezna pravna ureditev in nadzor udeležencev. Navadno so cilji pravne ureditve in nadzora trga kapitala zaščititi vlagatelje, zagotoviti pošten, učinkovit in transparenten trg ter zmanjšati sistematično tveganje (Mramor, 2000, str. 386).

Pravne ureditve so izredno podrobna pravila obnašanja, ki so se razvila na podlagi preteklih slabih izkušenj in njihovih predvidevanj, ki bi zamajale zaupanje v trg kapitala oziroma imele negativne posledice za trg kapitala, celotni finančni sistem in s tem tudi na realni del ekonomije. Neustrezne pravne norme lahko tudi deformirajo trg kapitala tako, da le-ta ne opravlja več svojih ekonomskih funkcij. Zato imajo nadzorne institucije zelo pomembno vlogo pri uveljavljanju in predlaganju pravnih norm (Mramor, 2000, str. 387).

Do leta 1994 je bil na slovenskem trgu kapitala v veljavi Zakon o vrednostnih papirjih. Funkcijo nadzora na kapitalskem trgu je opravljalo Ministrstvo za finance. Leta 1994 je stopil v veljavo Zakon o trgu vrednostnih papirjih (Uradni list RS, št. 6/94; v nadaljevanju ZTVP), ki je na novo definiral borzo, tržne udeležence, javno ponudbo vrednostnih papirjev, ATPV in druge pomembne stvari povezane z trgovanjem na borzi. Kljub novemu zakonu, je bila pravna regulativa na nekaterih področjih še vedno pomankljiva, kar se je še posebej odražalo za dolgo pričakovane akte o dematerializaciji in ureditvi tujih vlaganj, kar je posledično odvrnilo prihod tujih podjetij na borzo. Leta 1999 ga je nasledil novi Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 56/99; v nadaljevanju ZTVP-1), ki je v Sloveniji najpomembnejši zakon s področja trga vrednostnih papirjev. Z njim je bila zagotovljena neprekinjenost delovanja in obstoja ATPV. Gre za krovni zakon s tega področja, ki se je v mnogočem naslonil na rešitve anglosaškega sistema. Zakon ureja poslovanje tako na primarnem (javna prodaja novoizdanih vrednostnih papirjev) kakor tudi na sekundarnem trgu (način poslovanja na njem in kontrola nad njim).

Razmerja, kot jih ureja ZTVP-1 temeljijo na načelih transparentnosti, poštenosti in varnosti. Slednje načelo je najpomembnejše, saj pravna ureditev trga vrednostnih papirjev skuša ščititi predvsem interese neinstitucionalnih (malih) vlagateljev, za katere se domneva, da imajo v primerjavi z velikimi vlagatelji na voljo manj in slabše informacije in so zato najbolj izpostavljeni morebitnim nepravilnostim pri poslovanju z vrednostnimi papirji, nato sledi šele varovanje institucionalnih vlagateljev kot so banke, zavarovalnice in skladi. Poleg tega želi omogočiti transparentno in čim bolj tekoče poslovanje z vrednostnimi papirji, kajti le tako bo trgovanje za vlagatelje privlačno.

Uveljavljanje pravnega reda v praksi je veliko bolj pomembno kot formalno sprejemanje zakonov. Kljub temu, da se naredi veliko na področju varovanja pravic delničarjev in upnikov, same reforme očitno niso dovolj za uveljavitev učinkovitega trga. To je razlog, da je borza v sodelovanju z Združenjem Manager in Združenjem članov nadzornih svetov oblikovala besedilo prvega slovenskega Kodeksa upravljanja javnih delniških družb.

Vlada Republike Slovenije je 29. novembra 2005 sprejela predlog Zakona o spremembah in dopolnitvah Zakona o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP-1B). Ljubljanska borza podpira predvidene spremembe, saj ji bodo le-te omogočile nadaljnje odpiranje lastništva borze, zagotavljanje transparentnosti trgovanja z tržnimi vrednostnimi papirji, možnost izbire klirinške hiše ter možnost podpore trgovanja z netržnimi vrednostnimi papirji. S tem se je začel postopek noveliranja veljavne pravne ureditve trga vrednostnih papirjev ter usklajevanja z ureditvijo v EU. Zaradi potrebnega sprejema direktive o trgih finančnih instrumentov in direktive o

transparentnosti se v bližnji prihodnosti načrtujejo korenitejši posegi v sedanjo ureditev ZTVP-1, za kar se predvideva povsem novi zakon, imenovan se bo Zakon o trgu finančnih instrumentov (ZTFI).

3. Bistvene spremembe v novih Pravilih Ljubljanske borze

Septembra 2005 so začela veljati dopolnjena Pravila Ljubljanske borze, ki so prinesla pomembne spremembe v zvezi z vrednostnimi papirji in izdajatelji tako na borznem kot prostem trgu.

3.1. Vrednostni papirji v borzni kotaciji

3.1.1. Prva kotacija

Na področju sprejema vrednostnih papirjev in spremljanja obveščanja njihovih izdajateljev je najpomembnejša sprememba Pravil uvedba posebnega segmenta v okviru borzne kotacije, imenovanega Prva kotacija, v katerem se od 30. septembra 2005 trguje z najvidnejšimi izdajatelji na Ljubljanski borzi. Namen Prve kotacije kot elitnega podsegmenta borzne kotacije je povečati prepoznavnost izdajateljev na mednarodnem kapitalskem trgu, ki izstopajo po svoji likvidnosti, velikosti in transparentnosti poslovanja ter povečati prisotnost tujih portfeljskih vlagateljev na slovenskem kapitalskem trgu. Hkrati pa je cilj borze tudi pridobiti v Prvo kotacijo vse primerne izdajatelje, ki se bodo zavedali pomena Prve kotacije in potrebe po večji mednarodni aktivnosti in promociji slovenskega trga. Delnice, ki so uvrščene v Prvo kotacijo, pomenijo prihodnost borze, zato jim je namenjena največja pozornost. Kotiranje v Prvi kotaciji je eden od prepoznavnih znakov uspešnega mednarodno usmerjenega podjetja. Ljubljanska borza je za Prvo kotacijo oblikovala posebno blagovno znamko, z namenom intenzivnega promoviranja izdajateljev doma, še posebej pa v največjih finančnih središčih v tujini. Novembra lani se je tako izvedel prvi »Dan slovenskega kapitalskega trga« v Londonu, na katerem se je mednarodnim institucionalnim vlagateljem predstavilo šest izdajateljev in pet članov borze.

V Prvo kotacijo je bilo leta 2005 premeščenih sedem delnic, in sicer Droga Kolinska, Gorenje, Intereuropa, Krka, Mercator, Merkur in Petrol. Prva kotacija je namenjena le najboljšim podjetjem, ki izpolnjujejo dodatna merila, in sicer kvantitativna, likvidnostna ter merila obveščanja (glej Priloga 2). Če želi izdajatelj svoje delnice premestiti v Prvo kotacijo, mora borzi posredovati zahtevo za premestitev delnic ter izpolnjevati vsa dodatna merila. Uprava borze je tista, ki odloča o premestitvi v posebni segment borzne kotacije. Do prve premestitve delnic je prišlo 3. oktobra 2005. Uprava borze tudi vsakih šest mesecev, praviloma na dan 1.3. in 1.9., preverjala izpolnjevanje kvantitativnih in likvidnostnih meril. V primeru neizpolnjevanja katerega od teh dveh meril se morajo delnice s prvim trgovalnim dnem naslednjega meseca premestiti iz Prve kotacije. Premestitev je možna tudi v primeru neizpolnjevanja kriterijev obveščanja, ali pa na zahtevo samega izdajatelja.

3.1.2. Obveznosti obveščanja in poročanja

Na področju obveznosti obveščanja in poročanja ostaja načeloma nespremenjeno, razen nekaterih dodatnih razkritij (Pravila borze, 2005):

- izdajatelji bodo morali v objavi povzetka revidiranega letnega poročila in delno tudi v povzetku polletnega poročila javno objaviti nekatere nove obvezne sestavine (datum prejema revizijskega poročila; navedba, ali je letno poročilo že potrdil nadzorni svet družbe; navedbo, ali se računovodski podatki ujemajo z že objavljenimi nerevidiranimi letnimi računovodskimi podatki in pojasnilo o morebitnih razlikah; navedba imena in priimka oziroma firme in sedeža odstotnega deleža vseh glasovalnih pravic, ki jih ima deset največjih delničarjev; navedba drugih pomembnejših sprememb podatkov, ki so vsebovani v prospektu, in podatkov, ki jih zahtevajo drugi predpisi) (34., 35. člen);
- bolj podrobno sta predpisani vsebini javne objave podatkov v zvezi s spremembo deležev vrednostnih papirjev v kapitalu izdajatelja, ki jih ima v lasti posamezni član uprave ali nadzornega sveta izdajatelja, in v zvezi s pridobitvijo ali odsvojitvijo lastnih delnic izdajatelja (39. člen);
- nova obvezna elementa v vsakem obvestilu o cenovno občutljivi informaciji bosta v prihodnje tudi podatka o naslovu javne objave in časovnega obdobja, v katerem bodo informacije, ki jih obvestilo vsebuje in imajo značilnosti notranje informacije, objavljene tudi na spletni strani izdajatelja (42. člen);
- kot izjema se za vse izdajatelje, ki bodo na novo uvrščeni v borzno kotacijo, uvaja posebno dvoletno prehodno obdobje, v katerem bodo oproščeni dolžnosti obvezne objave četrtnih podatkov o poslovanju, če zakon ali podzakonski akti agencije ne bi določali drugače (302.b člen);
- končno bo odslej za izdajatelje delnic obvezna tudi javna objava »Izjave o skladnosti z določbami Kodeksa upravljanja javnih delniških družb«, in sicer najpozneje ob objavi povzetka letnega poročila, ki naj bi nadalje izboljšal transparentnost upravljanja in poslovanja izdajateljev (36.a člen).

3.1.3. Druge spremembe

Pravila Ljubljanske borze uvajajo na področju zaustavitve in sprostitev trgovanja z vrednostnimi papirji iz borzne kotacije avtomatične zaustavitve trgovanja s temi delnicami v primeru, da bi skupščina, tiskovna konferenca ali druga oblika neenakomernega obveščanja potekala v času trgovanja, ter podrobneje opredeljujejo možnost začasne zaustavitve trgovanja v primeru, če bi izdajatelj to utemeljeno zahteval v pisni obliki. Da bi bile zaustavitve čim krajše, se je uvedla možnost sprostitev trgovanja še pred koncem trgovalnega dne, če izdajatelj na predpisan način zagotovi ustrezno obveščenost javnosti.

Po novem je predvidena tudi možnost izključitve delnic iz borzne kotacije zaradi premestitve na prosti trg. V zvezi s tem sta predpisana tudi dva posebna pogoja. Premestitev se lahko izvede na

podlagi skupščinskega sklepa, vendar ne prej kot po preteku dvanajstih mesecev od dneva skupščine, na kateri je bil tak sklep izglasovan.

3.2. Vrednostni papirji na prostem trgu

V spremenjenih Pravilih Ljubljanske borze je jasno navedeno, da za izdajatelje vrednostnih papirjev na prostem trgu ne veljajo določila slednjih borznih pravil glede obveščanja in poročanja, temveč le določbe zakona in podzakonskih aktov ATPV. Razlog za tako ureditev je v tem, da so vrednostni papirji na prostem trgu praviloma uvrščeni po uradni dolžnosti in ne na zahtevo izdajateljev, zato so pristojnosti borze na prostem trgu omejene na izvajanje javnega pooblastila, ki ji ga podeljuje ZTVP-1. Nadzor nad obveščanjem bo tako vršila ATPV, Ljubljanska borza pa bo spremljala javne objave le zaradi odkrivanja kršitev glede prepovedi trgovanja na podlagi notranjih informacij, prepovedi manipulacij in drugih kršitev pravil trgovanja ter za potrebe izvajanja postopkov v zvezi s korporacijskimi akcijami.

3.3. Spremembe v zvezi z borznim trgovanjem

Na področju trgovanja z vrednostnimi papirji na organiziranem trgu je med najpomembnejšimi novostmi, poleg že veljavnega in poznanega kontinuiranega načina trgovanja, uvedba treh novih trgovalnih režimov, in sicer avkcijski način trgovanja, prekinitvene avkcije ob nihanju tečajev in sistem vzdrževalcev likvidnosti. Z navedenimi novostmi se želi izboljšati preglednost na trgu, zmanjšati nihanje tečajev, povečati izpostavljenost naročil na trgu in tako izboljšati učinkovitost borznega trgovanja.

3.3.1. Avkcijski način trgovanja

Eno glavnih vodil Ljubljanske borze pri uvajanju sprememb je zagotavljanje kakovostnega trga, ki omogoča vlagateljem vstop oziroma izstop iz naložb v vrednostne papirje po poštenih tržnih cenah. Z uvedbo avkcijskega trgovanja za manj likvidne delnice je borza naredila prvi korak k izboljšanju tega mehanizma. Borza je na podlagi opravljene revizije likvidnosti v septembru 2005, vse nelikvidne vrednostne papirje, teh je bilo 95 od skupno 136, uvrstila v avkcijski način trgovanja ter jih v skladu z urnikom avkcijskega trgovanja razvrstila v šest skupin, preostale pa je uvrstila v neprekinjen način trgovanja. S tem je Ljubljanska borza jasno pokazala domačim vlagateljem, kje je kakovost trga višja.

Avkcijski način trgovanja je namenjen izključno manj likvidnim vrednostnim papirjem. Ta način trgovanja vpliva predvsem na večjo koncentracijo ponudbe in povpraševanja, na povečano izpostavljenost vseh naročil na trgu ter na zmanjšanje nihanja tečajev, izboljšuje mehanizem določanja najboljših možnih cen in izboljšuje možnost vzpostavitve ustreznih notranjih kontrol z namenom boljšega prepoznavanja potencialnih tržnih manipulacij. Avkcijsko trgovanje naj bi tako prinašalo predvsem pozitivne učinke na zmanjševanje dnevne volatilnosti tečajev, na samo prometnost pa naj ne bi imelo bistvenega vpliva.

V avkcijah se naročila nekaj časa le zbirajo in ker hkrati pri tem ni več mogoč vnos vnaprej dogovorjenih, aplikacijskih poslov, pomeni to večjo izpostavljenost in koncentracijo naročil na trgu. Tečaj za vse sklenjene posle v enem dnevu je en sam in se oblikuje na podlagi vseh zbranih naročil.

Kriteriji za vključevanje vrednostnih papirjev v avkcijski način trgovanja so predpisani glede na naravo in značilnosti trgovanja s posameznim vrednostnim papirjem. Pri tem se zlasti upoštevajo naslednji kriteriji:

- povprečno dnevno število sklenjenih poslov z vrednostnim papirjem posameznega razreda (brez upoštevanja svežnjev) mora biti manj kot 1;
- povprečni dnevni vrednostni obseg sklenjenih poslov z vrednostnim papirjem posameznega razreda (brez upoštevanja svežnjev) mora biti manj kot 500.000 SIT;
- globina trga, merjena po metodi CGT² - celotna globina trga (velikost naročila je enaka 1 milijon SIT), mora znašati več kot 1000.

V avkcijskem načinu trgovanja imamo znotraj trgovalnega dne različna stanja trga, ki si sledijo v naslednjem vrstnem redu (glej Tabela 2 v Prilogi 3):

Delno odprti trg oziroma faza vnosa naročil ($t0 - t1$), ki poteka vsak trgovalni dan med 8.00 in 11.00 uro oziroma do trenutka odpiranja trga. V tem časovnem obdobju se v borzno trgovalnem sistemu (BTS) vnašajo naročila za nakup ali prodajo vrednostnega papirja. Za vnos so dovoljena tržna naročila, navadna omejena naročila, naročila s skrito količino in naročila z dodatnimi pogoji časa izvršitve (dnevno naročilo, odprto naročilo in naročilo do vključno določenega datuma). V sistemu BTS se izpisuje najboljšo povpraševanje in ponudba z globino trga. V tem časovnem intervalu je možno vsa vnesena naročila spreminjati ali pa jih odstraniti iz sistema. Vsa vnesena naročila in nova spremenjena tržna naročila (sprememba količine, pogojev, tečaja) dobijo v BTS časovno oznako, ki je enaka času vnosa. Pri vnosu imajo tržna naročila prednost pred omejenimi naročili. Vrstni red pri omejenih naročilih se določi tako, da imajo pri izvrševanju nakupnih naročil prednost naročila z višjim tečajem oziroma pri izvrševanju prodajnih naročil naročila z nižjim tečajem. Če je v okviru istega tečaja več naročil, imajo prednost naročila z manjšo časovno oznako. Sklepanje poslov mimo tega vrstnega reda naročil ni dovoljeno (Pravila borze, 2005, 126. člen).

Interval odpiranja trga oziroma faza oblikovanja ravnotežnega tečaja in sklepanja poslov ($t1 \leq x \leq p1$), ki predstavlja proces prehoda med delno odprtim trgom in trgom pred zaprtjem. Interval odpiranja trga se izvede v naključno izbranem trenutku med 11.00 in 12.00 uro po skupinah vrednostnih papirjev v skladu s predpisanim urnikom in lahko traja največ dve minuti (glej Tabela 4 v Prilogi 3).

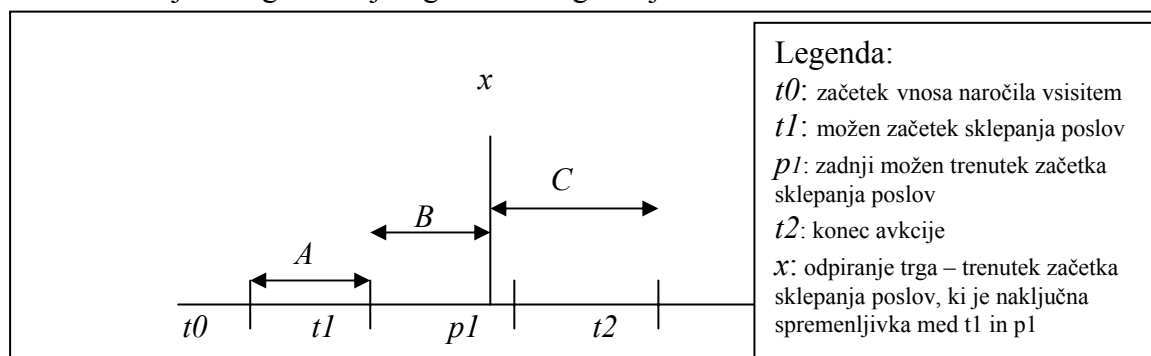
² Metoda CGT meri za koliko se spremeni cena vrednostnega papirja ob vnosu tržnega naročila v vrednosti 1 milijon SIT. Vrednost CGT se meri in prikazuje v bazičnih točkah (100 b.t. = 1%). CGT predstavlja seštevek spremembe na ponudbeni in povpraševalni strani. Tako številka predstavlja skupen skriti strošek vlagatelja pri nakupu in prodaji delnic v višini milijon SIT, zaradi spremembe tržne cene. Vrednost kriterija 1000 pomeni, da se tečaj vrednostnega papirja pri vnosu tržnega naročila v višini milijon SIT skupno (na ponudbeni in povpraševalni strani) spremeni za 10 odstotkov. Globina trga se izmeri dvakrat dnevno, ob 11.00 in 12.55.

V prvih petih skupinah so po abecednem vrstnem redu kod izdajateljev (oznaka vrednostnega papirja) razvrščeni vrednostni papirji, ki so sprejeti na prostem trgu, v šesti skupini pa se nahajajo vrednostni papirji, ki so uvrščeni v borzno kotacijo (glej Tabela 5 v Prilogi 3). To razdelitev vrednostnih papirjev po posameznih skupinah izvrši uprava Ljubljanske borze na osnovi revizijah kriterijev likvidnosti, ki se opravljajo dvakrat letno. Sistem BTS v naključno izbranem dvo minutnem intervalu izvede odpiranje trga, tako da avtomatično zapre vnos naročil, izračuna ravnotežni tečaj in če je možno sklene posle. Odpiranje trga se izvede v odvisnosti od ponudbe in povpraševanja na trgu. Posli se sklenejo po ravnotežnem tečaju glede na predpisani vrstni red naročil (vrsta naročila, tečaj naročila in čas vnosa), samo kadar je najboljše povpraševanje enako ali višje od najboljše ponudbe ali če so na trgu aktivna samo tržna naročila. Ne sklenejo pa se v primeru, če je najboljša ponudba višja od najboljšega povpraševanja. Do začetka procesa odpiranja trga je še vedno možen vnos novih naročil ter njihova sprememba ali odstranitev.

Pri oblikovanju ravnotežnega tečaja se upošteva več kriterijev. Prvi je kriterij količinsko največjega obsega prometa z najmanjšim količinskim preostankom udeleženih naročil. V kolikor ravnotežnega tečaja ni mogoče določiti po tem kriteriju, se tečaj nadalje oblikuje pri najvišjem tečaju, če je preostanek udeleženih naročil na strani povpraševanja oziroma pri najnižjem tečaju, če je preostanek vseh udeleženih naročil na strani ponudbe. V kolikor ravnotežnega tečaja tudi na podlagi tega kriterija ni mogoče določiti, se v izračun vključi aritmetična sredina med najnižjim in najvišjim možnim tečajem. V primeru, da so na trgu aktivna le tržna naročila, se posli ob odprtju trga sklepajo po zadnjem referenčnem tečaju, ki je v primeru ene avkcije na dan zadnji uradni enotni tečaj (Pravila borze, 2005, 139. člen).

Trg pred zaprtjem je vsak trgovalni dan med 11.00 in 13.00 uro. Gre za fazo uravnavanja knjige naročil ($x - t_2$), kjer je možno le omejeno upravljanje z naročili in sklepanje poslov na način, ko je možen le vnos naročil z razponom in odstranitvijo neizvršene količine po ravnotežnem tečaju (Priročnik za trgovanje, 2005, str. 32). Po zaključku odpiranja trga lahko pri posameznem vrednostnem papirju še vedno obstaja presežno povpraševanje ali ponudba. Ta preostanek povpraševanja oziroma ponudbe pri ravnotežnem tečaju se ponudi udeležencem na trgu, ki ga lahko sprejmejo delno ali v celoti, vendar le po ravnotežnem tečaju. Preostala naročila je mogoče odstraniti, ni jih pa dovoljeno spreminjati. To pomeni, da je možno vnesti naročilo, ki se nato zapre ter se odstrani iz sistema. Na primer, če je v sistemu ostalo 100 lotov na strani ponudbe ter imamo na drugi strani nekoga, ki želi kupiti 200 lotov, se bo 100 lotov takoj zaprlo, preostalih 100 lotov pa se bo izbrisalo iz sistema. Sistem mora biti na koncu prazen, tako da se naslednji dan začne z novimi naročili. Če v tem istem primeru ne bi prišlo do povpraševanja, bi se enostavno tistih preostalih 100 lotov izbrisalo iz sistema.

Slika 2: Stanja na trgu avkcijskega načina trgovanja



Vir: Priročnik za trgovanje, 2005, str. 3.

3.3.2. Prekinitvene avkcije

Bistvena novost so predvsem prekinitvene avkcije, ki so pomembne pri spremljanju dnevnega gibanja tečaja vrednostnega papirja in jih pozna tudi večina tujih borz. Problem z razkrivanjem notranjih informacij je tujina rešila ravno z uvedbo prekinitvenih avkcij. Prekinitvene avkcije imajo v Sloveniji predvsem funkcijo dodatnega izpostavljanja naročil na trgu v primerih, ko bi se posli sklepali po tečajih, ki bi odstopali za več kot 3 odstotke glede na zadnji referenčni tečaj. Medtem ko je na primer na Poljskem in v Izraelu najvišje dovoljeno dnevno nihanje cen za posamezno delnico v višini 10 odstotkov. Razlika med domačo in tujo prekinitveno avkcijo je v tem, da imajo v tujini statičen interval, ki ga prilagajajo glede na odzivnost trga. V tujini se najprej prouči tržno stanje, sledi posvetovanje z udeleženci trga ter na osnovi dobljenih ocen povečajo ali zmanjšajo trgovalni interval. Prekinitvena avkcija v tujini traja največ dve minuti, medtem ko domača od 10 do 12 minut oziroma v ekstremnih primerih 15 minut. Za razliko od tujine se je Ljubljanska borza odločila za fiksni trgovalni interval s tremi odstotki ter podaljšanim časom prekinitve za 10 minut.

Prekinitvene avkcije so preventivno opozorilo, da se trg za konkretni vrednostni papir precej premika, saj pride do neenakomerne porazdelitve informacij med trgovalnim prostorom in udeleženci trga. Prekinitvene avkcije omogočijo vsem udeležencem, da čas zaustavitve trgovanja izkoristijo za pridobitev svežih informacij, popravo napačnih vnesenih naročil ali pa za umik naročila. S tem se zmanjša informacijska asimetrija ter se oblikuje bolj poštena cena. Tako se s prekinitvami ob nihanju tečajev doseže naslednje (Priročnik za trgovanje, 2005, str. 38):

- zmanjšanje dnevnega nihanja tečajev pri manj likvidnih vrednostnih papirjih;
- povečanje izpostavljenosti naročil, ki odstopajo od referenčnega tečaja;
- doseganje boljših pogojev izvršitve naročil;
- zmanjšanje možnosti zmot pri vnosu naročil;
- možnost boljše identifikacije nekaterih oblik tržne manipulacije.

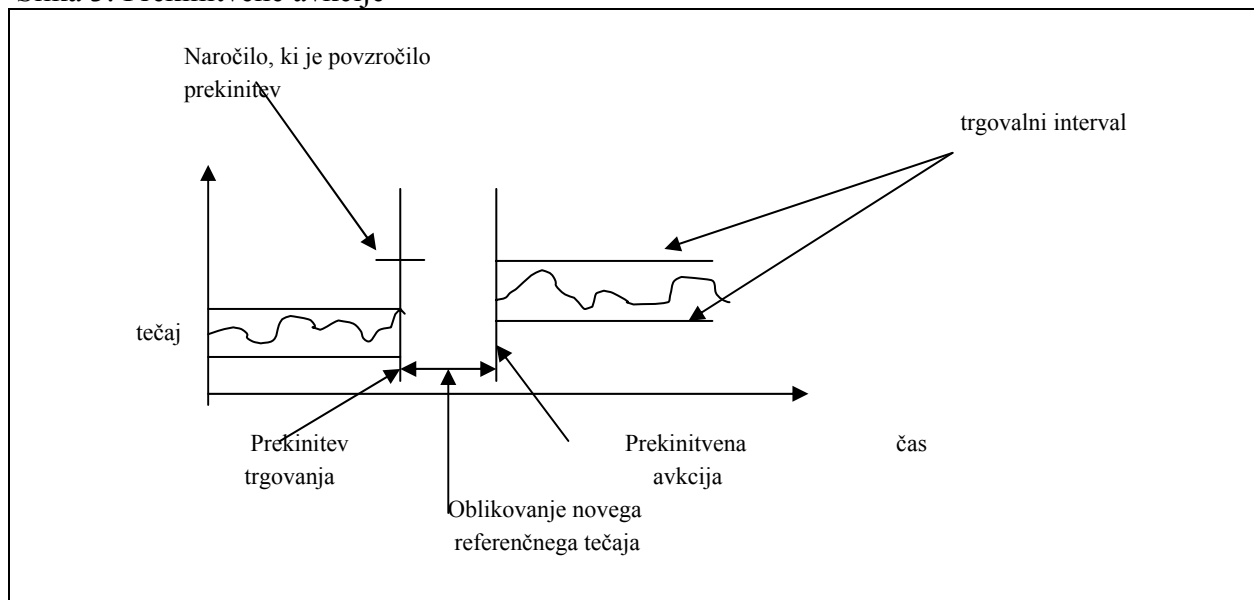
Prekinitveno avkcijo v neprekinjenem načinu trgovanja lahko sproži katerikoli tip naročila, razen naročila z razponom in odstranitvijo neizvršene količine (FOK), saj jih sistem avtomatično zavrne, ker je njihov vnos možen le po tečaju znotraj trgovalnega intervala. Tako velja, da v primeru vnosa tržnega ali omejenega naročila, naročila z razponom ali naročila s posebnim

pogojem, katerih tečaj je izven treh odstotkov glede na referenčni tečaj, sistem sproži prekinitveno avkcijo, pri čemer se morebitni posli znotraj trgovalnega intervala pred tem ne sklenejo.

Sledi odstranitev omejenega trgovalnega intervala. Glede na način trgovanja, se stanje trga za 10 do 15 minut prestavi v prejšnje stanje. Pri neprekinjenem načinu trgovanja si stanja trga sledijo v naslednjem zaporedju, in sicer zaprt trg, delno odprt trg, odprt trg ter zaprt trg. V primeru, da pride do prekinitve trgovanja pri odprtem trgu, se trg prestavi v delno odprt trg ter se po ponovni vzpostavitvi referenčnega tečaja in odprtju trga prestavi v prvotno stanje (odprti trg). Avkcijski način trgovanja pa ima sledeča stanja trga - zaprt trg, delno odprt trg, trg pred zaprtjem ter zaprt trg. V primeru prekinitve trgovanja pri delno odprtem trgu, se stanje trga samo podaljša in se kasneje ob ponovnem odprtju prestavi v stanje trga pred zaprtjem.

Pri neprekinjenem načinu trgovanja traja interval odpiranja trga od 9.30 do 9.32 ure. Če pri odpiranju trga pride do prekinitvene avkcije, se stanje delno odprtega trga, ki traja med 10 do 15 minut, podaljša največ do 9.47 ure. Tako se interval odpiranja trga vedno začne ob času, ki je zaokrožen na 5 minut, in sicer na primer ob 10, 10.05 itd. uri. V primeru prekinitvene avkcije pred koncem trgovanja, se neprekinjeno trgovanje lahko zaključi najkasneje do 13.12 ure. Če pa se prekinitvena avkcija zaključi po 13. uri, se trg po odpiranju takoj zapre. Tudi v avkcijskem načinu trgovanja se zaradi prekinitvene avkcije prestavi interval odpiranja trga za 15 minut ter se tako odpiranje trga zadnje skupine lahko zaključi najkasneje do 12.07 ure (glej Priloga 4).

Slika 3: Prekinitvene avkcije



Vir: Priročnik za trgovanje, 2005, str. 39.

3.3.3. Vzdrževalec likvidnosti

Ljubljanska borza je z novimi Pravili uvedla 1. marca 2006 tudi nov mehanizem trgovanja z vrednostnimi papirji, ki poteka preko vzdrževalcev likvidnosti. Uvedba posebne ureditve vzdrževanja likvidnosti je predvidena za vse segmente vrednostnih papirjev. Cilj uveljavitve

sistema vzdrževalcev likvidnosti je predvsem povečati likvidnost na slovenskem trgu kapitala. Borza želi z novim mehanizmom doseči manjši razpon med ponudbo in povpraševanjem, povečati globino trga, zmanjšati spremenljivost tečajev ter povečati trgovanje.

Z uvajanjem vzdrževalcev likvidnosti za vrednostne papirje so postavljeni temelji za dolgoročno segmentiranje trga in usmerjanje domačih in tujih vlagateljev v najboljše slovenske vrednostne papirje. Analize sistemov z vzdrževalci likvidnosti na tujih borznih trgih so pokazale, da prav ta sistem lahko dodatno pripomore k dosegu tega cilja, saj se z njim predvsem povečuje globina trga in zmanjšuje razlika med nakupnimi in prodajnimi tečaji. Ljubljanska borza določa kriterije in pogoje za vzdrževalce likvidnosti, borzni člani pa so tisti, ki se odločijo za opravljanje te storitve.

Vzdrževalec likvidnosti lahko postane vsak borzni član, ki se zaveže, da bo zagotavljal likvidnost določenega vrednostnega papirja z obveznim dnevnim zagotavljanjem omejenih naročil za nakup in prodajo na trgu v določenem tečajnem razmiku ter sklepanjem poslov na podlagi teh naročil v svojem imenu in za svoj račun. Vzdrževalci trga imajo ključno vlogo na sekundarnem trgu vrednostnih papirjev, kjer v vlogi borznih trgovcev trgujejo tudi z lastnim kapitalom za svoj račun in pri tem ustvarjajo dobiček, ki temelji na cenovnem razmiku. Zaradi uporabe lastnega kapitala so izpostavljeni tveganju neugodnega gibanja cen v prihodnosti, ki lahko vzdrževalcu likvidnosti prinese izgubo. Med najpomembnejše naloge vzdrževalcev trga sodijo oblikovanje cene, zagotavljanje likvidnosti in kontinuirane dvostranske kotacije v naprej določenih mejah ter stabilizacija cen. Vzdrževalec trga posreduje ob tržnem neravnovesju in tako blaži nihanja cen vrednostnih papirjev. Ukrepa tudi ob plitkem trgu in kadar se trg pretirano odzove na neko informacijo. Kadar obstaja na trgu velika težnja k prodaji določenega vrednostnega papirja, se pojavi v vlogi kupca in s tem ublaži pritisk na spremembo cene ter obratno reagira ob splošni težnji k nakupu. S tem se ohranja večja stabilnost cen, vlagatelji pa so izpostavljeni manjšim tveganjem kot pri hitrih, velikih spremembah cen. S svojim ravnanjem vzdrževalci likvidnosti zagotavljajo dolgoročno rast trga. Nekatere države vključujejo svoje uradne vzdrževalce trga tudi v oblikovanje mreže distribucijskih poti do zelenih skupin vlagateljev (npr. individualnih vlagateljev).

Običajno vzdrževalca likvidnosti poišče izdajatelj vrednostnega papirja, ki z njim sklene pogodbo. Status vzdrževalca likvidnosti se lahko pridobi za enega ali več vrednostnih papirjev, in sicer za obdobje najmanj enega leta oziroma največ za dve leti. Storitve vzdrževanja likvidnosti za posamezen vrednostni papir lahko hkrati opravljajo največ trije oziroma v prehodnem obdobju pet članov borze, pri čemer pogodbene stranke sklenejo posebno pogodbo oziroma aneks k tej pogodbi. Ko posamezen vrednostni papir pridobi vzdrževalca likvidnosti, se njegovo trgovanje iz avkcij prestavi v neprekinjen način trgovanja. Ob dodelitvi statusa se vzdrževalcu omogoči dostop do trgovalne aplikacije ter se obvesti izdajatelja vrednostnega papirja, vse borzne člane in ATVP. Status vzdrževalca likvidnosti preneha ali pa se omeji kadar le-ta na podlagi pisne zahteve odstopa od tega statusa v celoti ali le za določen vrednostni papir. Borza odvzame status tudi v primeru neizpolnjevanja dolžnosti, velikih tržnih neravnovesij ali drugih izrednih razmer (na primer: velika tečajna nihanja, velika odstopanja količine itd.).

Vzdrževalci likvidnosti so dolžni dnevno zagotavljati naslednje minimalne kriterije (Navodila za vzdrževalce likvidnosti, 2006, 9. člen):

- maksimalni razpon ponudbe: je maksimalna razlika med tečajem za nakup in tečajem naročila za prodajo. Za razpon ponudbe se uporablja naslednja formula:
$$((\text{tečaj ponudbe} / \text{tečaj povpraševanja}) - 1) * 100;$$
- minimalna velikost ponudbe: je minimalna vrednost obvezne ponudbene strani in strani povpraševanja. Razlikuje se glede na skupino v kateri je uvrščen vrednostni papir;
- minimalni čas prisotnosti na trgu: se meri od 9.20 do 13.00 ure in mora znašati vsaj 80 odstotkov. Pri odpiranju trga in v primeru prekinitvene avkcije sistem preveri, če je bila ponudba prisotna 80 odstotkov časa delno odprtega trga oziroma 80 odstotkov časa v obdobju od 9.20 ure pa vse do odpiranja trga. Na ravni dneva se šteje, da je ta kriterij izpolnjen, če promet (brez prijavljenih poslov s svežnji), ki ga je vzdrževalec likvidnosti ustvaril v teku dneva, dosega dnevno vrednost 35 milijonov SIT.

Poleg zagotavljanja obveznih minimalnih kriterijev mora vzdrževalec likvidnosti obveščati izdajatelja o vseh nakupnih oziroma prodajnih poslih z delnicami, ki jih je kot vzdrževalec likvidnosti sklenil v svojem imenu in za svoj račun; zagotavljati zadostno dnevno količino vrednostnih papirjev; spoštovati omejitve trgovanja; dajati prednost naročilom strank, za katere se opravlja storitev posredovanja ali upravljanja z vrednostnimi papirji, pred naročili, ki jih sklepa na podlagi pogodbe o vzdrževanju likvidnosti. Poleg tega se bodo izdajatelju vsake 3 mesece posredovale vse informacije o dogodkih, ki so lahko pomembne za trgovanje z njegovim vrednostnim papirjem ter o storitvah, ki lahko pripomorejo k večji prepoznavnosti in kvaliteti tega vrednostnega papirja. Te ostale storitve niso obvezne in so predmet pogodbe med vzdrževalcem likvidnosti in izdajateljem. Mednje štejemo raziskovalne naloge, pripravo analiz, zagotavljanje podatkov o trgovanju, predstavitve in svetovanja v zvezi z vlagatelji (vzpostavljane kontaktov z njimi, sklic tiskovne konference, prezentacije itd.).

Kriterija maksimalnega razpona ponudbe in minimalne velikosti ponudbe se razlikujeta glede na skupino, v katero sodi vrednostni papir (glej Tabela 7 v Prilogi 5). Ljubljanska borza na podlagi dvakrat letno izvedene revizije o izpolnjevanju kriterijev likvidnosti, opravi razdelitev vrednostnih papirjev v štiri skupine, ki jih uporabi pri določanju minimalnih kriterijev in popustov za vzdrževalce likvidnosti. Pri razdelitvi v skupine se upošteva globina trga in povprečni dnevni obseg prometa (brez prijavljenih poslov s svežnji), kot je prikazano v Tabeli 8. V primeru, da vrednostni papir ne zadošča obema kvantitativnima kriterijema, pa je osnova za razdelitev v skupino, CGT. Glede na skupino v kateri se vrednostni papir nahaja, se vzdrževalcu likvidnosti priznava tudi mesečni popust pri obračunu provizij (glej Tabela 9 v Prilogi 5). Da bi se na domačem trgu bolj pospešila dejavnost vzdrževanja likvidnosti, se je v obdobju od 1.3.2006 do 30.9.2006, obračunaval dodaten popust v višini 20 odstotkov. V kolikor je pri posameznem vzdrževalcu likvidnosti za zadnje polletno obdobje razmerje med obsegom prometa na nakupni strani in obsegom prometa na prodajni strani izven intervala med 0.8 in 1.2 je vzdrževalec likvidnosti dolžan obračunani popust vrniti.

3.3.4. Trg uradnih vzdrževalcev likvidnosti (TUVL)

Pravila predvidevajo tudi možnost posebnega urejanja določenih segmentov trgovanja, kjer velja drugačen način sklepanja poslov. Tako se je uvedel trg uradnih vzdrževalcev likvidnosti (v nadaljevanju TUVL) kot poseben trgovalni segment, na katerem se trguje z državnimi obveznicami in zakladnimi menicami po fiksni obrestni meri.

Ljubljanska borza je nov segment trgovanja pripravila v sodelovanju z Ministrstvom za finance, s ciljem pospešiti sekundarno trgovanje z državnimi vrednostnimi papirji ter tako povečati likvidnost vrednostnih papirjev (prek privabljanja dodatnega kapitala na trg), povečati konkurenco, graditi distribucijske poti do ključnih kupcev, širiti vlagateljsko zaledja, blažiti cenovna nihanja ter izmenjavati tržne informacije prek komuniciranja z uradnimi vzdrževalci. V postavitvi novega segmenta organiziranega trga za državne vrednostne papirje so poleg njiju sodelovali še Banka Slovenije, ATVP in Klirinško depotna družba (v nadaljevanju KDD). Namen Ministrstva za finance je oblikovati bolj likviden sekundarni trg za vse vrste ročnosti državnih vrednostnih papirjev, in sicer z :

- uvedbo različnih mehanizmov trgovanja za različne segmente trgovanja, prilagojene njihovim značilnostim, potrebam in zmožnostim udeležencev;
- uvedbo grosističnega in bilateralnega trgovanja državnih vrednostnih papirjev;
- reguliran, učinkovit in transparenten sekundaren trg državnih vrednostnih papirjev;
- možnost uravnoteženega delovanja in nadgradnje razvoja celotnega trga kapitala.

Poleg tega, je namen tudi zagotoviti informacijo o dolgoročni obrestni meri s sekundarnega trga, ki je eden od maastrichtskih pogojev za prevzem evra. Doslej je ta informacija temeljila na cenah s primarnega trga obveznic.

Z novim tržnim segmentom je tako narejen korak naprej pri urejanju poslov večjih vrednosti na področju državnih vrednostnih papirjev in prinaša vrsto prednosti, ker je:

- likvidnejše zaradi sistema vzdrževalcev likvidnosti;
- transparentnejše zaradi razpoložljivih informacij o ponudbah za nakup in prodajo ter sklenjenih poslih, ki jih bo borza zagotavljala v roku 30 minut po sklenitvi;
- učinkovitejše zaradi nižjih stroškov transakcij in
- varno, saj je ustrezno regulirano in nadzorovano.

Gledano z **makroekonomskega vidika**, ponuja razviti domači trg državnih vrednostnih papirjev možnost domačega financiranja proračunskih deficitov, s čimer se država izogne pretiranemu čezmejnemu plasiranju dolga, po drugi strani pa omogoča financiranje primanjkljaja brez vpletenosti centralne banke oziroma monetarnega financiranja. Hkrati pa ima ta segment trga pomembno vlogo v okviru doseganja ciljne inflacije. Samo likviden in transparenten sekundarni trg državnih vrednostnih papirjev omogoča graditev referenčne tržne krivulje donosnosti, ki predstavlja tržne donose vrednostnih papirjev posameznih ročnosti ter omogoča državi ustrezno determiniranje obrestnih mer za novo izdane vrednostne papirje in je hkrati osnova za vrednotenje drugih finančnih instrumentov. Z **mikroekonomskega vidika**, pa pomeni njegova

razvitost večjo konkurenco med tržnimi subjekti, izboljšuje finančno posredništvo ter omogoča bankam razvoj novih, konkurenčnih storitev, kar vpliva na izboljšanje upravljanja s tveganji in s tem na boljšo finančno stabilnost. Z njegovim razvojem prihaja do prehoda z bančnega financiranja k širšemu financiranju na trgu (Rajer, Praprotnik, 2006, str. 26).

3.3.4.1. Predstavitev trga uradnih vzdrževalcev likvidnosti (TUVL)

Da bi se zagotovila dolgoročna uspešnost trgovanja z državnimi vrednostnimi papirji preko uradnih vzdrževalcev likvidnosti, sta Ljubljanska borza in Ministrstvo za finance podpisala Pogodbo o zagotavljanju organiziranega trgovanja z vrednostnimi papirji Republike Slovenije preko uradnih vzdrževalcev likvidnosti. Tako je od 1. septembra 2005 prisoten nov tržni segment, katerega trgovanje je urejeno kot del organiziranega trgovanja, ki pa ne poteka preko trgovalnega sistema BTS, ampak preko posebne spletne aplikacije³.

Na tem posebnem segmentu se trguje z izbranimi državnimi obveznicami, ki so uvrščene v borzno kotacijo in izpolnjujejo določene pogoje (izdane z nominalno fiksno obrestno mero in denominirane v SIT) ter zakladnimi menicami vseh ročnosti (vključno z enomesečnimi zakladnimi menicami do konca leta 2005), ki so uvrščene v prosti trg. Seznam državnih obveznic, s katerimi se v posameznem letu trguje preko uradnih vzdrževalcev likvidnosti, določi vsako leto Ministrstvo za finance po sprejemu programa financiranja proračuna (glej Tabela 10 v Prilogi 6). Nakupi in prodaje se sklepajo izključno preko uradnih vzdrževalcev likvidnosti, ki so lahko samo borzni člani ter katere izbere izdajatelj, to je Ministrstvo za finance, in jim ta status podeli Ljubljanska borza. Uradni vzdrževalec likvidnosti sklepa in izpolnjuje posle v svojem imenu in za svoj račun ter pri tem upošteva Pravila in Navodila za trgovanje z vrednostnimi papirji Republike Slovenije preko uradnih vzdrževalcev likvidnosti. Storitve uradnih vzdrževalcev likvidnosti lahko opravljajo tudi pooblaščen fizične osebe, ki dobijo ustrezno pooblastilo od uradnega vzdrževalca likvidnosti za opravljanje le-teh storitev. Trgovanje je grosistične narave, saj se lahko sklepajo samo posli v nominalni vrednosti 30 milijonov SIT ali več. Stranke vzdrževalcev likvidnosti so lahko fizične ali pravne osebe, s katerimi lahko sklepajo posle tudi vsi borzni člani. Pri sklepanju poslov ne diskriminira strank, posle pa sklepa v okviru kotacij. Zaradi povečanega povpraševanja tujih vlagateljev, se je na segmentu TUVL oblikovala tudi informativna spletna stran v angleškem jeziku.

Državne vrednostne papirje je možno kupiti na primarnem trgu ob izdaji oziroma na sekundarnem trgu preko borznih posrednikov. Državni vrednostni papirji se izdajajo na avkcijah, na katerih sodeluje 6 primarnih vpisnikov⁴, ki dajejo ponudbe za nakup v svojem imenu in za svoj račun ter v svojem imenu in za tuj račun. V primeru, da se stranka odloči za nakup oziroma prodajo državnih vrednostnih papirjev na sekundarnem trgu, lahko to stori preko borznega trgovalnega sistema (BTS) ali trga uradnih vzdrževalcev likvidnosti državnih vrednostnih papirjev (TUVL). Ker je pri slednjem najmanjša vrednost posla 30 milijonov SIT, je zato možno

³ Posebna spletna aplikacija je dostopna na <http://tuvl.ljse.si>.

⁴ Primarni vpisniki za leto 2006 so pravne osebe, ki jih je Ministrstvo za finance izbralo za uradne vzdrževalce likvidnosti za obdobje od 1.9.2005 do 31.12.2006 in s katerimi je sklenilo pogodbo o opravljanju storitev primarnega vpisnika.

vse posle manjših vrednosti izpeljati samo preko BTS-a. Za realizacijo posla je potrebno kontaktirati z enim izmed šestih uradnih vzdrževalcev likvidnosti (gre za omenjene primarne vpisnike, ki tako opravljajo dvojno funkcijo) ter odpreti trgovalni račun, dodatno pa stranko bremenijo tudi stroški preknjižbe papirjev (v primeru sklenitve posla preko BTS-a je potrebno plačati še stroške borze in stroške borznega posrednika). Za posle sklenjene na TUVL-u, Ljubljanska borza ne zaračunava provizije, ker stroške trgovanja skladno z dogovorom krije izdajatelj vrednostnega papirja. Priznan je tudi popust pri tarifi za preknjižbo vrednostnih papirjev. Stroški preknjižbe na KDD računih znašajo 0,0023 odstotkov od vrednosti sklenjenega posla, oziroma vrednostno od 2.500 SIT do največ 20.000 SIT.

Sklepanje poslov z državnimi vrednostnimi papirji preko uradnih vzdrževalcev likvidnosti poteka vsak trgovalni dan med 9.00 in 15.00 uro, pri čemer je vnašanje, umikanje, spreminjanje ponudbe in povpraševanja možno od 8.30 ure dalje. Za izvedbo nakupa ali prodaje določenega števila državnih vrednostnih papirjev, je potreben najprej bilateralni (po telefonu ali faksu) dogovor z uradnim vzdrževalcem likvidnosti o vseh sestavinah posla. Ko kupec plača kupnino, mora KDD v roku 30 minut nakazati denarni znesek kupnine na račun prodajalca ter prenesti vrednostne papirje na račun kupca. S tem je omogočeno netvegano opravljanje poslov, kar je še dodatna spodbuda za razvoj trga. Poravnava pri zakladnih menicah se izvrši istega dne, ko se posel sklene (T+0), pri obveznicah pa v roku treh delovnih dni po sklenitvi posla (T+3). Vlagatelj se lahko z uradnim vzdrževalcem likvidnosti dogovori tudi za drugačen datum poravnave, ki pa ne sme presegati T+3. Če se na dan poravnave posla do 15.30. ure ne nakaže kupnina na klirinškem poravnalnem računu, KDD zavrne izvršitev takšnega naloga ter o tem obvesti prodajalca oziroma njegovega registerskega člana⁵.

Uradni vzdrževalci likvidnosti imajo poleg obveznosti tudi ugodnosti, do katerih so upravičeni predvsem v začetnih fazah razvoja trga državnih vrednostnih papirjev. Z razvojem samega trga se ugodnosti omejujejo in na koncu celo ukinejo. V nekaterih tujih državah ugodnosti zajemajo (Rajer, Praprotnik, 2006, str. 31): izključne pravice sodelovanja na primarnem trgu vrednostnih papirjev, posebne provizije za učinkovito prodajo, posebne pravice na sekundarnem trgu vrednostnih papirjev in ugodnosti v odnosu do centralne banke. Domači uradni vzdrževalci likvidnosti v letu 2005 niso bili deležni nobenih dodatnih ugodnosti za izvajanje svojih obveznosti.

V obdobju od 1.1.2003 do 31.12.2004, je bilo s strani Ministrstva za finance, izbranih šest uradnih vzdrževalcev likvidnosti, ki bodo opravljali to storitev do konca leta 2006. Kot uradni vzdrževalci trga so bili izbrani: Abanka Vip, Bank Austria Creditanstalt, NLB, Perspektiva, Probanka in SKB banka. Njihovo delovanje se bo tekoče spremljalo ter predvidoma vsako leto se bo naredil nov izbor institucij, ki bodo za Republiko Slovenijo opravljale to storitev. Naslednji izbor uradnih vzdrževalcev likvidnosti bo konec leta 2006, obdobje preverjanja pa bo od 1.9.2005 do 31.8.2006.

⁵ Registerski član je posrednik svoje stranke (prodajalca oz. kupca) pri izvršitvi posla, kadar slednji ni član KDD.

Status uradnega vzdrževalca likvidnosti se lahko ob izpolnjevanju splošnih kriterijev pridobi za enega ali več vrednostnih papirjev. Kriterij za izbor uradnih vzdrževalcev likvidnosti vplivajo na vrsto in število udeležencev, na stopnjo konkurenčnosti in na sposobnost vzdrževanja stabilnih tržnih razmer. Arnone in Iden (2003) navajata naslednje najbolj pogoste kriterije, ki jih države EU uporabljajo pri izboru uradnih vzdrževalcev likvidnosti: ustrezno finančno oziroma kapitalsko moč, aktivno delovanje na trgu državnih vrednostnih papirjev, ustrezno vodstvo, strokovno usposobljenost zaposlenih in ustrezno tehnologijo, kar pomeni posebno notranjo organizacijsko enoto, ki se ukvarja s tem poslom. Horgan (1999) pa med pogoji dodaja še jasno marketinško strategijo, iz katere mora biti razviden način privabljanja dodatnega kapitala ter možnosti najširše distribucije državnih vrednostnih papirjev (tudi čezmejne). Izmed nekaj kandidatov, ki izpolnjujejo splošne kriterije, izbere Ministrstvo za finance tiste institucije, ki dosežejo največji indeks uspešnosti. Indeks uspešnosti se izračunava na podlagi aktivnosti uradnega vzdrževalca na primarnem in sekundarnem trgu, in sicer po formuli $IU = 0,40 * AP + 0,60 * AS$, ki je podrobneje razložena v Prilogi 6 (Prikaz 2). Z izbranimi borznimi člani se sklene pogodba, ki velja kot soglasje za dodelitev statusa uradnega vzdrževalca za enega ali več vrednostnih papirjev na določenem segmentu organiziranega trga. Ob vsakokratnem izboru in podelitvi statusa uradnega vzdrževalca likvidnosti se objavi seznam uradnih vzdrževalcev, datum naslednjega izbora in obdobje preverjanja podatkov za naslednji izbor.

Nadzor nad trgovanjem uradnih vzdrževalcev likvidnosti spremlja in izvaja Ljubljanska borza, ki podatke o kotacijah in sklenjenih poslih posreduje ATVP-u za izvajanje nadzora v skladu z zakonom, Banki Slovenije za potrebe spremljanja in preverjanja ustreznosti doseženih tečajev, kot osnove za določanje dolgoročnih obrestnih mer ter Ministrstvu za finance za spremljanje aktivnosti in preverjanje pravila zavezujočega kotiranja (čas oddaje kotacij, zagotavljanje kotacij ves čas trajanja trgovanja, minimalno število kotacij) ter sklepanje poslov v okviru zavezujočih kotacij.

V primeru odkritih nepravilnosti in hujših kršitev (objavljanje zavajajočih ponudb za nakup in prodajo, neustrezno kotiranje, vpisovanje državnih obveznic v drugem krogu avkcij na podlagi naročila strank, zaračunavanje provizij, diskriminiranje in zavajanje strank) se uradnega vzdrževalca opomni s pisno obrazložitvijo ter se zahteva njihova odprava. Pri hujših kršitvah, ki lahko povzročijo zavajajočo predstavo o ceni, prometnosti, lastnosti vrednostnih papirjev ali kredibilnosti Republike Slovenije kot izdajatelju vrednostnih papirjev, pa se lahko odvzame status uradnemu vzdrževalcu likvidnosti.

3.3.5. Nekatere druge novosti v zvezi z borznim trgovanjem

V zvezi z borznim trgovanjem velja omeniti predvsem naslednje novosti (Šercer, 2005, str. 11):

- prenovljena definicija tržnega naročila, v skladu s katero gre za dnevno naročilo, ki ga je možno v borzni trgovalni sistem vnesti že pred odprtjem trga. Naročilo je označeno s posebno oznako in pri njem ni določen tečaj. Dopolnjene so tudi določbe o vrstnem redu naročil glede na tečaj in čas vnosa naročila, tako da imajo tržna naročila v borznem trgovalnem sistemu prednost pred drugimi naročili.

- Spremenjena je tudi definicija uradnega enotnega tečaja, v katerega so po novem vključeni tudi tečaji aplikacijskih poslov. Ukinja se možnost vnosa aplikacijskega posla s posebno tipko. Poleg tega so dodane definicije dodatnih tečajev vrednostnih papirjev, in sicer »predodpiralni tečaj«, »zaključni tečaj« in »referenčni tečaj«, ki jih bo borza izračunavala predvsem zaradi uvedbe novih trgovalnih režimov.⁶
- Zaradi možnosti določitve različnih ravni razkrivanja informacij pred in po sklenitvi poslov, je podrobneje opredeljena preglednost naročil in sklenjenih poslov ter njihovih glavnih sestavin.
- Predvidena je možnost, da uprava borze z navodili za trgovanje predpiše najmanjšo vrednost naročil s skrito količino, vse ali nič naročil, naročil z minimalno količino prvega sklenjenega posla ali naročil z minimalno količino vseh sklenjenih poslov.
- Predvidena je tudi možnost, da uprava borze z navodili za trgovanje določi raven dostopnih podatkov pri naročilih, sklenjenih poslih in stanju vrednostnega papirja, predvsem glede na način trgovanja in stanje trga.
- S 1. decembrom 2005 se je uvedla anonimnost organiziranega trgovanja z namenom izboljšati oblikovanje tečajev in zmanjšati možnost sledenja vlagateljskih politik posameznih borznih članov in njihovih strank. To pomeni, da po novem niso več vidni podatki o kodah borznih članov v globini trga pri naročilih in sklenjenih poslih v trgovalnem sistemu BTS.

3.4. Novi produkti in storitve

Borza je aktivno delovala tudi na področju novih produktov in storitev. V novih Pravilih Ljubljanske borze je uredila možnost uvrščanja delnic investicijskih skladov in naložbenih certifikatov na borzi. Začela se je tudi vzpostavitev trga izvedenih finančnih instrumentov, vendar zaradi problematike kakovosti produktov, nezmožnosti izvedbe poravnave v Sloveniji, potrebnega prilagajanja poslovanja članov ter procesa uvajanja evra je začetek njegovega delovanja načrtovan v začetku leta 2007 (Ljubljanska borza v letu 2005 in 2006, str. 3).

3.4.1. Vrednostni papirji investicijskih družb

Nova Pravila Ljubljanske borze predpisujejo milejše kvantitativne kriterije za sprejem delnic investicijskih družb v podsegment borzne kotacije, pri čemer morata biti izpolnjena le dva kriterija:

- najmanjše število imetnikov delnic mora biti vsaj 150 in
- najmanjša velikost kapitala investicijske družbe mora biti vsaj 100 milijonov SIT.

⁶ Predodpiralni tečaj posameznega vrednostnega papirja je indikativni tečaj v času pred odprtjem trga in je v danem trenutku enak ravnotežnemu tečaju, ki bi veljal, če bi se v tistem trenutku izvedlo odpiranje trga.

Zaključni tečaj posameznega vrednostnega papirja določenega trgovalnega dne je enotni tečaj, pri katerem se upoštevajo sklenjeni posli posameznega vrednostnega papirja v zadnjih 30. minutah pred zaprtjem trga. V primeru, da v zadnjih 30. minutah pred zaprtjem trga z vrednostnim papirjem ni bilo sklenjenega nobenega posla, je zaključni tečaj enak tečaju zadnjega sklenjenega posla v dnevu. Če v določenem dnevu ni bilo sklenjenega nobenega posla, se zaključni tečaj ne izračuna.

Referenčni tečaj je zadnji uradni enotni tečaj vrednostnega papirja oziroma v primeru, da je bila izvedena vsaj ena prekinitvena avkcija tekom dneva, na podlagi katere se je oblikoval ravnotežni tečaj, je referenčni tečaj enak zadnjemu ravnotežnemu tečaju.

Ker pa nova Pravila Ljubljanske borze tudi ne predpisujejo dodatnih ali posebnih obveznosti v zvezi z obveščanjem in poročanjem borze ter javnosti, bodo veljale le določbe zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje ter podzakonski akti ATVP.

3.4.2. Enote premoženja vzajemnih skladov

Spremenjena Pravila Ljubljanske borze uvajajo na novo tudi možnost sprejema prenosljivih investicijskih kuponov vzajemnih skladov na organizirani trg, in sicer v ločen podsegment borzne kotacije. V zadnjih letih na področju pasivnih naložb postajajo vedno bolj priljubljeni ETF skladi (Exchange Traded Funds), ki predstavljajo nespremenljive košarice vrednostnih papirjev vezane na delniške indekse. Čedalje bolj pa se uveljavljajo ETF skladi, katerih donosi so vezani na obvezniške indekse, na gibanje cen zlata, nafte in podobno (Kodrič, 2006, str. 26). Pred kratkim se je oblikoval tudi prvi slovenski ETF, MP-Eurostock.si, ki se je dne 31.5.2006 uvrstil na Ljubljansko borzo ob izpolnitvi ustrezne količine sredstev v upravljanju in vpisu investicijskih kuponov v KDD. Nekatere pomembne posebnosti ETF bodo v prvi fazi odpadle. Metodologijo je zasnoval Medvešek Pušnik DZU, za izračunavanje indeksa pa bo skrbela banka NLB, ki je skrbnica sklada. Glavno merilo za sestavo indeksa MP-Eurostock.si in posledično portfelja ETF, je čim višja dividendna donosnost delnic. V indeksu so zbrana zrela, večja evropska podjetja s precejšnjim prostim denarnim tokom, ki običajno izplačujejo višje dividende v primerjavi z manjšimi, hitrorastočimi podjetji (Mastnak, 2006, str. 25).

To je vsekakor posebnost na slovenskem kapitalskem trgu, saj je MP-Eurostock.si prvi slovenski indeksni vzajemni sklad s prenosljivimi investicijskimi kuponi, s katerimi se bo trgovalo na Ljubljanski borzi in bo vlagatelj omogočil nove naložbene strategije ter izpostavljenost donosom evropskih delnic prek naložb na domačem trgu. Investicijski kupon je do uvrstitve na borzo neprenosljiv vrednostni papir, prenosljivost nastopi z uvrstitvijo v borzno kotacijo na Ljubljanski borzi. Po uvrstitvi imajo vsi imetniki enako pravico do prenosljivosti. Prenosljivost bo možna samo preko Ljubljanske borze, hkrati pa jih bo možno izplačati oziroma odkupiti neposredno pri družbi za upravljanje ali pri osebi, ki jo družba za upravljanje pooblasti za opravljanje storitev prodaje in odkupa investicijskih kuponov izven organiziranega trga. Enotni tečaj vzajemnega sklada pa se bo določal na podlagi dnevnega trgovanja in se bo objavljal v borzni tečajnici.

3.4.3. Naložbeni certifikati

Naložbenih certifikatov trenutno še ni na trgu, vendar pa obstaja zanimanje nekaterih bank za njihovo uvedbo. Ljubljanska borza že razvija informacijske rešitve za njihovo uvedbo. Certifikati bi lahko sledili indeksu SBI TOP.

Osnovne značilnosti trgovanja z naložbenimi certifikati na sekundarnem trgu so sledeče:

- majhen razmik med ponudbo in povpraševanjem;
- ob dobri boniteti izdajatelja cena tesno sledi ceni sredstva, na katero se certifikat glasi;
- izdajatelj certifikata je tudi vzdrževalec likvidnosti na sekundarnem trgu.

Naložbeni certifikati so dolžniški vrednostni papir, katerega osnovni namen je ponuditi vlagatelju želeno razmerje med potencialnim donosom, tveganjem in likvidnostjo. Vlagatelj dobi z nakupom enega instrumenta izpostavljenost na celoten trg, na določen sektor, na regijo in podobno. Omogoča zaslužek ob dvigu (dolgi certifikati) kot padcu (kratki certifikati) cene izbrane aktive. Izdajatelji so predvsem banke z visoko boniteto, lahko pa tudi investicijski skladi. Izdajatelj se pred izgubo običajno zavaruje z nasprotno naložbo na trgu (na primer: kupi delnice iz indeksa, na katerega se glasijo izdani certifikati). Izdajatelj v prospektu objavi vse relevantne informacije o vrednostnem papirju.

4. Vpliv spremenjenih Pravil trgovanja na domači kapitalski trg

4.1. Avkcijski način trgovanja

Avkcijski način trgovanja se je uvedel s ciljem, da se vlagateljem omogoči vstop oziroma izstop iz naložb po bolj poštenih tržnih cenah. Borza si z avkcijskim trgovanjem ne obeta, da se bo z delnicami trgovalo več, ampak si obeta, da bodo sprejeti posli pravičnejši kot so bili včasih. Zaradi podobne prakse na jugovzhodnih trgih, je bilo mnogo pripomb, da se vračamo v preteklost. Seveda to ni res, saj avkcijski način trgovanja obstaja tako na Londonski borzi, Euronextu, Xetri in zanimivo vsi ga uporabljajo za isti namen - za trgovanje z manj likvidnimi delnicami.

Zakaj je avkcijsko trgovanje bolj pošteno, kaže naslednji hipotetični primer.

Tabela 1: Zgled borzno trgovalnega sistema (BTS)

Povpraševanje	Ponudba
100 lotov po 750 SIT	100 lotov po 1070 SIT
30 lotov po 740 SIT	100 lotov po 1400 SIT
60 lotov po 700 SIT	200 lotov po 2890 SIT
80 lotov po 690 SIT	500 lotov po 3200 SIT

Vir: Lastni prikaz, 2006.

V obdobju velikega števila certifikatnih lastnikov so bili značilni veliki razmiki, malo poslov, težka formacija cene itd. Mnogi lastniki, ki so želeli prodati svoje delnice, so od borznega posrednika iztržili zelo malo, v tem primeru največ 751 SIT na delnico. Slednji so izkoriščali situacijo na trgu in tako ceneje kupovali (751 SIT) ter dražje prodajali (1070 SIT). Recimo, da imamo neko borzno posredniško hišo (BPH) in podjetje Cokla. Vsi zaposleni v podjetju Cokla so bili certifikatni delničarji tega podjetja, katerega delnica ni bila likvidna, nihče tega papirja ni kupoval in prodajal, občasno se je sklenil kakšen posel. Tako imamo na eni strani kupca (borznega posrednika), ki je želel kupiti po 750 SIT in prodajalca (lastnika delnice), ki je želel delnico prodati po 1070 SIT. Ker naj ne bi nihče želel kupiti nelikvidne delnice na trgu, so lastniki delnic na posrednikov predlog ponudili 751 SIT za svojo delnico. Borzni posrednik je nato počakal, da se je nabralo večje število nalogov za prodajo nelikvidnih delnic, potem pa je vnesel v sistem svojo ponudbo ter naročilo svojih strank. Tako je borzni posrednik sklenil posel

sam s seboj, ali pa s svojim sorodnikom, prijateljem, znancem, svojo firmo itd. po ceni 751 SIT na delnico. Potem pa je v istem trenutku ali pa čez nekaj dni imel na nasprotni strani nekoga (na primer iz uprave podjetja Cokla), ki je delnice kupoval po 1070 SIT. Tako je tihi kupec, to je borzni posrednik, sklenil z istim podjetjem obratni posel. Vse te delnice so preko aplikacij šle na borzne posrednike, ki so se na ta način obogatili. V bistvu jim karkoli težko očitamo, ker če je nekdo na vsak način hotel nekaj prodati, je bila trenutna cena 751 SIT najboljša, ki jo je lahko iztržil. Zato se postavlja vprašanje, ali ne bi bila cena delnice tudi višja, če bi te delnice bile ponujene na trgu tudi ostalim. In to je bistvo avkcijskega načina trgovanja. Če bi ta isti certifikatni delničar danes prišel k borznemu posredniku, bi slednji lahko vnesel 751 SIT v sistem, ampak vsi ostali bi imeli priložnost do 11. ure, dajati višje ponudbe in ta delničar bi lahko prodal delnico tudi po višji ceni, na primer po 800 SIT, 950 SIT, ali po 1070 SIT itd.

Simonič (2006, str. 24) ugotavlja, da se je avkcijski način trgovanja izkazal za večinoma dobro odločitev, vendar pa ni realno pričakovati pomembnega vpliva na likvidnost delnic. Njegovi izsledki kažejo, da tri borznoposredniške hiše od šestih, za zdaj ne opažajo večje spremembe pri oblikovanju cen glede na stari sistem. Za natančnejšo oceno bi bilo potrebno počakati, da mine še nekaj časa. Kljub temu pa je možno zaznati prve pozitivne oziroma negativne lastnosti avkcijskega načina trgovanja, kot so:

- mali delničarji imajo enake možnosti pridobitve ali prodaje delnic po poštenih tečajih, predvsem ko gre za tržna naročila;
- udeležencem trga je omogočeno natančnejše spremljanje in navzočnost na želenih avkcijah;
- borznim posrednikom je olajšano delo, saj jim ni treba ves dan spremljati dogajanja pri slabo likvidnih delnicah. Pozornost je zahtevana predvsem v določenem terminu, kar pa je nekaterim strankam povzročilo dodatne težave, ki težko razumejo, da delnic ni mogoče prodajati in kupovati v času trgovanja, in ob zamudi avkcije ni mogoče v tem dnevu skleniti posla na borzi;
- uvedba prekinitvenih avkcij onemogoča sklepanje dogovorjenih poslov po tečajih, ki močno odstopajo od tržnega. Pred večjo spremembo tečaja imajo posredniki še deset minut za oceno razmer in vnos novih naročil. S tem vlagatelj, ki da tržno naročilo ob velikem razponu med ponudbo in povpraševanjem, z veliko verjetnostjo doseže ugodnejšo ceno, kot bi jo sicer.

Kljub temu so nekateri mnenja, da bi se prejšnje težave in nepravilnosti dalo odpraviti drugače in ne z uvedbo avkcij. Menijo, da s tem ukrepom borza odganja in ne privablja kapital. Vrednostni papirji samo zaradi načina trgovanja niso in ne bodo postali bolj likvidni. Morda so postali celo manj privlačni za nakupe. Ugotavljajo tudi, da se je število vlagateljev v take delnice že zmanjšalo in tisti, ki so se jih že znebili jih gotovo ne nameravajo znova kupiti.

Vsekakor pa avkcijski način trgovanja ni brez pasti. Manipulacije še vedno niso onemogočene pri tržnih naročilih. Ker se avkcijska cena oblikuje glede na obseg ponudbe in povpraševanja, stranka nikoli natančno ne ve, po kakšni ceni bodo delnice prodane. Pred uvedbo avkcij je pri vnosu tržnega naročila sistem deloval tako, da je borzni posrednik vedno ob spremembi kotacije spraševal svojo stranko, ali se strinja z nakupom ali ne. Po novem pa tržno naročilo pomeni, da v danem trenutku poberemo na trgu vse kar je na nasprotni strani ne glede na ceno. Tržna naročila

se lahko vnašajo v avkcijski sistem trgovanja vse do 11. ure. Pri tem se moramo zavedati, da smo svojo ponudbo javno objavili, s katero vse obveščamo, da določene delnice kupujemo ali prodajamo v tem trenutku ne glede na ceno. Če smo to naredili zjutraj ob 9. uri in 2. uri čakali (do 11. ure), se lahko zgodi, da se borzni posredniki med seboj zmenijo kakšno ceno nam bodo postavili. Prepričani smo, da bomo kupovali po ceni 1070 SIT, vendar pa se prvi ponudnik umakne. Tako ne bomo kupovali po 1070 SIT, ampak po 1400 SIT. To ni zanemarljiva stvar, sploh če sta prva dva poudnika iz iste borzno posredniške hiše. Gre za nelikvidne delnice, ki jih spremlja na primer pet borznih posrednikov in je to popolnoma možno. Medtem, ko se to pri bolj likvidnih delnicah, kot je delnica Krke, ne more zgoditi. Vendar pa je treba poudariti, da v tem primeru ne gre za sistemsko napako, ampak za napako našega borznega posrednika, ki je zadolžen za upravljanje portfelja svojih strank.

Tabela 2: Zgled borzno trgovalnega sistema

Povpraševanje	Ponudba
100 lotov tržno	100 lotov po 1070 SIT
30 lotov po 1000 SIT	100 lotov po 1400 SIT
60 lotov po 990 SIT	200 lotov po 2890 SIT
80 lotov po 985 SIT	500 lotov po 3200 SIT

Vir: Lastni prikaz, 2006.

V Prilogi 7 je prikazan vpliv novega trgovalnega mehanizma tako na dnevno spremenljivost tečajev kot na promet z vrednostnimi papirji. Analiza zajema vzorec 30. delnic v obdobju od začetka januarja 2005 do konca januarja 2006, v katerem je bilo pred uvedbo avkcij 91 prometnih dni, po uvedbi pa 30 prometnih dni. V tem obdobju se je trgovalo s 155.162 loti, od tega 126.132 loti pred in 29.030 loti po uvedbi avkcij. Vrednost dnevnega povprečnega prometa je znašala 1.759.943,83 SIT pred avkcijami, po njihovi uvedbi pa 1.130.428,97 SIT. V proučevanem obdobju brez avkcij je bilo na dan v povprečju sklenjenih 2,45 posla, v obdobju avkcij pa 1,73 posla (Interna gradiva Ljubljanske borze, 2006). Jermaniš (2006, str. 24) ugotavlja, da se je le pri približno 40 odstotkih v vzorec zajetih delnic dnevna spremenljivost tečajev zmanjšala. Samo avkcijsko trgovanje je pri določenih delnicah povzročilo precejšnje nihanje tečajev, pri čemer se velik del krivde pripisuje vnosom tržnih naročil, katerega pomena so se vlagatelji ob uvedbi avkcij morda premalo zavedali. Po drugi strani pa je tako nihanje tudi posledica splošnih razmer na trgu, kar lahko sklepamo iz dejstva, da se je pri 50 odstotkih vrednostnih papirjev iz vzorca desetih delnic, uvrščenih v nepretrgano trgovanje, spremenljivost po uvedbi avkcijskega trgovanja povečala. Prav tako je analiza potrdila, da uvedba avkcij ni občutno vplivala na promet z delnicami, saj se je v vzorcu 30. delnic le pri 12. delnicah povečal povprečen dnevni promet po uvedbi avkcij.

Vendar je treba poudariti, da je za realno oceno o vplivu avkcijskega trgovanja na dnevno nihanje tečajev in na promet z vrednostnimi papirji še vedno prekratko obdobje. Za zanesljivejšo oceno bi bilo smiselno zajeti daljše časovno obdobje (vsaj eno leto), ki bi omogočilo oblikovanje realnejših sklepov.

4.2. Trg uradnih vzdrževalcev likvidnosti

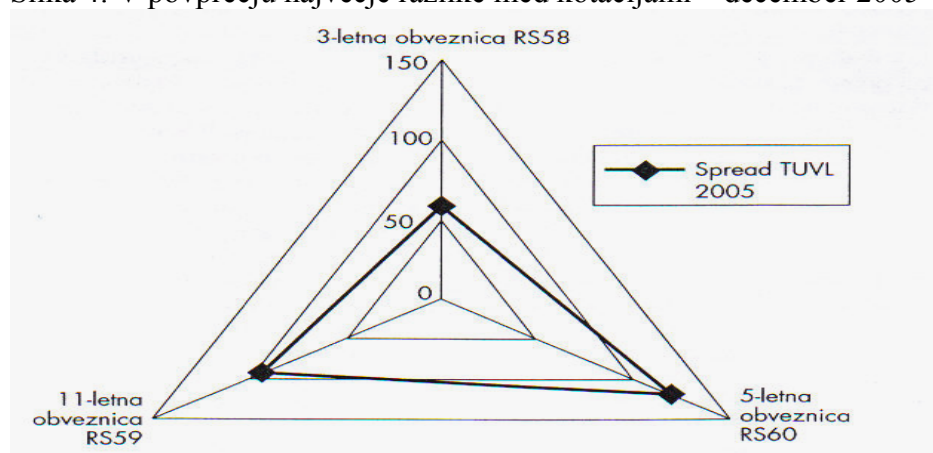
V septembru 2005 je bilo za sekundarni trg dolžniških vrednostnih papirjev prelomno obdobje, saj smo dobili trg uradnih vzdrževalcev likvidnosti za dolgoročne državne vrednostne papirje (TUVL). Zaradi slabe likvidnosti slovenskih državnih obveznic na Ljubljanski borzi, se je vzpostavil zunajborzni organizirani trg s sočasno poravnavo oziroma trg OTC-DVP. S trgom uradnih vzdrževalcev likvidnosti se na domačem trgu ne srečujemo prvič, saj je že v letu 2002 bil vzpostavljen trg OTC-DVP za kratkoročne državne vrednostne papirje (zakladne menice). Kot kaže praksa, lahko konkurenca med različnimi sistemi trgovanja pripelje do večje likvidnosti (Mohanty, 2001). Izkušnje uvedbe OTC-DVP trga za zakladne menice so pozitivne, saj se je bistveno povečal obseg trgovanja med udeleženci. Slednji se je iz leta 2000 z 3,2 milijard SIT povzpел konec leta 2004 na 278 milijard SIT (Interna gradiva Ljubljanske borze, 2005). Hkrati pa se je povečala konkurenca med finančnimi posredniki, Banki Slovenije pa se je zagotovil učinkovitejši transmisijski mehanizem za vodenje denarne politike ter zakladnici možnost cenejšega kratkoročnega zadolževanja. Uvedba OTC-DVP trga za dolgoročne državne vrednostne papirje pa je zaradi svojega obsega, potencialnih možnosti razvoja in tudi konvergenčnih kriterijev za vstop Slovenije v Evropsko monetarno unijo še bistveno pomembnejši od kratkoročnega segmenta. Njegova uvedba naj bi zagotovila večji obseg trgovanja in izboljšanje likvidnosti državnih obveznic, s tem pa smiselne dnevne tržne cene, ki vstopajo v ocenitev ročne strukture obrestnih mer.

Dnevne tržne cene so aktualne v procesu vključevanja Slovenije v Evropsko monetarno unijo, saj po eni strani zagotavljajo informacijo o ravni dolgoročnih obrestnih mer in s tem preverjanje izpolnjevanja maastrichtskega konvergenčnega kriterija dolgoročne obrestne mere. Po drugi strani pa so podlaga za oblikovanje seznama domačih likvidnih vrednostnih papirjev z najvišjo boniteto, saj bo Banka Slovenije morala urediti sistem zavarovanja terjatev evropskega sistema centralnih bank v skladu s kriteriji Evropske centralne banke. Tako države evropske monetarne unije na svojih trgih obveznic običajno merijo tudi največje razpone med ponudbo in povpraševanjem glede na ročnost, saj s tem opredeljujejo likvidnost⁷ državnim vrednostnim papirjem, ki jih je treba za vrednotenje zavarovanja terjatev spremljati po dnevni tržni ceni (Rajer, Praprotnik, 2006, str. 26). Decembra 2005 je povprečni razpon pri 11-letni obveznici na TUVL-u znašal 93 bt, medtem ko je ta razpon pri 10-letni obveznici Portugalske znašal 5 bt, pri Irski pa 7 bt. Cene obveznic na TUVL-u so se do konca leta 2005 v povprečju povišale. Najbolj so se povišale cene tri- in petletne obveznice (RS58 in RS60 za 65 bt), kar je v korelaciji s podražitvijo teh obveznic na borznem in primarnem trgu. Rajer in Praprotnik (2006) upoštevajoč višje cene oziroma zmanjšanje donosa tri- (-0,24%) in petletne (-0,16%) obveznice, zmanjšanje inflacije v tem obdobju (-0,9%) ter zmanjšanje depozitnih obrestnih mer (-0,09%), ugotavljata, da v prvih štirih mesecih TUVL ni prinesel zelenih rezultatov⁸.

⁷ Obveznice z manjšim razponom med prodajno in nakupno ceno naj bi imele višjo likvidnost in zato višjo ceno. Zmanjšanje razmika povečuje verjetnost za sklenitev posla.

⁸ Vzroke za višje cene tri- in petletne obveznice lahko iščemo predvsem v številčnejših borznih poslih z njimi in v posledično boljši povezanosti z dejanskimi razmerami na slovenskem finančnem trgu (npr. upad inflacije v letu 2005 za 0,9 odstotne točke, znižanje depozitnih obrestnih mer za 0,48 odstotne točke itd.). Na cene domačih državnih obveznic so vplivale in vedno bolj vplivajo tudi mednarodne razmere na trgu obveznic.

Slika 4: V povprečju največje razlike med kotacijami – december 2005



Vir: Rajer, Praprotnik, 2006, str. 32.

Grum (2006, str. 23) ugotavlja, da se je v obdobju od 1. januarja 2005 do 31. januarja 2006 nestanovitost tekočih in terminskih obrestnih mer državnih dolžniških vrednostnih papirjev po uvedbi TUVL-a zmanjšala in stabilizirala (glej Priloga 8). Relativna sprememba nestanovitosti med meseci po uvedbi trga TUVL je bistveno manjša kot pred tem, kar velja zlasti za dolgoročne obrestne mere. Za 10-letno ročnost se je nestanovitost brezakuponskih donosnosti znižala z 0,154 odstotne točke na 0,043 odstotne točke. To je bilo tudi pričakovano zaradi večje likvidnosti na tem trgu in s tem večje informacijske vrednosti cen državnih vrednostnih papirjev. Znižanje nestanovitosti dolgoročnih obrestnih mer je bistvenega pomena pri izpolnjevanju maastrichtskega kriterija vezanega na obrestno mero, hkrati pa omogoča lažje vodenje monetarne politike.

Promet z državnimi obveznicami se je v letu 2005 povešal kar za 58,1 odstotka, ob upoštevanju prometa na TUVL-u pa je promet porasel kar za 1,5- krat. Tržna kapitalizacija državnih obveznic na sekundarnem trgu se je v letu 2005 v primerjavi z letom 2004 povečala za 35 odstotkov, skupni promet z državnimi obveznicami pa se je povečal za skoraj dvakrat, in sicer na 243,33 milijarde SIT. V času štirimesečnega delovanja TUVL-a je bilo sklenjenih 560 poslov v skupni vrednosti 117 milijard SIT. Največ poslov je bilo sklenjeno z obveznicami RS59 (99), RS60 (71) in RS58 (37) (Rajer, Praprotnik, 2006, str. 28). Septemberski posli v vrednosti 70 milijard SIT so obetali veliko. Vendar pa se je že v naslednjem mesecu promet z državnimi obveznicami in zakladnimi menicami skoraj prepolovil. Promet prvih je z nekaj več kot 43 milijard SIT padel na manj kot 27 milijard SIT, promet zakladnih menic pa s 25 na slabih 16 milijard SIT. Vzrok za drastičen padec prometa je bil v pomanjkanju papirjev, ki so se v preteklem obdobju nakopičili v portfeljih pomembnejših vlagateljev na dolžniškem trgu kapitala. V začetnem obdobju vpeljave TUVL-a so bile obveznice gonilna sila trga, vendar so zaradi pomanjkanja papirjev to vlogo v novembru prevzele zakladne menice. V prvi polovici novembra je bilo opravljenih za nekaj več kot 33 milijard SIT poslov, kar je približno toliko, kot je znašal promet v prvih dveh tednih po odprtju trga. V obdobju od septembra do decembra 2005 se je občutno povečalo število imetnikov obveznic, in sicer za 1200. Razlog je v kupovanju obveznic v mesecu decembru zaradi dohodninske olajšave in ne toliko po zaslugi novega segmenta TUVL. V prvem četrtletju

2006 je celotni promet (vključno s TUVL) na Ljubljanski borzi dosegel vrednost 228,6 milijard SIT, od tega je 135,8 milijard SIT odpadlo na trgovanje preko TUVL-a, brez katerega bi bil promet za 11,4 odstotkov nižji kot v istem obdobju lani. V prvih dveh mesecih leta 2006 se je nadaljeval upad prometa na TUVL-u, pri čemer gre vzroke iskati v velikanskem izpadu vlagateljev na primarnih dražbah državnih vrednostnih papirjev in posledično povečanemu povpraševanju po že obstoječih papirjih na sekundarnem trgu, negotovih razmerah na denarnem trgu EU ter plitkosti slovenskega trga. Marca se je situacija na trgu izboljšala in po 68,8 milijard SIT vrednem prometu smo imeli aprila povsem povprečen promet, in sicer za nekaj manj kot 35 milijard SIT poslov z državnimi obveznicami in nekaj več kot 12 milijard SIT z zakladnimi menicami, skupaj torej 47,197 milijarde SIT (Borza, 2006, str. 10).

Z uvedbo TUVL-a se je ponudila tudi nova metodologija za izračun indeksa slovenskih državnih tolarskih obveznic s fiksno nominalno obrestno mero. Za spremljanje uspešnosti upravljanja premoženja in za odločitev o naložbeni alokaciji je ključnega pomena določitev ciljne naložbene politike portfelja, ki mora čim bolj sovpadati s kriterijskim indeksom. Grum (2006) meni, da ob upoštevanju tega dejstva borzni indeks obveznic (BIO) ne služi svojemu namenu, ker:

- vključuje obveznice izdajateljev, ki se razlikujejo v kreditni boniteti;
- vključuje le obveznice nominirane v evrih, ne pa obveznic nominiranih v tolarjih;
- likvidnost obveznic na Ljubljanski borzi je slaba;
- BIO je cenovni indeks tehtan s prometom, kar pomeni, da vključuje samo spremembe tečajev obveznic, ne pa natečenih obresti.

Za merjenje uspešnosti upravljanja obvezniškega portfelja se predlaga indeks celotne donosnosti, ki upošteva tako tečajne spremembe kot tudi natečene obresti. V indeksu celotne donosnosti se upoštevajo samo tolarske državne obveznice s fiksno nominalno obrestno mero, s katerimi se trguje na TUVL-u⁹. Iz Slike 6 (glej Priloga 8) je razvidno, da gibanje indeksa BIO nima neposredne povezave z gibanjem indeksa slovenskih državnih obveznic, saj znaša korelacijski koeficient med BIO in indeksom cenovne donosnosti (VICD) le 70,1 odstotkov. Če se poleg VICD upošteva še indeks celotne donosnosti, se korelacijski koeficient zniža na 54,4 odstotkov. To nam kaže, da BIO ni ustrezen kriterijski indeks, če dolgoročna ciljna struktura premoženja vključuje slovenske državne obveznice. Razvidno je tudi, da večina slovenskih obvezniških vzajemnih skladov, merjeno od uvedbe TUVL-a naprej, ni uspela preseči indeksa državnih obveznic, kar nekaj pa jih je preseglo BIO, ki pa je indeks cenovne donosnosti in zato neprimeren kriterijski indeks (Grum, 2006, str. 25).

Za realizacijo ciljev novega uvedenega sistema za trgovanje s svežnji vrednostnih papirjev (TUVL-a), je potrebno počakati še nekaj časa. V letu 2006 se ne pričakuje velikih sprememb na trgu državnih obveznic, saj je domači finančni trg pod budnim očesom Evropske centralne banke, ker bo Slovenija v začetku prihodnjega leta prevzela evro in zato Banka Slovenije ne bo posegala po instrumentu spreminjanja obrestnih mer. Obrestne mere na sekundarnem trgu državnih obveznic bodo tako pod vplivom njihove konvergenca ter likvidnostnih razmer

⁹ Od 1. septembra 2005 so bile upoštevane obveznice RS51, RS54, RS55, RS56, RS57, RS58, RS59 in RS60, od 23. januarja 2006 naprej pa tudi novo izdani obveznici RS61 in RS62.

posameznih obveznic. Povečanje likvidnosti in privlačnosti državnih obveznic še vedno ostaja pomembna naloga Ministrstva za finance, ki bo moralo svoje aktivnosti usmeriti v spremembe in nadaljnji razvoj tako na primarnem kot tudi na sekundarnem trgu. Z vzpostavitvijo TUVL-a so postavljena izhodišča za nadaljnje delovanje in razvoj trga državnih obveznic, vendar so potrebne dodatne dopolnitve za doseg večje likvidnosti obveznic. Pri tem bi se lahko zgledovali po drugih državah, ki so med kriterije za izbor uradnih vzdrževalcev vključili marketinške strategije, iz katerih mora biti razviden način privabljanja dodatnega kapitala, večanje konkurence, možnost širjenja distribucije državnih vrednostnih papirjev (tudi v tujini) ter s tem širjenje vlagateljskega zaledja. Za povečanje likvidnosti bi lahko vključili tudi REPO trg z obveznicami, ki na Irskem predstavlja 3,5-kratnik prometa denarnega trga (Rajer, Prasprotnik, 2006, str. 33) ter program odkupa nelikvidnih obveznic, ki bi se nadomestile z izdajo bolj likvidnih obveznic, kar pa vsekakor zahteva ustrezno pravno ureditev.

4.3. Novi produkti

Trenutne predstavitve Ljubljanske borze in najlikvidnejših domačih podjetij iz Prve kotacije v tujini so se pokazale kot zelo uspešne, saj sta se v prvih osmih mesecih leta 2006 močno povečala promet in udeležba tujih vlagateljev na našem trgu. Letošnji promet na borzi se je v tem obdobju v primerjavi z istim obdobjem lani povečal za dobrih 81 odstotkov (glej Slika 7 v Prilogi 9). Promet z delnicami borzne kotacije pa se je povečal za več kot 120 odstotkov. To se je pozitivno odrazilo tudi na letošnji indeks SBI 20, ki se je v tem obdobju povišal že za dobrih 22 odstotkov. Na Ljubljanski borzi je tudi vedno večja prisotnost tujih vlagateljev, kar nam dokazuje 54 odstotna rast vrednosti neto nakupov ter 186 odstotna rast prometa tujcev v prvih osmih mesecih glede na isto obdobje lani (Mencinger, 2006, str. 25).

Na podlagi teh rezultatov se pričakuje, da bo uvrščanje novih finančnih produktov na domačo borzo spodbudilo domače vlagatelje k obdržanju večjega deleža svojega premoženja v finančnih produktih, s katerimi se trguje na Ljubljanski borzi. Povečana ponudba teh produktov bo ugodno vpliva tudi na večje zanimanje tujih vlagateljev. Prihod večjega števila portfeljskih vlagateljev s čimbolj različnimi interesi bi pomenilo več trgovanja, kar bi izboljšalo likvidnost trga. Boljša likvidnost pa pomeni boljšo cenovno poštenost in učinkovitost trga z nižjimi transakcijskimi stroški. Za privlačen organizirani trg kapitala je torej pomembno, da ima prepoznavne in zanimive produkte, kar podrazumeva uvrščanje novih delnic (Telekom, NLB, NKBM, Zavarovalnica Triglav, Perutnina Ptuj, HIT Gorica in delnice drugih hitrorastočih podjetij) ter ostalih produktov, ki bi vlagateljem omogočili tudi izpostavljenost na tujih trgih (vzajemni skladi, ETF, naložbeni certifikati, terminske pogodbe, delniške opcije in podobno).

4.3.1. Nove delnice

Rajbar (2006, str. 3) je v svoji raziskavi (glej Tabela 11 in Slika 8) primerjal, kako bi lahko že opravljene zaprte dokapitalizacije borznih podjetij ter pričakovana privatizacija državnih podjetij oziroma bank vplivale na promet in likvidnost borze. Za zaprto dokapitalizacijo je v analizi vzela Merkur, Mercator in Savo. Pri tem ugotavlja da, če bi ta podjetja svoje dokapitalizacijske delnice

ponudile v javni odkup preko borze in bi bila borzna cena enaka dokapitalizacijski, bi se tržna kapitalizacija borze povečala za 36 milijard SIT. Ob upoštevanju količnika obrata tržne kapitalizacije za dokapitalizirana podjetja pa bi se letni promet borze povečal za 2,4 milijarde SIT. Vendar pa je ključna javna privatizacija NLB, NKBM in Telekom. Če bi jih država privatizirala tako, da bi četrtno njihovih delnic uvrstila na borzo, bi se tržna kapitalizacija borze povečala za 14 odstotkov oziroma 129 milijard SIT, letni promet borze pa za 18 odstotkov oziroma 13,5 milijarde SIT, pri čemer pripade zaprtim dokapitalizacijam le šestina celotnega učinka. Analiza nam kaže, da bi uvedba novih delnic na trgu znatno povečala promet ter v povprečju tudi likvidnost borze, kar bi nedvomno pozitivno vplivalo na slovenski trg kapitala.

4.3.2. ETF-i

Fama, Markowitz, Miller in Sharpe so s svojimi finančnimi teorijami v marsičem zaznamovali finančne trge v zadnjih desetletjih in vpeljali nove poglede na izvajanje naložbenih politik. Slednji so dokazovali, da sledenje stalni strukturi naložb, ki ga predstavlja določen indeks, izkazuje v povprečju boljše rezultate kot aktivno upravljanje. Večina aktivno vodenih vzajemnih skladov redko doseže enake donose kot sam trg. Če pa le-te že doseže, jih stroški, provizije in davki zmanjšajo pod mejo povprečja. Praksa se je v zadnjem desetletju učinkovito odzvala na te ugotovitve, zlasti z uvedbo kotirajočih indeksnih skladov oziroma tako imenovanih skladov ETF (Exchange Traded Funds) (Lukovac, 2006, str. 5). Osnovna ideja je bila združiti pozitivne lastnosti vzajemnih skladov in investicijskih družb. Tako so nastali ETF-i, ki tako kot indeksni vzajemni skladi sledijo izbranemu indeksu, vendar pa je z njimi mogoče trgovati na borzi kot z delnicami, zato poznamo pri slednjih praktično vse vrste borznih naročil, ki se uporabljajo tudi pri trgovanju z delnicami. ETF je tako sklad, katerega premoženje je naloženo v košaro vrednostnih papirjev družb, ki sestavljajo določen indeks.

Danes se lahko na svetovnih borzah trguje z več kot 400 ETF-ji. Večina jih je vezana na delniške indekse. Čedalje bolj pa se uveljavljajo ETF-i, katerih donosi so vezani na obvezniške indekse, na gibanje cen zlata, nafte in podobno. Posebnost na domačem trgu kapitala je vsekakor indeksni vzajemni sklad MP-Eurostock.si – tako imenovani ETF, ki se je pred kratkim uvrstil na Ljubljansko borzo. Gre za regijsko (Evropska unija) usmerjen delniški sklad z vnaprej določeno naložbeno politiko, ki sledi cenovnemu indeksu MP-Eurostock. Njegov namen ni premagati trg, ampak natančno posnemanje sestave indeksa. Sklad je izpostavljen tudi dejavnikom tržnega, valutnega, deželnega, političnega in tehničnega tveganja¹⁰. Tveganost glede na izbor podjetij je relativno majhna in se z obdobjem varčevanja dodatno omejuje, saj gre za velika podjetja s stabilno dividendno politiko. Zaradi sledenja cenovnemu indeksu, lahko prihaja do določene razlike vrednosti, kot posledica obračunavanja določenih stroškov kot so upravljavska in skrbniška provizija, stroški poslovanja itd.

¹⁰ Tržna tveganja (spremembe tržnih cen vrednostnih papirjev zaradi spremenjenih ekonomskih, političnih ali tržnih dejavnikov, ki lahko vplivajo na razmere na trgih kapitala ali na poslovanje izdajatelja vrednostnega papirja); valutna tveganja (sredstva vzajemnega sklada so poleg naložb, ki se izražajo v evrih lahko naložena tudi v naložbe, katerih vrednosti so določene v drugi valuti); deželno in politično tveganje (glede na posamezno regijo poslovanja podjetja in državo); tehnično tveganje (kot posledica izplačila dividend, kar posledično zmanjšuje vrednost enote premoženja po izplačilu dividend).

Izračun povprečne letne donosnosti ter njen grafični prikaz, kakor tudi njegova mednarodna primerjava niso mogoči, ker vzajemni sklad MP-Eurostock.si še ne posluje 12 mesecev. Da bi videli kakšne prednosti nam prinašajo delnice ETF-a, je smiselno pogledati posledice njihove uvedbe na ameriškem in evropskem kapitalskem trgu. Prvi ETF je nastal leta 1993 v ZDA. Njihov nadaljnji razvoj je šel strmo navzgor in danes upravljajo približno dva odstotka vseh sredstev, vloženih v investicijske sklade v ZDA (Mastnak, 2006, str. 25). Ob koncu januarja 2006 je v ZDA posloval 201 sklad ETF, katerih vrednost sredstev je znašala več kot 212 milijard USD. Rast števila ameriških ETF-ov in njihovih sredstev v upravljanju je bila izjemna, saj so se sredstva od leta 1994 do 2000 vsako leto vsaj podvojila, močni prilivi pa so se nadaljevali tudi v letih 2001 in 2002, ko so tečaji ameriških delnic padali. Povprečna stopnja rasti v obdobju od leta 2000 do leta 2005 je znašala 34,5 odstotka (glej Slika 9). V Evropi se je prvi ETF oblikoval leta 2000. Vendarle pa so evropski upravljalci ETF-ov potrebovali le štiri leta, da so dosegli tolikšno število skladov kot ameriški v desetih letih. Februarja 2004 so vlagatelji izbirali med 102 evropskima ETF-oma, ki so upravljali s 23 milijardami USD sredstev (Berk, Belavič, 2006, str. 5).

Vzajemni sklad MP-Eurostock.si je namenjen tako dolgoročnim vlagateljem kot špekulantom. Za vlagatelje, ki želijo dolgoročno vlagati v stabilna evropska podjetja z manjšim nihanjem tržnih vrednosti, pomeni sklad poceni, razpršeno in relativno varno naložbo, s katero pridobijo izpostavljenost na želenem delu trga. Z nakupom ene same delnice ETF-a razpršijo svoje premoženje prek 30 delnic in s tem zmanjšajo tveganje. Sklad je zanimiv zlasti za institucionalne vlagatelje, podjetja in finančne ustanove, ki ga lahko uporabljajo za kratkoročne likvidne rezerve ali za kratkoročne naložbe, kadar nimajo jasno izdelanega mnenja o delnicah, primernih za nakup. Trgovanje na Ljubljanski borzi bi moralo biti še posebej zanimivo za aktivne vlagatelje, ki lahko arbitrirajo med primarnim in sekundarnim trgom, saj je sklad zelo likviden glede na sestavo naložb. Za špekulante je sklad zanimiv, ker jim omogoča številne trgovalne strategije (tako dolge kot kratke), s katerimi lahko zaslužijo tako ob rasti kot padcu delniških tečajev. Zaradi odlične likvidnosti ETF-jev so takšne strategije običajno cenejše, kot če jih izvajajo z drugimi finančnimi produkti. ETF-i spadajo med najbolj likvidne vrednostne papirje na svetu. Tako se na primer celotna tržna kapitalizacija ETF-a na indeks Nasdaq 100 (QQQQ) obrne vsak teden, medtem ko se tržna kapitalizacija delnic Krke obrne vsakih sedem let (Mastnak, 2006, str. 25).

Neposredni nakup ali prodaja delnic ETF-a je omogočena samo institucionalnim vlagateljem, ki trgujejo na primarnem trgu v svežnju po 50.000 delnic ali več. Tu se fizično menja košarica delnic za delnico ETF-a, katerega glavna prednost je stroškovna učinkovitost. Ker institucionalni vlagatelji razpolagajo v svojih portfeljih praktično z vsemi delnicami, ki sestavljajo bolj znane indekse, jim ni potrebno delnic iz portfelja prodati in z iztrženim denarjem kupiti delnico ETF-a, ampak jih enotavno položijo v sklad in v zameno dobijo delnico ETF-a. Prednost se kaže tudi v procesu neobdavčene menjave košaric vrednostnih papirjev z delnicami ETF-a. Davčno učinkovitost dodatno povečuje borzno trgovanje, preko katerega je omogočena preprosta prodaja delnic ETF-ja drugim vlagateljem. Tako ne prihaja do ustvarjanja kapitalskih dobičkov, ki bi

obremenjevali vlagatelje, ki ostanejo v skladu. Sklad ob vsakem vplačilu obračuna vstopno, ob prodaji točk pa izstopno provizijo, ki znaša največ 3 odstotka od nakupne vrednosti investicijskega kupona. Poleg tega vlagatelje posredno bremenijo še stroški upravljanja ETF (0,5% povprečne letne čiste vrednosti premoženja ETF) ter stroški skrbniških storitev (0,1% povprečne letne čiste vrednosti sredstev ETF).

Pridobljene delnice ETF so prosto prenosljive in preko Ljubljanske borze dosegljive malim vlagateljem po tržni ceni v katerikoli želeni količini. Pri tem vlagatelji nimajo stroškov vstopnih ali izstopnih provizij, temveč jih bremenijo le stroški borznega posredovanja, ki znašajo približno en odstotek. Treba je omeniti tudi strošek nelikvidnosti trga, ki ga bo moral vlagatelj plačati zaradi majhne likvidnosti domačega trga, in sicer v višini 2,5 odstotka. Čeprav MP-Eurostock.si ni med najcenejšimi ETF-i na svetu, pa bo vseeno precej ugodnejši od povprečnega slovenskega upravljanega sklada (glej Tabela 12). Zaradi nižjih stroškov, ETF-i prinašajo vlagateljem višje donose od aktivno upravljanih skladov, ki vlagajo denar na iste trge kot ETF-i (glej Tabela 13). Na letni ravni je donosnost ETF-ev znašala sedem odstotkov, medtem ko je donosnost povprečno aktivno upravljanega slovenskega vzajemnega sklada v letu 2005 znašala 5,7 odstotka. Če bi želel upravitelj povprečnega sklada preseči donos ETF-a bi moral letni donos znašati več kot 9,3 odstotka oziroma 2,3 odstotne točke več od donosa ETF, vendar pa raziskave s svetovnih kapitalskih trgov takšnih sposobnosti upraviteljem skladov ne pripisujejo (Mastnak, 2006, str. 25).

Za razliko od navadnih vzajemnih skladov se z ETF-i trguje v rednem času borznega poslovanja po tržnih cenah, odvisno od ponudbe in povpraševanja. V času trgovanja se lahko kadarkoli prodajo, vse transakcije za njih pa opravi borzni posrednik. Vsak ETF na svetovnih borzah ima tudi vsaj dva vzdrževalca likvidnosti, ki sta v vsakem trenutku pripravljena kupiti in prodati delnice ETF-a v zelo majhnem razponu (pod odstotkom). S tem se zagotavlja večja globina trga, manjši razmik med ponudbo in povpraševanjem ter cena delnice ETF, ki se ne oddalji od knjigovodske vrednosti sklada za več kot odstotek.

Rezultat tega je, da so delnice ETF-ev zelo likvidne. Razvoj ETF-ev v zadnjih letih dokazuje, da so prvi resnejši konkurenti za prevzem vodilne vloge pri posredovanju prihrankov malih vlagateljev na trgu kapitala. Njihova uporaba in nadaljnji razvoj bo prinesla koristi vsem udeležencem na domačem trgu kapitala, dokaz za to sta vsekakor ameriški in evropski kapitalski trg. Vlagatelji bodo prišli do poceni razpršenega premoženja, borzni posredniki in vzdrževalci likvidnosti pa do svoje provizije.

4.3.3. Naložbeni certifikati

V času pisanja diplomskega dela v Sloveniji še nimamo naložbenih certifikatov, s katerimi bi lahko trgovali na Ljubljanski borzi. Slovenija v tem pogledu zaostaja za kapitalsko razvitimi evropskimi državami, vendar pa obstaja vedno večje zanimanje nekaterih bank za njihovo uvedbo. Pred kratkim je Raiffeisen Krekova banka v sodelovanju z Raiffeisen Centrobank pripravila dva nova produkta, in sicer indeksni certifikat SBI TOP ter garantirani certifikat

CECExt Winner, ki bosta kotirala na Dunajski in Stuttgartski borzi¹¹. Trenutno potekajo tudi pogovori o trgovanju na borzi v Ljubljani, vendar je uvrstitev naložbenih certifikatov še vedno otežena zaradi tehničnih in administrativnih ovir. Njihova začetna kotacija pa bi bila odvisna tudi od uspeha promocije in samega povpraševanja po tovrstnih instrumentih na domačem trgu. Nedvomno pa bi njihovo borzno trgovanje imelo pozitivni učinek na slovenski kapitalski trg, dokaz za to je vsekakor nemški trg.

Naložbeni certifikati predstavljajo vedno večjo alternativo tradicionalnim naložbenim oblikam. Stroškovno so podobni vzajemnim skladom, ob nakupu katerih je potrebno plačati vstopno provizijo. Za vlagatelje so zanimivi predvsem z davčnega vidika. V Nemčiji so dobički naložbenih certifikatov neobdavčeni po preteku enega leta, medtem ko so v Sloveniji izvedeni finančni instrumenti za fizične osebe v celoti neobdavčeni.

Ker so certifikati prosto prenosljivi in se izdajajo v nizkih nominacijah, so zato primerni tudi za male vlagatelje. Nakup in prodaja potekata pri izdajatelju ali na borzi, pri čemer je razlika med nakupnim in prodajnim tečajem ponavadi pod enim odstotkom. Nakup je možen že od nekaj deset evrov navzgor. Vlagatelj lahko preko njih posredno vlaga v surovine, nepremičnine, panoge in podobno. Izvenborzno trgovanje je za vlagatelja ugodnejše v primerjavi z borznim (ni borznih stroškov), saj se transakcija neposredno izvrši preko finančne institucije, ki je ponavadi vzdrževalec likvidnosti določene vrste papirja na borzi.

Ker sredstva naložena v certifikat niso aktivno upravljana, vlagatelj ne plačuje stroškov upravljanja. Slednji je tako prepuščen le svoji presoji in mora precej aktivno spremljati dogajanje na trgu, uporaba vzvoda in nekaterih drugih orodij pa od njega zahteva nekoliko več znanja kot pri običajnih vzajemnih skladih.

Certifikat lahko vsebuje tudi zavarovanje pred valutnim tveganjem, posebej popularni pa so tisti, ki jamčijo vsaj povrnitev vloženga zneska. Lahko rečemo, da je tveganje pri trgovanju z naložbenimi certifikati skoraj nično. V zadnjih letih v Evropi ni bilo nobenega primera plačilne nesposobnosti v zvezi z izdanimi certifikati. Obstaja pa tveganje, ki je povezano s samim nihanjem vrednosti naložbe.

Preprosta zakonodajna ureditev omogoča hiter nastanek novih produktov. Postopki oblikovanja novega certifikata so zelo kratki. Od ideje do trženja včasih mine le nekaj dni. Za razliko od vzajemnih skladov namreč ni potrebna izrecna odobritev nadzorne institucije. Izdajatelj mora nadzornika samo obvestiti, da je izdal nov certifikat, in mu dostaviti prospekt.

Vzajemni skladi imajo v Nemčiji dolgoletno tradicijo, vendar je v zadnjih letih opaziti vedno večje zaupanje zasebnih vlagateljev naložbenim certifikatom. Samo v Nemčiji obstaja preko 180.000 raznih certifikatov od več deset različnih izdajateljev, katerih mesečni promet na treh

¹¹ Naložbeni certifikat SBI TOP je indeksni certifikat, katerega cena sledi košarici delnic največjih slovenskih podjetij v indeksu SBI TOP. Garantirani certifikat CECExt Winner je vezan na indeks CECExt, ki ga sestavlja 45 bluechip družb in ponuja naložbo na dinamične trge srednje, vzhodne in jugovzhodne Evrope ter zagotavlja vlagateljem sto odstotno zaščito glavnice ob zapadlosti.

nemških borzah v povprečju presega 6 milijard evrov. V zadnjem času narašča število vzajemnih skladov, ki vlagajo pretežno v naložbene certifikate. V mesecu juniju 2006 so znašala na nemškem trgu celotna vložena sredstva vlagateljev v naložbene certifikate 96,3 milijarde evrov. Najrazličnejše študije kažejo na trikrat hitrejšo rast trga naložbenih certifikatov v primerjavi z vzajemnimi skladi. Do sedaj so v Nemčiji zasebni vlagatelji zaupali vzajemnim skladom v upravljanje 471 milijard evrov, medtem ko se naložbeni certifikati bližajo meji 100 milijard evrov in še vedno rastejo. Številka je še vedno zelo nizka v primerjavi z upravljalnimi sredstvi vzajemnih skladov, vendar je stopnja rasti popularnosti naložbenih certifikatov v zadnjih letih izjemna, če upoštevamo dejstvo, da je na začetku leta 2004 na nemških borzah kotiralo »samo« okoli 10.000 certifikatov. Danes se ponudba certifikatov na borzi v Stuttgartu giblje okoli številke 105.000, na borzi v Frankfurtu pa lahko izbiramo med približno 80.000 certifikati. V prvi polovici letošnjega leta je bilo na obeh omenjenih borzah v povprečju za 11 milijard evrov prometa s certifikati, skupno dobrih 67 milijard evrov (glej Slika 12). Od tega so v povprečju 57 odstotkov predstavljali naložbeni produkti brez vzvoda, preostalih 47 odstotkov pa produkti z vzvodom (Naložbeni certifikati, 2006).

4.4. Preglednost

Ljubljanska borza je decembra leta 2005 na borznem trgovalnem sistemu uvedla anonimno trgovanje, s čimer je vsem udeležencem na trgu omejila dostop do kod borznih članov. Z omenjenim ukrepom se želi izboljšati oblikovanje tečajev in zmanjšati možnost sledenja naložbenih politik posameznih borznih članov in njihovih strank. Na podlagi motivov za trgovanje poznamo neinformirane vlagatelje, ki so naklonjeni večji ex-ante preglednosti,¹² ker tako najlažje razkrivajo likvidnostne motive posla ter identiteto informiranih vlagateljev. V Sloveniji je borznim posrednikom v trgovalnem sistemu vidna celotna globina trga, končnim vlagateljem pa samo najboljše povpraševanje in najboljša ponudba na trgu. Ljubljanska borza dovoljuje tudi uporabo naročil s skrito količino, kar seveda zmanjšuje raven ex-ante preglednosti trga. Obstajajo pa tudi informirani vlagatelji, ki so naklonjeni predvsem manj transparentnemu trgovanju, ker želijo svoje motive trgovanja skriti pred drugimi udeleženci na trgu. Vendar pa je pri anonimnosti trgovanja na Ljubljanski borzi treba upoštevati, da so podatki iz delniških knjig in imetništvo obveznic dostopni vsakemu večjemu vlagatelju, ki ima vpogled pri KDD. Zato je kljub ukrepom Ljubljanske borze v to smer, težko govoriti o anonimnosti trgovanja na organiziranem trgu kapitala v Sloveniji (Vičar, 2006, str. 41-47).

V zadnjem času prevladuje vedno več borz po svetu, ki zagovarjajo anonimno trgovanje in kod borznih članov ne prikazujejo (npr. avstralska borza - SEATS, londonska borza - SETS, Euronext, nemška borza - Xetra, borza v Singapurju, borza v Tajvanu, borza v Tokiu). Obstajajo pa tudi borze, ki dopuščajo borznim posrednikom ob vnosu naročila možnost lastne izbire o razkritju identitete (npr. borza v Torontu, Nasdaq, švicarska borza) (glej Tabela 15). Borza v Torontu je aprila 2002 poleg prehoda na prostovoljno razkrivanje kod pri borznih posrednikih uvedla tudi naročila s skrito količino, ki še dodatno zmanjšujejo preglednost trgovanja. Sočasno

¹² Pri ex-ante preglednosti oziroma preglednosti pred sklenitvijo posla gre za vprašanje, koliko podatkov o naročilih je vidnih udeležencem na trgu (količina, tečaj naročila, dodatni ali posebni pogoji naročila itd.).

z Ljubljansko borzo je anonimnost trgovanja na svojem trgovalnem sistemu uvedla tudi avstralska borza, na kateri so bile pred spremembo kode borznih članov vidne vsem borznim posrednikom. Enako spremembo je julija 2003 izvedla tudi tokijska borza, ki je s tem želela preprečiti manipulacije na trgu, predvsem primere »front runninga«¹³. Verjetnost manipulacij je na majhnih trgih kapitala, kakršen je tudi slovenski, še toliko večja, saj je v primerjavi z večjimi trgi število borznih posrednikov na njih zelo majhno, sledni pa se med seboj dobro poznajo in vedo za katere stranke posredujejo, zato je nevarnost »front runninga« in drugih nedovoljenih ravnanj na trgu toliko večja. Zaradi tega je uvedba anonimnega trgovanja na Ljubljanski borzi povsem razumljiva (Vičar, 2006, str. 45-46).

Foucault, Moinas in Theissen (2004) so v svoji raziskavi na primeru borze v Parizu, ki je aprila 2001 uvedla anonimno trgovanje, pokazali, da stopnja anonimnosti trgovanja pomembno vpliva na kakovost trga oziroma na njegovo likvidnost. Ugotovili so, da se je po uvedbi anonimnosti razpon med najboljšo ponudbo in najboljšim povpraševanjem pomembno zmanjšal. Waisburd (2003) pa je na primeru iste borze v Parizu pišal do prav nasprotne ugotovitve. Primerjal je dve skupini delnic, s katerimi se trguje na enak način, vendar pri različnih stopnjah anonimnosti ter ugotovil, da je razpon med najboljšim povpraševanjem in najboljšo ponudbo manjši pri delnicah, s katerimi se trguje v manj anonimnem okolju.

Kako se bo uvedba anonimnega načina trgovanja na Ljubljanski borzi odrazila na domači kapitalski trg pa bo pokazal čas. Kljub mnogim študijam o vplivu preglednosti trgovanja na kakovost trga se ne more podati jasnega odgovora, saj prihaja do različnih ugotovitev. Večina raziskav potrjuje dejstvo, da je določena raven preglednosti trgovanja nujno potrebna za kakovost trga in zaupanje vlagateljev v trg, vendar pa še vedno ostaja odprto vprašanje glede optimalne mere preglednosti. Večja preglednost trgovanja vpliva na boljše oblikovanje poštenih tržnih cen, saj so pomembne informacije hitreje in natančneje izražene v cenah vrednostnih papirjev, po drugi strani pa naj bi negativno vplivala predvsem na likvidnost trga ter s tem škodovala kakovosti trga.

SKLEP

Z vstopom v EU se je pričela konvergenca slovenskega trga kapitala in njegovo prilagajanje evropskemu okolju. Za uspešen nadaljni razvoj slovenskega kapitalskega trga v okviru EU je potrebno najprej izboljšati domače poslovno okolje. Prvi ukrep na tem področju je vsekakor sprejem in uveljavitev novih Pravil Ljubljanske borze, ki so ključnega pomena za doseganje nadaljnjega izboljšanja integritete organiziranega trga vrednostnih papirjev in njegove učinkovitosti ter uskladitve s spremenjenimi potrebami poslovanja borze, borznih članov in delovanja trga vrednostnih papirjev. S temi pravili se želijo doseči predvsem trije cilji (Šercer, 2005, str. 9):

¹³ Nedovoljeno vrivanje naročil v okviru borznega posredovanja. Ustvarjanje prevladujoče ponudbe ali povpraševanja po določenem vrednostnem papirju, blagu na trgu s strani borznega posrednika, na podlagi vedenja o veliki transakciji, ki se bo zgodila in za katero se pričakuje, da bo imela vpliv na tržne cene.

- v borzni kotaciji izpostaviti bolj likvidne vrednostne papirje in s tem zagotoviti dodatno prepoznavnost slovenskega trga kapitala v evropskem prostoru in ga približati mednarodnim portfeljskim vlagateljem;
- s pomočjo uvedbe avkcijskega načina trgovanja povečati integriteto trga pri nelikvidnih vrednostnih papirjih in s tem izboljšati pogoje za doseganje poštene tržne cene vrednostnih papirjev;
- omogočiti udeležencem trga enostavnejše in preglednejše poslovanje v skladu s standardi.

Najpomembnejša sprememba na področju sprejema vrednostnih papirjev v borzno kotacijo in spremljanja obveščanja njihovih izdajateljev je uvedba Prve kotacije, katerega namen je povečati prepoznavnost domačih izdajateljev na mednarodnem kapitalskem trgu, ki izstopajo po svoji likvidnosti, velikosti in transparentnosti poslovanja ter povečati prisotnost tujih portfeljskih vlagateljev na slovenskem kapitalskem trgu. S tem so postavljeni temelji za dolgoročno segmentiranje trga in usmerjanje vlagateljev v najboljše domače vrednostne papirje, hkrati pa je s tem začel proces izboljšanja kakovosti finančnih produktov Ljubljanske borze.

Poleg že veljavnega in poznanega kontinuiranega načina trgovanja so se na področju trgovanja z vrednostnimi papirji na organiziranem trgu uvedli še trije novi trgovalni režimi. Z uvedbo avkcijskega trgovanja za manj likvidne delnice je borza naredila prvi korak k zagotavljanju kakovostnega trga, ki omogoča vlagateljem vstop oziroma izstop iz naložb po poštenu tržni ceni. V tem načinu trgovanja se za posamezen vrednostni papir enkrat na dan izvajajo avkcije v borznem trgovalnem sistemu, kjer se vsi posli sklenejo v enem trenutku, po enem samem tečaju. Bistvena novost so predvsem prekinitvene avkcije, ki so namenjene preprečevanju večjih dnevnih nihanj v tečajih oziroma imajo funkcijo dodatnega izpostavljanja naročil na trgu v primerih, ko bi se posli sklepali po tečajih izven tri odstotnega intervala. Izkušnje tujih organizatorjev trga z vrednostnimi papirji kažejo, da je z uvedbo prekinitvenih avkcij mogoče rešiti problem razkrivanja notranjih informacij. S tem mehanizmom se namreč zmanjšuje informacijska asimetrija med udeleženci trga ter se zagotavlja bolj poštena cena. Uvedel se je tudi sistem vzdrževalcev likvidnosti, ki v skladu s predpisanimi kriteriji zagotavljajo likvidnost določenega vrednostnega papirja, ki se odraža v večjem trgovanju, globini trga ter manjšem razponu in nestanovitosti tečajev.

Po novem smo dobili tudi trg uradnih vzdrževalcev likvidnosti (TUVL), katerega namen je oblikovati bolj likviden sekundarni trg za vse vrste ročnosti državnih vrednostnih papirjev in zagotoviti informacijo o dolgoročni obrestni meri s sekundarnega trga, ki je eden od maastrichtskih pogojev za prevzem evra. Praksa je pokazala, da lahko konkurenca med različnimi sistemi trgovanja pripelje do večje likvidnosti. Izhodišča za delovanje in razvoj TUVL-a so postavljena, vendar bodo potrebne dopolnitve za doseg njegove večje likvidnosti. Povečanje likvidnosti in privlačnosti državnih obveznic tako ostaja še vedno pomembna naloga Ministrstva za finance v prihodnjem obdobju.

Borza je aktivno delovala tudi na področju novih produktov in storitev. Tako je v novih Pravilih Ljubljanske borze uredila možnost uvrščanja vzajemnih skladov, ETF-ev in naložbenih

certifikatov na borzo. Začela se je tudi vzpostavitev trga izvedenih finančnih instrumentov, vendar je zaradi problematike kakovosti produktov, nezmožnosti izvedbe poravnave, potrebnega prilagajanja poslovanja članov ter procesa uvajanja evra začetek njegovega delovanja načrtovan v letu 2007.

Kot je bilo zapisano, nova Pravila Ljubljanske borze zasledujejo predvsem tri poglobitve cilje. Ugotovitve kažejo, da je prvi cilj že dosežen. Z uvedbo Prve kotacije so se v borzni kotaciji izpostavila najlikvidnejša domača podjetja, ki izdelujejo svoja poročila v skladu z mednarodnimi računovodskimi standardi in v angleškem jeziku ter so se tako približala mednarodnim portfeljskim vlagateljem. Promoviranje Prve kotacije oziroma najlikvidnejših domačih izdajateljev v tujini je bistveno povečalo prepoznavnost domačega trga kapitala v evropskem prostoru, dokaz za to je močna porast prometa in udeležba tujih vlagateljev na domačem trgu v zadnjem letu.

Analize tudi kažejo, da se je avkcijski način trgovanja izkazal za večinoma dobro odločitev, vendar pa bo za natančnejšo oceno potrebno zajeti daljše časovno obdobje. Želeni cilj še vedno ni v celoti dosežen, saj se je le pri približno 40 odstotkih v vzorec zajetih delnic dnevna spremenljivost tečajev zmanjšala. Avkcijski način trgovanja je pri določenih delnicah povzročil precejšnje nihanje tečajev, pri čemer se velik del krivde pripisuje vnosom tržnih naročil. Prav tako se ugotavlja, da uvedba avkcij ni občutno vplivala na promet z delnicami.

Glede tretjega cilja, o enostavnejšem in preglednejšem poslovanju v skladu s standardi, se tudi ne more podati jasnega odgovora, saj kljub mnogim študijam prihaja do različnih ugotovitev. Na podlagi študij in borznih trendov po svetu je Ljubljanska borza uvedla anonimni način trgovanja. Kako se bo ta novost odrazila na način poslovanja bo pokazal čas. Organizirani trg kapitala v Sloveniji večinoma že izpolnjuje zahteve prihajajoče evropske pravne ureditve glede preglednosti trgovanja, zato se na tem področju ne pričakuje nekih večjih prilagajanj. Vendar ko govorimo o preglednosti trgovanja, je nujno potrebno imeti v mislih, da se je v letu 2005 prek domačega organiziranega trga kapitala sklenila samo prebližno četrtina vrednostnega prometa z delnicami, preostalo pa so predstavljali prijavljeni posli s svežnji, ki zadostijo samo pogoju ex-post preglednosti in čisti zunajborzni posli, katerih sklepanje je popolnoma nepregledno.

LITERATURA

1. Arnone Marco, Iden George: Primary Dealers in Government Securities: Policy Issues and Selected Countries Experience. IMF Working Paper No. 45. Washington D.C. : International Monetary Found. 2003. 64 str.
2. Berk Aleš: Kakšen bo slovenski kapitalski trg v prihodnje. Finance, Ljubljana, 10.11.2005, str. 8.
3. Berk Aleš, Belavič Gorazd: Razmah indeksnih investicijskih skladov. Bančni vestnik, Ljubljana, 55(2006), 5, str. 2-7.
4. Berk Aleš, Belavič Gorazd: Izbrati ETF ali indeksni vzajemni sklad?. Bančni vestnik, Ljubljana, 55(2006), 6, str. 2-8.
5. Bobek Dušan: Finančni trg. Maribor : Ekonomsko-poslovna fakulteta. 1992. 189 str.
6. Comerton-Forde Carole, Rydge James: A study of market microstructure in eighteen of the world's largest and most influential stock markets. Equity Market Microstructure Review. Sydney. 2004. 103 str.
7. Coppejans Mark, Domowitz Ian, Madhavan Ananth: Liquidity in an Automated Auction Finance.
[URL: http://papers.ssrn.com/paper.taf/abstract_id=295765], 13.02.2006.
8. Čas Miloš, Jamnik Simona: Borzno pravo. Ljubljana : Gospodarski vestnik. 2000. 325 str.
9. Deželan Silva: Učinkovitost trgov kapitala. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1996. 103 str.
10. Deželan Silva: Efficiency of the Slovenian Equity market. Economic and Business review, Ljubljana, 2000, 2, str. 61-83.
11. Dolenc Primož, Ferjančič Cilka: Sekundarni trg zakladnih menic. Bančni vestnik, Ljubljana, 2002, 3, str. 43-47.
12. Dolenc Primož: Analiza sekundarnega trga zakladnih menic. Bančni vestnik, Ljubljana, 2003, 4, str. 23-26.
13. Dolenc Primož, Oplotnik Tomaž, Dermal Tina: Novosti na trgu zakladnih menic. Bančni vestnik, Ljubljana, 2003, 5, str. 31-34.
14. Dolenc Primož: Pot navzdol se nadaljuje. Kapital, Ljubljana, 2006, 383, str. 23.
15. Dolenc Primož: Kaj se dogaja na TUVL?. Kapital, Ljubljana, 2006, 385, str. 24.
16. Fama Eugene F.: The behavior of stock market prices. Journal of business, Chicago, 1965, 38, str. 34-105.
17. Foucault T., Moinas S. in Theissen E.: Does anonymity matter in electronic limit order markets?.

- [URL: <http://ssrn.com/abstract=475940>], oktober 2003.
18. Grum Andraž: Kriterijski indeks slovenskih državnih obveznic. Bančni vestnik, Ljubljana, 55(2006), 3, str. 22-25.
 19. Helena Lopez, Pierre Giot, Joachim Grammig: Expected and unexpected cost of trading in the Xetra automated auction market. University of Namur, CORE and UCL.
[URL: http://papers.ssrn.com/paper.taf/abstract_id=299619], april 2002.
 20. Horgan Michael: The »building blocks« of effective government debt management. Geneva : United Nations Institute for Training and Research. 1999. 39 str.
 21. Jermaniš Darja: Prva analiza avkcij. Finance, Ljubljana, 13.3.2006, str. 24.
 22. Kodrič Sandi: Do točk tudi prek borze. Kapital, Ljubljana, 2006, 383, str. 26.
 23. Koke Jens, Schroder Michael: The future of Eastern European capital markets. EIB papers, Berlin, 7(2002), 1, str. 117-138.
 24. Kovačič Simona: Upravljanje obvezniških vzajemnih skladov. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2005. 128 str.
 25. Lukovac Jovan: V čem je štos investicijskih skladov?
[URL: www.medvesekpusnik.si/library/includes/file.asp?FileId=741], 2006.
 26. Mastnak Simon: V Sloveniji prvi ETF. Finance, Ljubljana, 13.3.2006, str. 25.
 27. Mencinger Boštjan: Tuji vlagatelji počasi prihajajo na našo borzo. Finance, Ljubljana, 13.3.2006, str. 25.
 28. Mencinger Boštjan: Na Ljubljanski borzi se trguje vse več.
[URL: <http://www.finance-on.net/index.php?cat=955>], 16.10.2006.
 29. Mohanty M.S.: Improving liquidity in government bond Markets: What can be done?. BIS Paper No.11. Basel : Bank for International Settlements, 2001. 31 str.
 30. Mramor Dušan: Uvod v poslovne finance. Ljubljana : Gospodarski vestnik. 1993. 384 str.
 31. Mramor Dušan: Dejavniki razvoja trga kapitala v Sloveniji. 15. finančno-borzna konferenca ljubljanske borze. Ljubljana : Ljubljanska borza, 1998, str. 1-6.
 32. Mramor Dušan et al.: Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana : Gospodarski vestnik. 2000. 471 str.
 33. Mramor Dušan: Do učinkovitosti trga kapitala je še dolga pot. Bančni vestnik, Ljubljana, 49(2000), 21, str. 72.
 34. Mramor Dušan: Kapitalski trgi v tranzicijskih gospodarstvih: preteklost in prihodnost. Bančni vestnik, Ljubljana, 52(2003), 7/8, str. 1-2.
 35. Pirtovšek Srečko: Agresivnost borze. Kapital, Ljubljana, 2006, 387, str. 16.

36. Požar Sergej: Likvidnost obveznic na sekundarnem trgu. Finance, Ljubljana, 17.4.2000, str. 11-12.
37. Prelogar Simon: Učinkovitost slovenskega trga kapitala. Naše gospodarstvo, Ljubljana, 48(2002), 1/2, str 186-187.
38. Prohaska Zdenko: Razvoj finančnih trgov v tranzicijskih državah - primer Slovenija. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1997. 19 str.
39. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 205 str.
40. Rajbar Dejan: S privatizacijo do likvidne borze. Finance, Ljubljana, 13.3.2006, str. 3.
41. Rajer Bojan, Praprotnik Maja: Državne obveznice v letu 2005. Bančni vestnik, Ljubljana, 55(2006), 3, str. 26-34.
42. Repanšek Jaka: EIB (p)odpira kapitalski trg. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 1998, 16, str. 21-23.
43. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija 1. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 380 str.
44. Simoneti Marko: Razvojno poročilo o finančnem sektorju – Slovenija 2000. Projekt: Razvoj trga kapitala v Sloveniji. Ljubljana : CEEP, 2001. 19 str.
45. Simonič Janja: Borzniki o avkcijskem trgovanju. Finance, Ljubljana, 13.3.2006, str. 24.
46. Šercer Andrej: Spremenjena in dopolnjena pravila Ljubljanske borze. Pravna praksa, Ljubljana, 24(2005), 41, str. 9-11.
47. Šercer Andrej: Predlog sprememb in dopolnitev ZTV-1. Pravna praksa, Ljubljana, 25(2006), 1, pril. str. II-VII.
48. Veselinovič Draško: Borzni priročnik. Ljubljana : Gospodarski vestnik. 1995. 571 str.
49. Veselinovič Draško: Razvoj nastajajočih trgov kapitala s poudarkom na Slovenijo. Bančni vestnik, Ljubljana, 2001, 5, str. 77-83.
50. Veselinovič Draško: Finančni trg v Sloveniji. Bančni vestnik, Ljubljana, 52(2003), 7/8, str. 107-111.
51. Veselinovič Draško: Slovenski finančni trg in EU. Bančni vestnik, Ljubljana, 53(2004), 5, str. 81-87.
52. Vičar Nina: Nov sistem za trgovanje s svežnji. Finance, Ljubljana, 13.3.2006, str. 23.
53. Vičar Nina: Preglednost trgovanja na organiziranih trgih kapitala. Bančni vestnik, Ljubljana, 55(2006), 4, str. 41-47.
54. Waisburd, C.A: Anonymity and liquidity – evidence from the Paris bourse. Neeley School of Business Working Paper. Texas. 2003. 28 str.

VIRI

1. 2006 Investment Company Fact Book.
[URL: <http://www.ici.org/pdf/factbooks2.html#2006%20Fact%20Book>], maj 2006.
2. ASX market reforms - enhancing the liquidity of the australian equity market. Market consultation paper. Sidney : Australian Stock Echange. 2003. 31 str.
3. Borza. Ekonomsko ogledalo, Ljubljana, 12(2006), 4, str. 10.
4. DDI Marktübersicht.
[URL: <http://www.ddi.de/ddi/aktuelles.htm?u=0&k=0&seite=ddidepesche>], junij 2006.
5. Interna gradiva Ljubljanske borze d.d.
6. Interna gradiva MedvešekPušnik Družba za upravljanje d.d.
7. Interna gradiva Ministrstva za finance.
8. Interna gradiva študentskega borznega fokusa. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, december 2005.
9. Kriteriji za izbor uradnih vzdrževalcev likvidnosti. Ljubljana : Ministrstvo za finance, 2005. 3 str.
10. Letno poročilo 2004. Ljubljana : Ljubljanska borza, d.d., 2005. 40 str.
11. Letno poročilo 2005. Ljubljana : Ljubljanska borza, d.d., 2006. 40 str.
12. Letna statistična poročila Ljubljanske borze od 2003 do 2006.
[URL: <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=1595&sid=yR9xTbItg6L9dY1M>], 2006.
13. Ljubljanska borza 2005 v številkah.
[URL: <http://www.si21.com/news.php?id=45951>], 1.12.2005.
14. Ljubljanska borza v letu 2005 in 2006.
[URL: <http://www.si21.com/news.php?id=45950>], 1.12.2005.
15. Mesečna statistika v letu 2005 in 2006.
[URL: <http://www.ljse.si/cgibin/jve.cgi?doc=975&sid=npSluhbfpYWStA0n>], 2006.
16. Najvidnejši izdajatelji Ljubljanske borze. Ljubljana : Ljubljanska borza, 2006. 26 str.
17. Naložbeni certifikati.
[URL: <http://certifikati.blogspot.com>], november 2006.
18. Naložbeni certifikati.
[URL: <http://www.financna-tocka.si/cert.php>], november 2006a.
19. Navodila Klirinškodpotne družbe za sočasno izpolnitev zunajborznih poslov. Ljubljana : Ministrstvo za finance, 2004. 7 str.
20. Navodila za indekse, kriterije likvidnosti, tečajnico in druge statistike.

- [URL: <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?att=2679&sid=>], 29.8.2005.
21. Navodila za izdajatelje vrednostnih papirjev na organiziranem trgu.
[URL: <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?att=2667&sid=>], 29.8.2005.
 22. Navodila za sprejem in spremljanje borznih članov in posrednikov.
[URL: <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?att=2665&sid=>], 29.8.2005.
 23. Navodila za trgovanje.
[URL: <http://www.ljse.si/cgibin/jve.cgi?att=2666&sid=>], 29.8.2005.
 24. Navodila za trgovanje z vrednostnimi papirji Republike Slovenije preko uradnih vzdrževalcev likvidnosti. Ljubljana : Ljubljanska borza, 2005. 13 str.
 25. Navodila za vzdrževalce likvidnosti.
[URL: <http://www.ljse.si/cgibin/jve.cgi?att=2652&sid=>], 1.3.2006.
 26. Poročilo o finančni stabilnosti. Ljubljana : Banka Slovenije, 2006. 84 str.
 27. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2005. Ljubljane : Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2006. 45 str.
 28. Pravila borze.
[URL: <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?att=2678&sid=>], 11.7.2005.
 29. Pravila za izvedbo avkcij državnih vrednostnih papirjev za leto 2006. Ljubljana : Ministrstvo za finance, 2006. 27 str.
 30. Pravila za trgovanje z vrednostnimi papirji Republike Slovenije preko uradnih vzdrževalcev likvidnosti. Ljubljana : Ljubljanska borza, 2005. 9 str.
 31. Priročnik za trgovanje.
[URL: <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?att=2919&sid=>], april 2005.
 32. Razporeditev vrednostnih papirjev po posameznih skupinah v avkcijskem trgovanju.
[URL: <http://www.ljse.si/cgibin/jve.cgi?doc=2749&sid=xLzdKtH6UoceOn1h8sCyg7Z1c9VXYGu3>], 2005.
 33. Spletna stran Ljubljanske borze.
[URL: <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=4048&sid=>], 2006.
 34. Splošni pogoji izpolnjevanja zaveze uradnega vzdrževanja likvidnosti vrednostnih papirjev Republike Slovenije. Ljubljana : Ministrstvo za finance, 2005. 4 str.
 35. Strateške smernice dela uprave Ljubljanske borze za obdobje 2005-2009. 3 str.
[URL: <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=581&sid=UcgRsZolQdOHgHi6>], 23.3.2005.
 36. Trgovanje z vrednostnimi papirji RS preko uradnih vzdrževalcev likvidnosti.
[URL: http://www.sigov.si/mf/slov/vredn_papirji/seznam_obveznic.htm], 2005.

PRILOGE

Priloga 1: Učinkovitost slovenskega trga kpitala

Tabela 1: Značilnosti slovenskega trga s teoretičnimi pogoji učinkovitega trga kapitala

Učinkovit trg kapitala	Slovenski trg kapitala
Število udeležencev na trgu kapitala mora biti tolikšno, da posamezniki oziroma skupine ne morejo načrtno in konsistentno vplivati na cene vrednostnih papirjev.	Število tržnih udeležencev na slovenskem trgu kapitala je relativno malo, prav tako je tudi likvidnost nizka, zato lahko posamezniki oziroma skupine načrtno spreminjajo tečaje (vsaj kratkoročno).
Informacije morajo biti lahko in v velikem številu dosegljive, njihovi stroški pa morajo biti razmeroma nizki.	Javno objavljene informacije so vsem razmeroma poceni dosegljive, toda ne v velikem številu. Izhaja le en časnik (Finance), ki se intenzivno ukvarja s trgom kapitala in prinaša razmeroma sveže novice, ki so začinjene z rumenim tiskom.
Stroški transakcij morajo biti nižji kot na ostalih trgih, kjer se menja lastništvo, in naj obsegajo le nekaj odstotkov cene.	Stroški transakcij na slovenskem trgu kapitala so v primerjavi z drugimi zelo visoki, saj moramo za celotno transakcijo (nakup in prodajo) odšteti do 3% cene, poleg tega moramo plačati tudi stroške odprtja računa in 30-odstotni davek na kapitalski dobiček.
Lokacija borzne kotacije posameznih podjetij ne sme ovirati trgovanja. Edini strošek pri tem pa naj predstavlja cena telefonskega klica. Transportnih stroškov ni.	V Sloveniji pri tem nastane problem, da imajo borznoposredniške hiše svoje poslovalnice le v večjih krajih. Zaradi tega so prikrajšani vlagatelji iz manjših krajev. Obstajajo tudi drugi stroški, kot je na primer plačilo transakcije s položnico.
Homogenost vlagateljev, katerih motiv za trgovanje naj bi bil pričakovani bodoči denarni tok v skladu z njihovim tveganjem.	Na slovenskem trgu kapitala bi lahko rekli, da je glavni motiv za trgovanje s pomočjo različnih notranjih informacij priti do čim večjega dobička in se ne sklada s teoretičnim pogojem za učinkovito delovanje trga kapitala.
Na trgu kapitala mora delovati množica konkurenčnih analitikov, ki iščejo nepravilno ocenjene vrednostne papirje.	Množica konkurenčnih analitikov na slovenskem trgu kapitala sicer obstaja, toda njihovo delo ni takšno, kot izhaja iz teorije in kot je to v ZDA. Analitiki skušajo zbrati čim več internih informacij in se na podlagi le-teh odločiti o nakupu vrednostnih papirjev.

Vir: Prelogar, 2002, str. 186-187.

Priloga 2: Prva kotacija

Prikaz 1: Dodatna merila za vstop v Prvo kotacijo

Na področju sprejema vrednostnih papirjev in spremljanja obveščanja njihovih izdajateljev je najpomembnejša sprememba pravil uvedba Prve kotacije, v katero se lahko uvrščajo delnice javnih družb, ki izpolnjujejo sledeča merila (Pravila borze, 21. a člen, 2006):

a) Kvantitativna merila:

- minimalna knjigovodska vrednost kapitala ali minimalna povprečna tržna kapitalizacija, kadar se z delnicami organizirano trguje vsaj 6 mesecev, je 12 milijard SIT;
- minimalna velikost razreda delnic je 250 milijonov SIT;
- odstotek razreda delnic v javnosti mora znašati vsaj 25 odstotkov ter se določi tako, da se od števila vseh delnic, ki so uvrščene v borzno kotacijo, odštejejo:
 - vse delnice, ki so v lasti posameznih imetnikov, ki presegajo 15 odstotkov celotne izdaje,
 - vse delnice, ki so v lasti članov uprave in nadzornega sveta, posamezne osebe, izdajatelj, države in občin, katerih delež vsakega od teh presega 5 % celotne izdaje.Ne odštejejo pa se delnice, ki so v lasti vzajemnih skladov, investicijskih družb ali pokojninskih vzajemnih skladov.
- število imetnikov razreda delnic je vsaj 150.

b) Likvidnostna merila:

- minimalno povprečno dnevno število sklenjenih poslov z delnicami posameznega razreda (brez upoštevanja svežnjev) mora biti večje ali enako 2;
- minimalni povprečni dnevni vrednostni obseg sklenjenih poslov z delnicami posameznega razreda (brez upoštevanja svežnjev) mora biti večje ali enako 1 milijon SIT;
- globina trga merjena po metodi CGT, pri čemer je velikost naročila enaka 1 milijon SIT, mora znašati manj kot ali enako 500.

Namesto izpolnjenih kriterijev likvidnosti lahko izdajatelj borzi posreduje kopijo sklenjene veljavne pogodbe z vzdrževalcem likvidnosti za razred delnic, ki so predmet zahteve za premestitev.

c) Merila obveščanja:

- zaveza izdajatelja, da bo obveščal in poročal v skladu z Mednarodnimi standardi računovodskega poročanja (MSRP);
- izjava izdajatelja, da zagotavlja javno objavo povzetkov svojih javnih objav tudi v angleškem jeziku.

Priloga 3: Sistem delovanja avkcij

Tabela 2: Oblike stanja trga v avkcijskem načinu trgovanja

STANJA TRGA	OBDOBJE	URNIK	UPRAVLJANJE Z NAROČILI	SKLEPANJE POSLOV
ZAPRT TRG		- 8.00	Ni možno	Ni možno
DELNO ODPRT TRG	A: $t_0 - t_1$	8.00 – 11.00	Možno	Ni možno
INTERVAL ODPIRANJA TRGA	B: $t_1 \leq x \leq p_1$	11.00 – 12.00 v skladu s predpisanim urnikom	Možno, dokler se trg ne odpre	Ni možno
TRG PRED ZAPRTJEM	C: $x - t_2$	11.00 – 13.00	Možno omejeno upravljanje	Možno omejeno sklepanje
ZAPRT TRG		13.00 -	Ni možno	Ni možno

Vir: Lastni prikaz.

Tabela 3: Možni vnosi posameznih vrst naročil glede na stanja trga v avkcijskem načinu trgovanja

AVKCIJSKI NAČIN TRGOVANJA	VRSTE STANJA TRGA NAROČIL		ZAPRT TRG	DELNO ODPRT TRG	TRG PRED ZAPRTJEM
	TRŽNA NAROČILA		X	✓	X
	OMEJENA NAROČILA	NAVADNO OMEJENO NAROČILO	X	✓	X
		Z DODATNIMI POGOJI NAČINA PRIKAZA IN IZVRŠITVE	NAROČILO Z RAZPONOM	X	X
			NAROČILO Z RAZPONOM IN ODSTRANITVIJO NEIZVRŠENE KOLIČINE	X	✓
			NAROČILO S SKRITO KOLIČINO	✓	X
		Z DODATNIMI POGOJI ČASA IZVRŠITVE	DNEVNO NAROČILO	✓	✓ (samo FOK)
			ODPRTO NAROČILO	✓	X
			NAROČILO DO VKLJUČNO DOLOČENEGA DATUMA	✓	X
	S POSEBNIMI POGOJI IZVRŠITVE	“VSE ALI NIČ” NAROČILO	X	X	X
		NAROČILO Z MINIMALNO KOLIČINO PRVEGA SKLENJENEGA POSLA	X	X	X
		NAROČILO Z MINIMALNO KOLIČINO VSEH SKLENJENIH POSLOV	X	X	X

Op.: FOK* naročilo neizvršene količine

Vir: Priročnik za trgovanje, 2005, str. 37.

Tabela 4: Urnik odpiranja trga za posamezne skupine

SKUPINA	INTERVAL ODPIRANJA TRGA	INTERVAL ODPIRANJA TRGA PRI PODALJŠANJU*
1.	11:00 do 11:02	11:15 do 11:17
2.	11:10 do 11:12	11:25 do 11:27
3.	11:20 do 11:22	11:35 do 11:37
4.	11:30 do 11:32	11:45 do 11:47
5.	11:40 do 11:42	11:55 do 11:57
6.	11:50 do 11:52	12:05 do 12:07

*V primeru prekinitvene avkcije (glej poglavje prekinitvene avkcije)

Vir: Priročnik za trgovanje, 2005, str. 38.

Op.: V avkcijskem načinu trgovanja se odpiranje trga izvede po skupinah vrednostnih papirjev.

Tabela 5: Razvrstitev vrednostnih papirjev v avkcijski način trgovanja po skupinah

1. skupina – 11:00			2. skupina – 11:10		
1	APAG	Alpetur potovalna agencija	1	GSBG	GEA
2	ASVG	Avtoprevoznitvo in servisi	2	GTKG	Goriški tisk
3	ATPG	Aktiva naložbe	3	ICRG	IMP črpalke Ljubljana
4	BELG	Belinka	4	IELG	Elmo
5	CAP1	Capita	5	IFHR	Infond holding 1
6	CETG	Cetis	6	IHPG	Inles
7	COMG	Color	7	IMTG	Žito intes
8	CRKG	Creina	8	INRG	Intertrade ITA
9	DZS	DZS	9	INTR	Intara
10	FIRR	Finira	10	JAMR	Jata Emona
11	GEAL	GEA College	11	JASG	Jadran
12	GGBG	Gozdno gospodarstvo Bled	12	JESG	Jelen gostinsko podjetje
13	GHUG	Grand hotel Union	13	JPIG	Javor Pivka
14	GKRG	Egoles	14	KDHP	KD holding
15	GORG	Goriške opekarne	15	KRHR	Krona holding
PROSTI TRG			PROSTI TRG		
3. skupina – 11:20			4. skupina – 11:30		
1	KS2G	KS2 naložbe	1	MR1R	M1
2	LIVG	LIV Postojna	2	NALN	Nama
3	LIZG	LIZ inženiring	3	NKPG	Niko
4	LSBG	Lesnina EMMI	4	POIR	Pom-Invest
5	MAPG	Marina Portorož	5	POPG	Plama-PUR
6	MEDR	Medaljon	6	PPDG	Prva pokojninska družba
7	MHLG	Fond Invest	7	PPIR	POM naložbe
8	MIPG	MIP	8	RGP	Zdravilišče Rogaška
9	MISG	Mitol Sežana	9	RGS	Zdravilišče Rogaška
10	MKIR	Maksima Invest	10	RKRG	RTC Krvavec
11	MKOG	Melamin	11	SIHG	Sijaj Hrastnik
12	MKTG	MK tiskarna	12	SKDR	KD Group
13	MLHR	Modra linija holding	13	SLLG	Slovenijales
14	MPLR	Medvešek Pušnik	14	ST1R	Hram holding
15	MROR	Mercata	15	TEAG	Tekstina

Nadaljevanje Tabele 5

PROSTI TRG			BORZNA KOTACIJA		
5. SKUPINA – 11:40			6. SKUPINA – 11:50		
1	TFDR	Triglav finančna družba	1	CHZG	Comet
2	TKMG	Košaki TMI	2	DPRG	Delo prodaja
3	TODG	Tosama	3	EOKG	Emona obala
4	TR0R	Trdnjava holding	4	GZRG	Geodetski zavod Slovenije
5	TR1R	Trdnjava I holding	5	MAJG	Mlinotest
6	TRSG	Triglav naložbe	6	MTSG	Kompas MTS
7	TSOR	Tovarna sladkorja Ormož	7	NIKN	Nika
8	TUBG	Swaty	8	PRBP	Probanka
9	VHLG	Hidrotehnik			
10	VIHR	Vizija holding			
11	VLJG	Velana			
12	VZPG	Vizija holding ena			
13	ZDDG	Terme dobrna			
14	ZM2R	Zlata moneta II			
15	ZMDG	Železarna Ravne – monter Dravograd			

Vir: Razporeditev vrednostnih papirjev po posameznih skupinah v avkcijskem trgovanju, 2005.

Op.: V prvih petih skupinah so razvrščeni vrednostni papirji s prostega trga, v šesti skupini pa se nahajajo vrednostni papirji iz borzne kotacije.

Priloga 4: Prekinitvene avkcije

Tabela 6: Urnik prekinitvenih avkcij

NEPREKINJEN NAČIN TRGOVANJA		
INTERVAL ODPIRANJA TRGA	ODPIRANJE TRGA PRI PODALJŠANJU	
9:30 do 9:32	podaljšanje do 9:45 / 9:47	
PRIMERI PREKINITEV	PREKINITVENA AVKCIJA	INTERVAL ODPIRANJA TRGA
...	...	...
do 10: 00	do 10: 10	10: 10 do 10: 12
do 10: 05	do 10: 15	10: 15 do 10: 17
do 10: 10	do 10: 20	10: 20 do 10: 22
itd.	itd.	itd.
PREKINITVE OB ZAKLJUČKU TRGOVANJA	PREKINITVENA AVKCIJA	INTERVAL ODPIRANJA TRGA
do 12: 50	do 13: 00	13: 00 do 13: 02
do 12: 55	do 13: 05	13: 05 do 13: 07
do 13: 00	do 13: 10	13: 10 do 13: 12
AVKCIJSKI NAČIN TRGOVANJA		
INTERVAL ODPIRANJA AVKCIJE	ODPIRANJE AVKCIJE PRI PODALJŠANJU	
11: 00 do 11: 02*	podaljšanje do 11: 15 / 11: 17	
11: 50 do 11: 52**	podaljšanje do 12: 05 / 12: 07	

* Op: prva skupina; ** Op: zadnja skupina

Vir: Priročnik za trgovanje, 2005, str. 40.

Priloga 5: Vzdrževalci likvidnosti

Tabela 7: Minimalni kriteriji za vzdrževalce likvidnosti

Skupina	Maks. Razpon ponudbe	Min. velikost ponudbe	Minimalni čas prisotnosti ponudbe
S1	3%	3 mio SIT	80%
S2	4%	2 mio SIT	
S3	5%	1 mio SIT	
S4	5%	0,5 mio SIT	

Vir: Navodila za vzdrževalce likvidnosti, 2006.

Op.: Vzdrževalci likvidnosti so dolžni dnevno zagotavljati omejena naročila za nakup in prodajo na trgu ter sklepati posle na podlagi teh naročil, pri čemer so dolžni zagotavljati navedene minimalne kriterije.

Tabela 8: Razdelitev vrednostnih papirjev v skupine

Skupina	CGT	Povp. dnevni obseg prometa (brez prijavljenih poslov s svežnji)
S1	$CGT \leq 100$	vsaj 20 mio SIT
S2	$100 < CGT \leq 500$	vsaj 3 mio SIT
S3	$500 < CGT \leq 1000$	vsaj 1 mio SIT
S4	$CGT > 1000$	

Vir: Navodila za vzdrževalce likvidnosti, 2006.

Op.: Borza dvakrat letno opravi razdelitev vrednostnih papirjev v skupine, ki jih uporabi pri določanju minimalnih kriterijev in popustov za vzdrževalce likvidnosti. Pri razdelivi v skupine se kot kriterija upoštevata globina trga in povprečni dnevni obseg prometa.

Tabela 9: Dodelitev ugodnosti za vzdrževalce likvidnosti

Skupina	Obračunan popust
S1	30%
S2	40%
S3	50%
S4	60%

Vir: Navodila za vzdrževalce likvidnosti, 2006.

Op.: Popust se obračuna na podlagi aktivnosti vzdrževalca likvidnosti in glede na skupino, v kateri se vrednostni papir nahaja.

Priloga 6: Trg uradnih vzdrževalcev likvidnosti (TUVL)

Tabela 10: Seznam obveznic, s katerimi se trguje na trgu uradnih vzdrževalcev likvidnosti

naziv	kupon (%)	datum izdaje	datum zapadlosti
RS62	3,50	23.01.2006	23.03.2017
RS61	3,25	23.01.2006	23.01.2011
RS60	3,50	31.03.2005	31.03.2010
RS59	4,00	17.01.2005	17.02.2016
RS58	3,25	17.01.2005	17.04.2008
RS57	4,88	15.03.2004	15.10.2014
RS56	4,88	11.02.2004	11.02.2009
RS55	5,00	11.02.2004	11.02.2007
RS54	5,75	15.10.2003	15.10.2013
RS52	6,25	08.04.2003	08.04.2008
RS51	7,75	24.02.2003	24.02.2006

Vir: Trgovanje z vrednostnimi papirji RS preko uradnih vzdrževalcev likvidnosti, 2005.

Prikaz 2: Indeks uspešnosti kot kriterij za izbor uradnih vzdrževalcev likvidnosti

Indeks uspešnosti se izračunava na podlagi aktivnosti uradnega vzdrževalca na primarnem in sekundarnem trgu, in sicer po naslednji formuli:

$$IU = 0,40 * AP + 0,60 * AS$$

pri čemer so:

IU...indeks uspešnosti

AP...aktivnost uradnega vzdrževalca na primarnem trgu in

AS...aktivnost uradnega vzdrževalca pri trgovanju z vrednostnimi papirji RS preko uradnih vzdrževalcev likvidnosti.

Aktivnost uradnega vzdrževalca na primarnem trgu (*AP*) se izračunava na osnovi povprečnega vpisa in posredovanja vpisa v skupni letni emisiji zakladnih menic in državnih obveznic v obdobju preverjanja brez upoštevanja vpisa državnih obveznic v drugem krogu avkcij, in sicer:

$$AP = 0,30 * (\frac{1}{4}EZM + \frac{1}{4}TZM + \frac{1}{4}SZM + \frac{1}{4}DZM) + 0,70 * (\frac{1}{3}TOBV + \frac{1}{3}POBV + \frac{1}{3}DOBV)$$

pri čemer so:

EZM ... povprečni znesek vpisa in/ali znesek posredovanja vpisa v skupni letni emisiji enomesečnih zakladnih menic,

TZM ... povprečni znesek vpisa in/ali znesek posredovanja vpisa v skupni letni emisiji trimesečnih zakladnih menic,

SZM ... povprečni znesek vpisa in/ali znesek posredovanja vpisa v skupni letni emisiji šestmesečnih zakladnih menic,

DZM ... povprečni znesek vpisa in/ali znesek posredovanja vpisa v skupni letni emisiji dvanajstmesečnih zakladnih menic,

TOBV ... povprečni znesek vpisa in/ali znesek posredovanja vpisa v skupni letni emisiji triletnih državnih obveznic brez upoštevanja drugega kroga,

POBV ... povprečni znesek vpisa in/ali znesek posredovanja vpisa v skupni letni emisiji petletnih državnih obveznic brez upoštevanja drugega kroga,

DOBV ... povprečni znesek vpisa in/ali znesek posredovanja vpisa v skupni letni emisiji desetletnih (enajstletnih) državnih obveznic brez upoštevanja drugega kroga,

Aktivnosti uradnega vzdrževalca pri trgovanju z vrednostnimi papirji RS preko uradnih vzdrževalcev (*TUVL*) se izračuna na osnovi prometa in števila poslov v obdobju preverjanja, in sicer:

$$AS = 0,70 * DPST + 0,30 * DŠPT$$

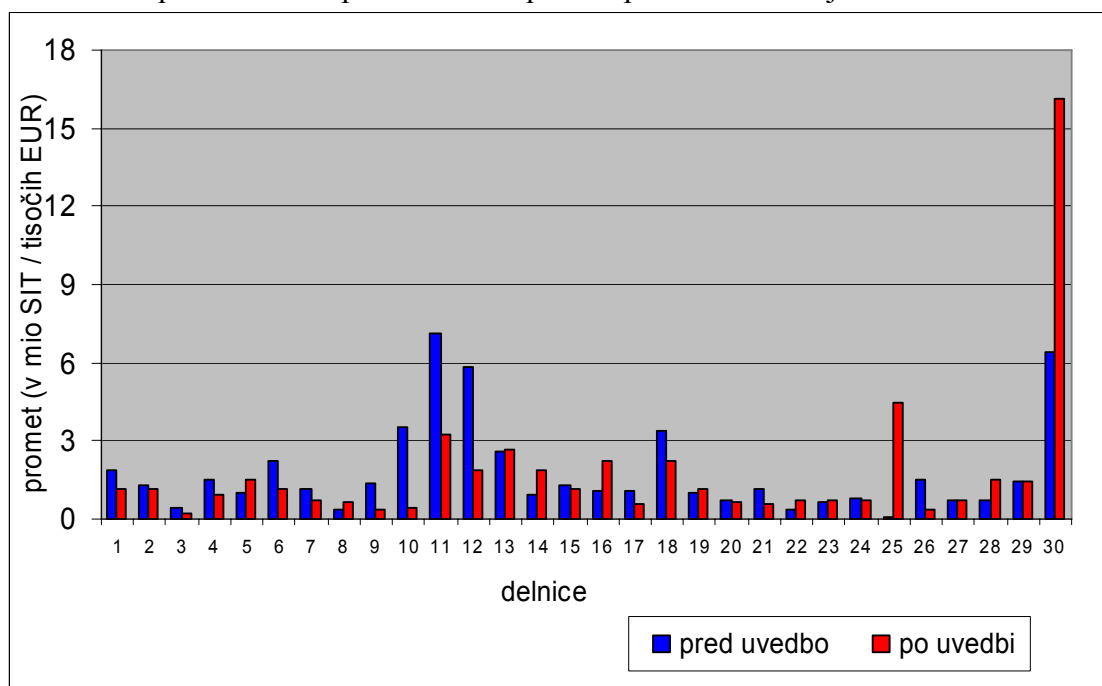
pri čemer so:

DPST ... povprečni delež prometa v skupnem prometu pri trgovanju z vrednostnimi papirji RS preko uradnih vzdrževalcev (*TUV*),

DŠPT ... število poslov v skupnem številu sklenjenih poslov pri *TUV*.

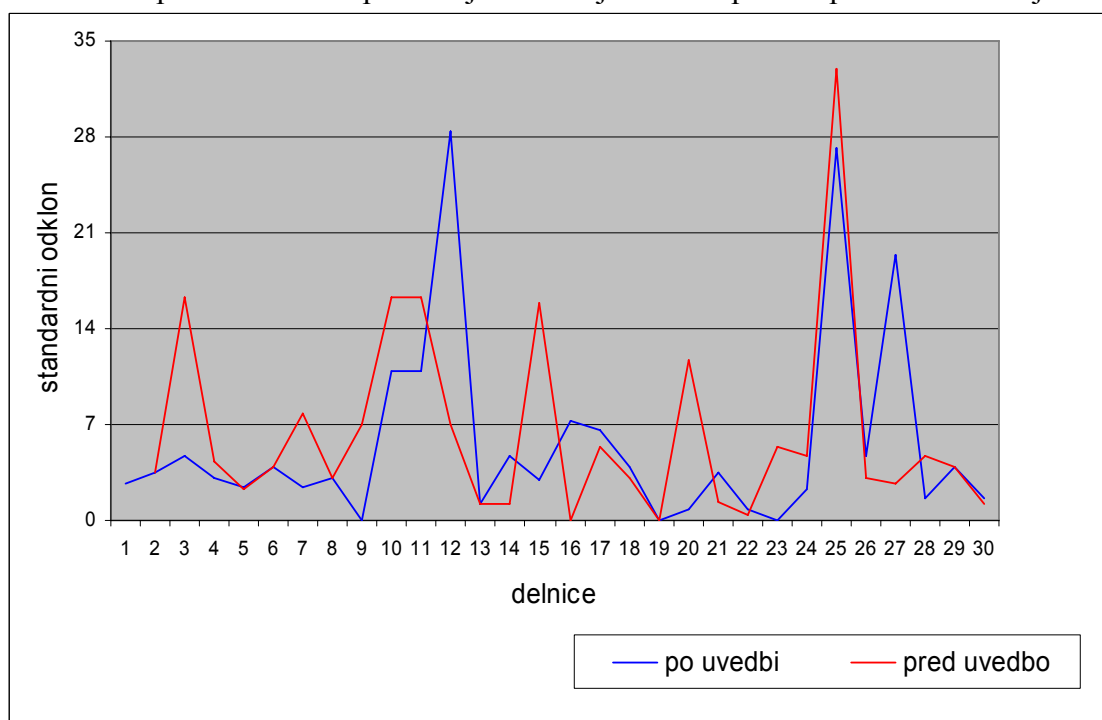
Priloga 7: Vpliv uvedbe avkcijskega načina trgovanja

Slika 1: Povprečni dnevni promet delnic pred in po uvedbi avkcij



Vir: Jermaniš, 2006, str. 24.

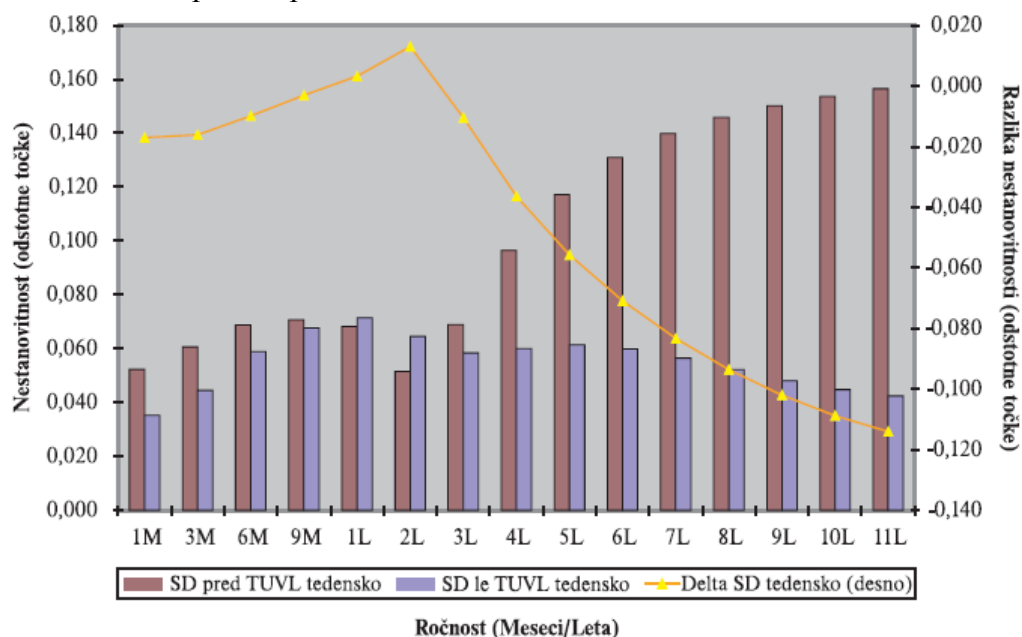
Slika 2: Povprečna dnevna spremenljivost tečajev delnic pred in po uvedbi avkcij



Vir: Jermaniš, 2006, str. 24.

Priloga 8: Vpliv uvedbe TUVL-a

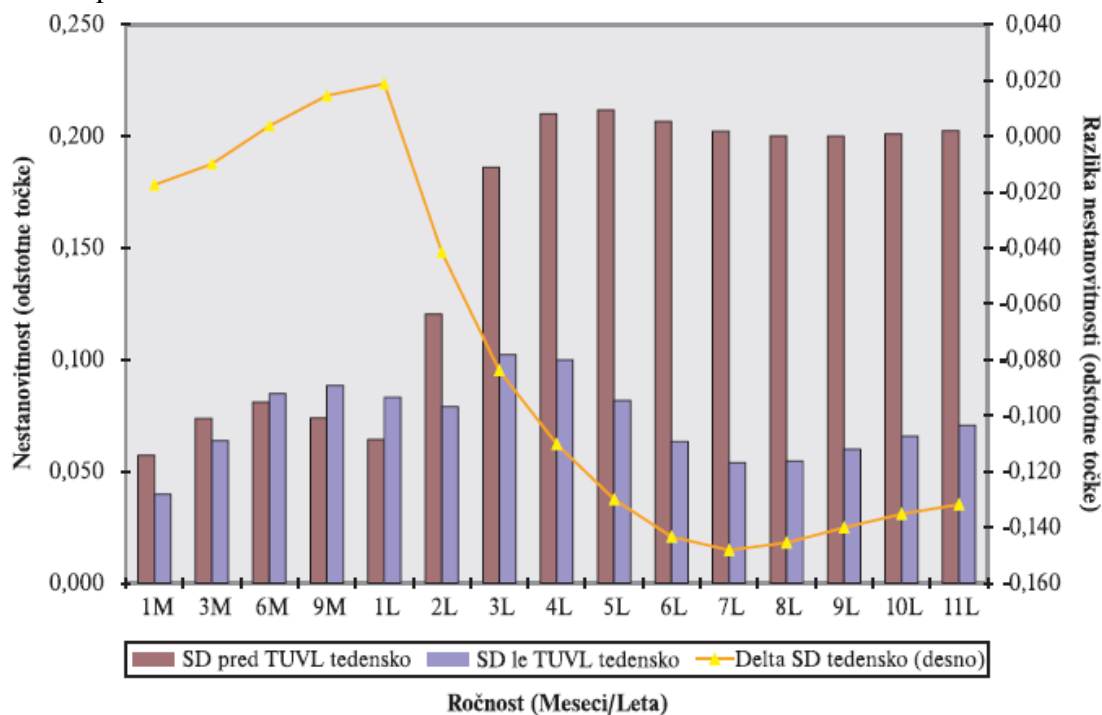
Slika 3: Nestanovitnost tedenskih brezakuponskih donosnosti za standardizirane ročnosti pred in po uvedbi TUVL-a



Op.: Nestanovitnost je prikazana kot standardni odklon (SD) tedenskih ocen.

Vir: Grum, 2006, str. 70.

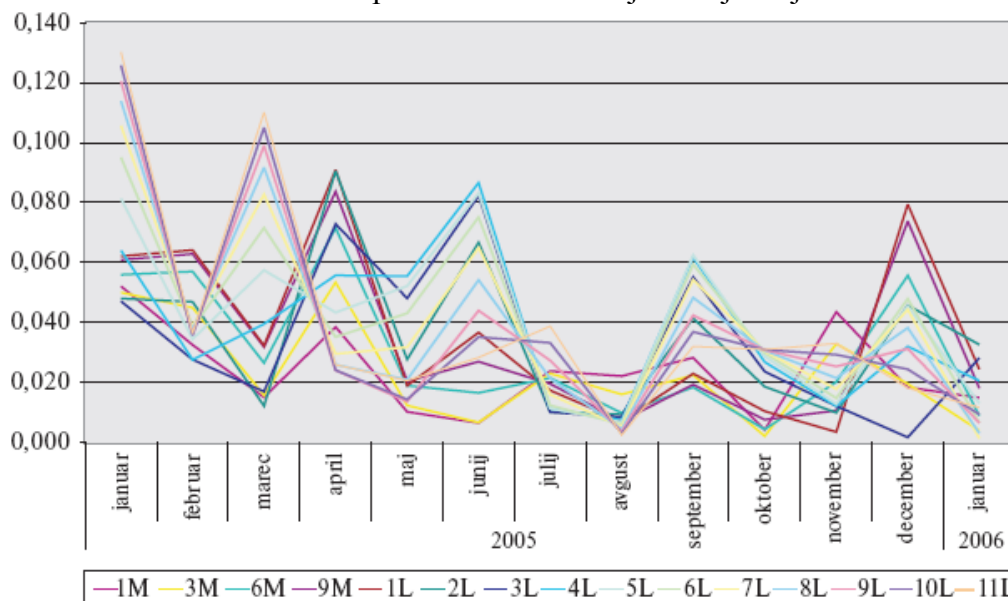
Slika 4: Nestanovitnost tedenskih terminskih obrestnih mer za standardizirane ročnosti pred in po uvedbi TUVL-a



Op.: Nestanovitnost je prikazana kot standardni odklon (SD) tedenskih ocen.

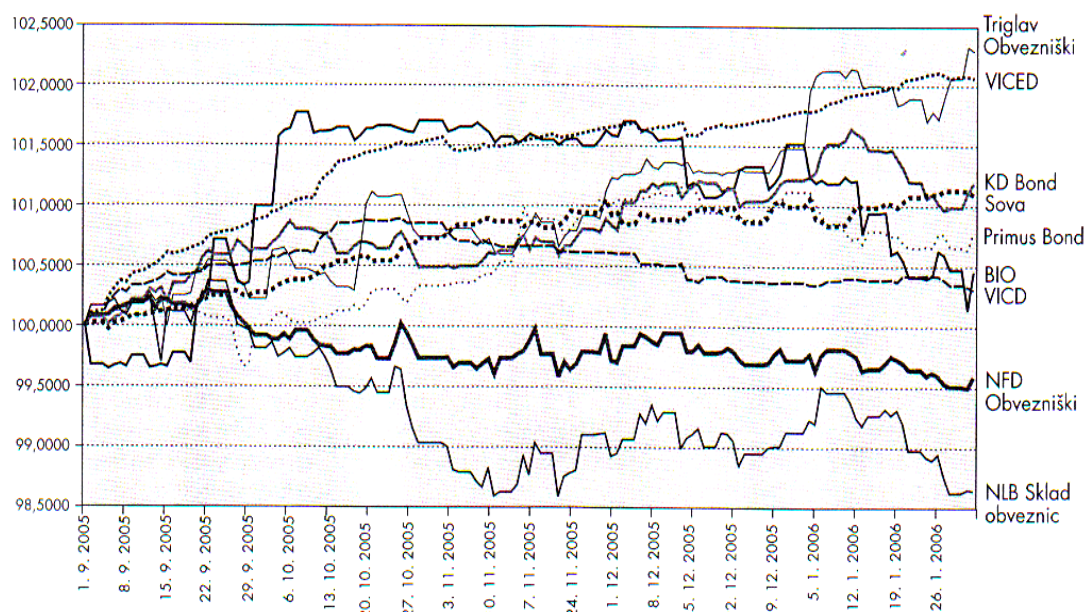
Vir: Grum, 2006, str. 70.

Slika 5: Gibanje nestanovitnosti brezakuponskih donosnosti (tedenski podatki) za standardizirane ročnosti po mesecih v obdobju ocenjevanja



Vir: Grum, 2006, str. 71.

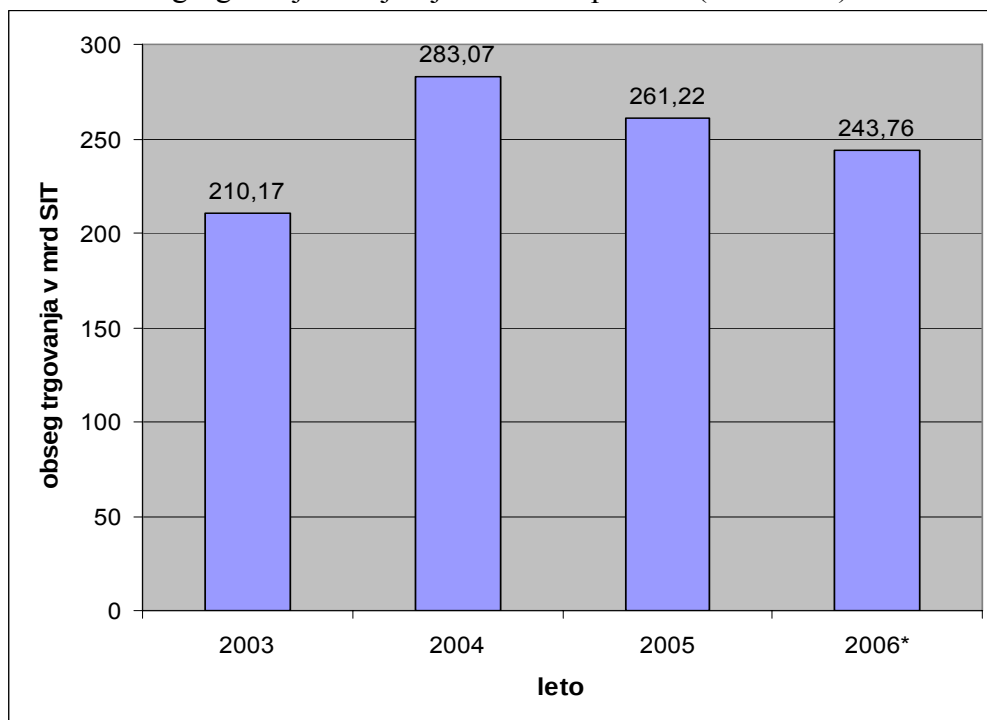
Slika 6: Primerjava gibanja izračunanih indeksov z borznim indeksom obveznic in enotami premoženja izbranih obvezniških vzajemnih skladov (1.9.2005 = 100)



Vir: Grum, 2006, str. 25.

Priloga 9: Vpliv novih produktov

Slika 7: Obseg trgovanja na Ljubljanski borzi po letih (v mrd SIT)



* promet v prvih osmih mesecih

Vir: Letna statistična poročila Ljubljanske borze od 2003 do 2006, 2006.

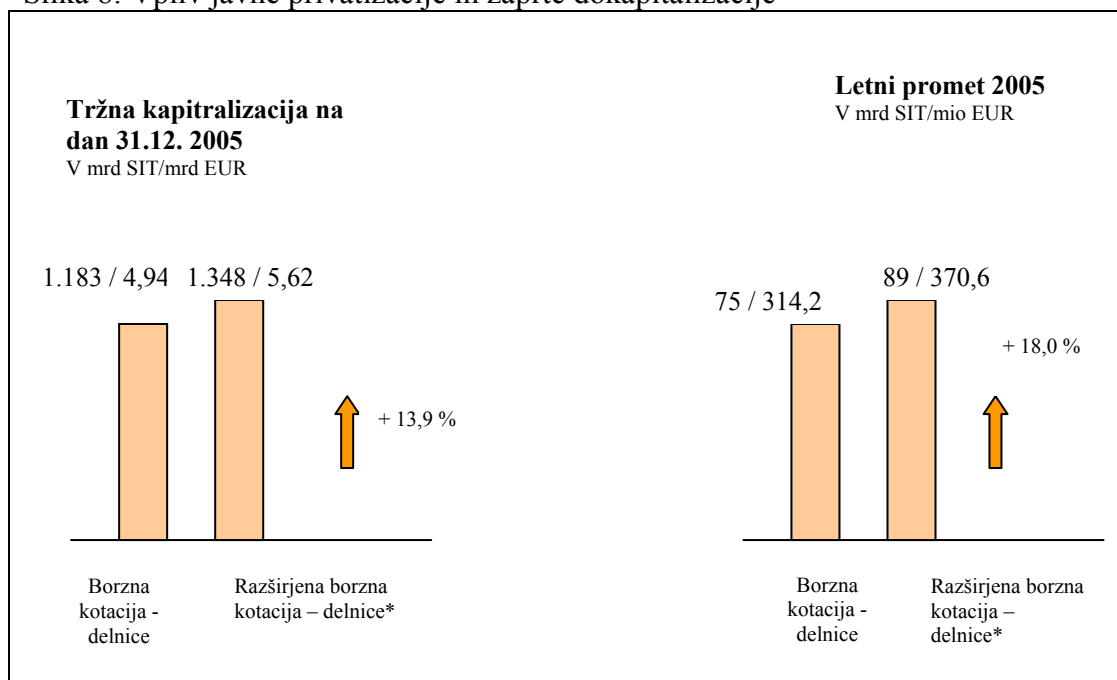
Tabela 11: Zaprte dokapitalizacije manjša škoda za borzo kot mogoče nejavne privatizacije

DOKAPIT- LIZACIJA	Št. delnic (v lotih)	Cena na delnico v dokapitalizaciji		Vrednost dokapitalizacije		Obrat tržne kapital izacije * (v %)	Ocean povprečnega letnega prometa***	
		v SIT	v EUR	v mio SIT	v mio EUR		v mio SIT	v mio EUR
Merkur	98.000	36.20 0	151,0 6	3.548	14,80	3,66	130	0,54
Sava	286.000	28.00 0	116,8 4	8.008	33,42	2,21	177	0,74
Mercator	641.700	38.00 0	158,5 7	24.385	101,7 6	8,41	2.051	8,56
Skupaj dokapitali- zacija				35.940	149,9 8		2.358	9,84
PRIVATI- ACIJA	Št. delnic (v lotih)	Cena za delnico na sivem trgu		Vrednost na sivem trgu		Ocena obrata tržne kapital izacije ** (v %)	Ocean povprečnega letnega prometa***	
		v SIT	v EUR	v mio SIT	v mio EUR		v mio SIT	v mio EUR
NLB	1.920.50 4	27.00 0	112,6 7	51.854	216,3 8	8,41	4.361	18,20
Telekom	1.633.87 0	35.00 0	146,0 5	57.185	238,6 3	9,12	5.215	21,76
NKBM****	729.937	26.89 8	112,2 4	19.634	81,93	8,08	1.586	6,62
Skupaj privatizacija				126.67 3	536,9 4		11.163	46,58
Skupaj dokapital- izacija in privatizacija				164.61 3	586,9 2		13.520	56,42

* Promet v zadnjih 12 mesecih, povprečna tržna kapitalizacija na podlagi vrednosti na zadnji dan v tekočem mesecu, pred 6 in 12 meseci. ** Za oceno obrata je uporabljen dejanski obrat izbranih delnic na borzi, in sicer za NLB obrat Mercatorja, za Telekom obrat Krke in za NKBM obrat Petrola. *** Ocena povprečnega letnega prometa je zmnožek vrednosti in obrata. **** Za oceno na sivem trgu je uporabljen večkratnik knjižne vrednosti NLB s ceno na sivem trgu, to je 1,6.

Vir: Rajbar, 2006, str. 3.

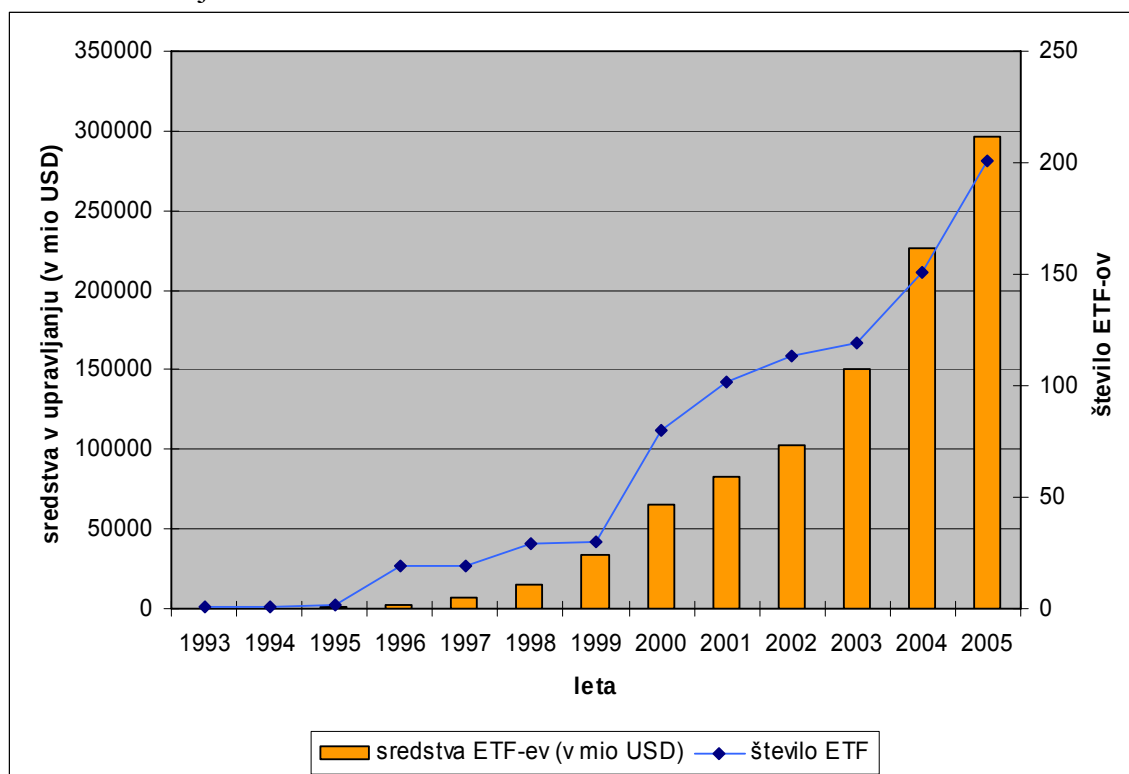
Slika 8: Vpliv javne privatizacije in zaprte dokapitalizacije



* Razširjena borzna kotacija je seštevek tržne kapitalizacije, že opravljene zaprte dokapitalizacije in mogoče privatizacije.

Vir: Rajbar, 2006, str. 3.

Slika 9: Rast števila ameriških ETF-ov in njihovih sredstev v upravljanju (v mio USD) v obdobju od leta 1993 do leta 2005



Vir: 2006 Investment Company Fact Book, 2006.

Tabela 12: Primerjava stroškov ETF in povprečno aktivno upravljanega slovenskega vzajemnega sklada (v %)

	ETF	Povprečni sklad
Donosnost trga	8,00	8,00
Strošek likvidnosti (globina trga)	2,50	0,00
Vstopna provizija	1,00	2,59
Upravljaljska provizija	0,50	1,85
Izstopni stroški	1,00	0,59
Skupni stroški	5,00	5,03

Vir: Mastnak, 2006, str. 25.

Op.: Stroškovna učinkovitost ETF-jev je višja kot pri aktivno upravljanih skladih.

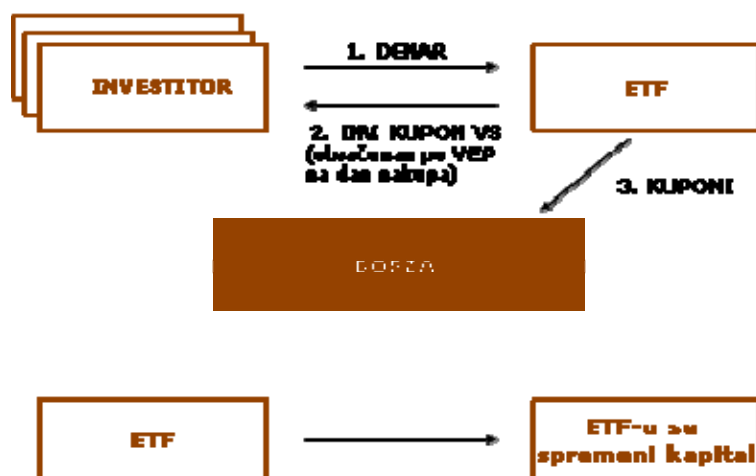
Tabela 13: Primerjava donosnosti med MP-Eurostock.si in povprečno aktivno upravljalnim slovenskim vzajemnim skladom

	MP Eurostock	povp. slov. vzajemni sklad
vstopni stroški	1,0%	3,0%
izstopni stroški	1,0%	0,0%
upravljaljska provizija	0,6%	2,0%
vplačilo	1.000.000	1.000.000
rast indeksa	7,0%	7,0%
0. leto	990.000	970.000
1. leto	1.053.360	1.018.500
2. leto	1.120.775	1.069.425
3. leto	1.192.505	1.122.896
4. leto	1.268.825	1.179.041
5. leto	1.350.030	1.237.993
izstop	1.336.529	1.237.993
razlika		98.536
donosnost	33,7%	23,8%

Vir: Interna gradiva študentskega borznega fokusa, 2005.

Op.: Zaradi večje stroškovne učinkovitosti prinaša ETF vlagateljem višje donose kot aktivno upravljeni skladi.

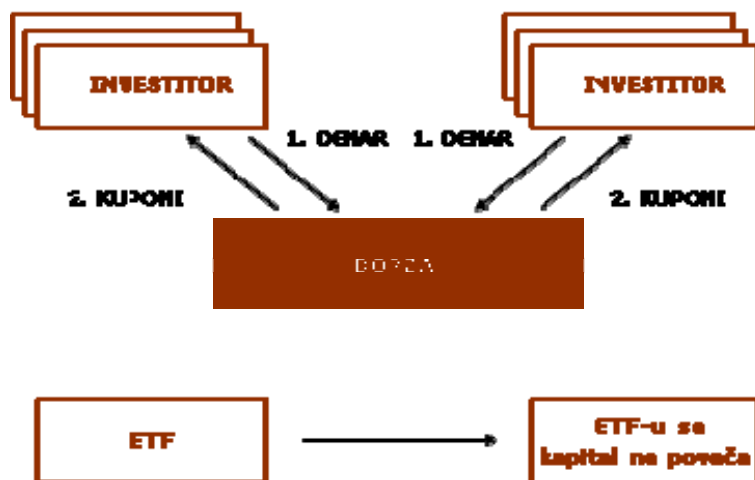
Slika 10: Trgovanje z investicijskimi kuponi ETF na primarnem trgu



Vir: Spletna stran Ljubljanske borze, 2006.

Op.: Vsako vplačilo ali izplačilo v sklad na primarnem trgu pomeni povečanje oziroma zmanjšanje števila investicijskih kuponov. Slednje vpliva na spremembo v velikosti kapitala sklada.

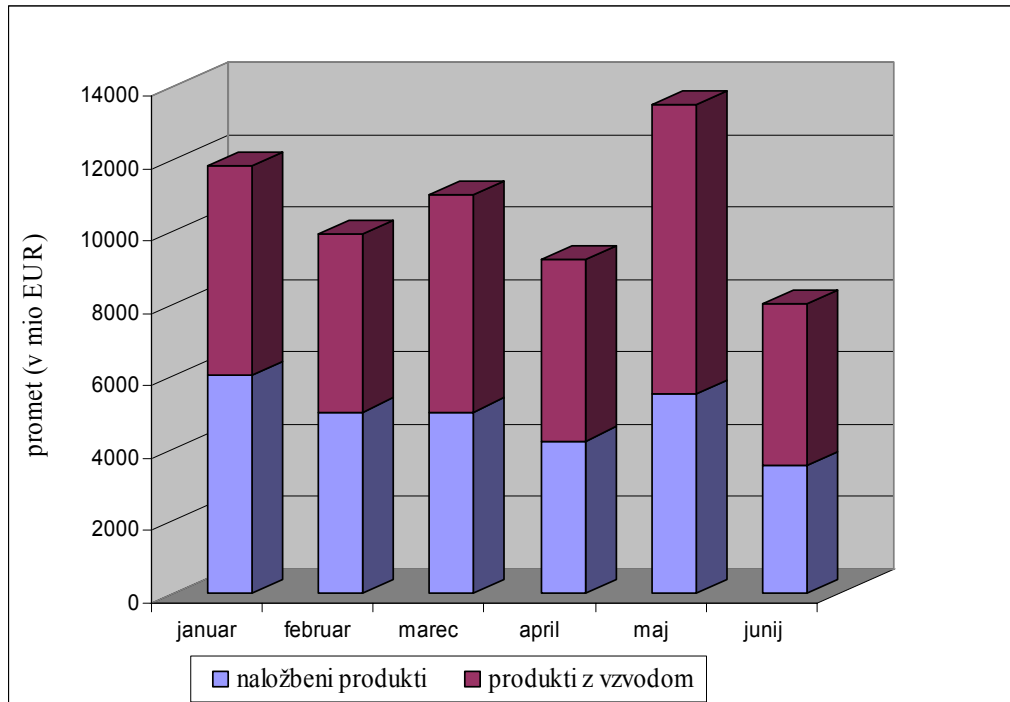
Slika 11: Trgovanje z investicijskimi kuponi ETF na sekundarnem trgu



Vir: Spletna stran Ljubljanske borze, 2006.

Op.: Trgovanje z investicijskimi kuponi ETF preko borze nima vpliva na velikost kapitala. Pri tem se zamenja lastnik investicijskih kuponov, sklad pa ne pridobi novega kapitala.

Slika 12: Promet v prvi polovici leta 2006 na borzi v Stuttgartu in Frankfurtu



Vir: DDI Marktübersicht, 2006.

Priloga 10: Preglednost trgovanja na organiziranih trgih kapitala

Tabela 14: Preglednost pred sklenitvijo posla

BORZA	GLOBINA TRGA (borzni člani)	GLOBINA TRGA (vlagatelji)	NAROČILA S SKRITO KOLIČINO
AVSTRALIJA (SEATS)	celotna globina trga	celotna globina trga	da
EURONEXT	celotna globina trga	najboljših 5 naročil na strani povpraševanja in ponudbe	da
HONGKONG	najboljših 5 naročil na strani povpraševanja in ponudbe	najboljših 5 naročil na strani povpraševanja in ponudbe	ne
ITALIJA	celotna globina trga	samo najboljše povpraševanje in najboljša ponudba	da
KOREJA	najboljših 10 naročil na strani povpraševanja in ponudbe	najboljših 10 naročil na strani povpraševanja in ponudbe	ne
LJUBLJANA	celotna globina trga	samo najboljše povpraševanje in najboljša ponudba	da
LONDON (SETS)	celotna globina trga	celotna globina trga	da
NASDAQ*	vsa naročila pri najboljših 5-ih nakupnih in prodajnih tečajih	najboljših 5 naročil na strani povpraševanja in ponudbe	da
NEMČIJA (XETRA)	celotna globina trga	najboljših 10 naročil na strani povpraševanja in ponudbe	da
NYSE**	celotna globina trga	celotna globina trga	ne
SINGAPUR	celotna globina trga	celotna globina trga	da
ŠVEDSKA	celotna globina trga	celotna globina trga	da
ŠVICA	celotna globina trga	samo najboljše povpraševanje in najboljša ponudba	da
TAJVAN	najboljših 5 naročil na strani povpraševanja in ponudbe	najboljših 5 naročil na strani povpraševanja in ponudbe	ne
TOKIO	najboljša 3 naročila na strani povpraševanja in ponudbe	najboljša 3 naročila na strani povpraševanja in ponudbe	ne
TORONTO	celotna globina trga	celotna globina trga	da

* Preglednost je nekoliko večja pri SuperMontage.

** NYSE OpenBook

Vir: Comerton-Forde, Rydge, 2004, str. 86; ASX market reforms 2003, str. 6.

Op.: Pregled po organiziranih trgih po svetu kaže, da večina borz v svojem trgovalnem sistemu dovoljuje tudi naročila s skrito količino.

Tabela 15: Anonimnost poslovanja

BORZA	KODE BORZNIH ČLANOV
AVSTRALIJA (SEATS)	anonimno trgovanje
EURONEXT	anonimno trgovanje
HONGKONG	kode so vidne samo borznim posrednikom
KOREJA	razkrite so kode petih najbolj aktivnih borznih posrednikov
LJUBLJANA	anonimno trgovanje
LONDON (SETS)	anonimno trgovanje
NASDAQ	razkritje kode je prostovoljno – večinoma anonimno*
NEMČIJA (XETRA)	anonimno trgovanje
NYSE	anonimno trgovanje**
SINGAPUR	anonimno trgovanje
ŠVICA	razkritje kode je prostovoljno – večinoma anonimno
TAJVAN	anonimno trgovanje
TOKIO	anonimno trgovanje
TORONTO	razkritje kode je prostovoljno – večinoma neanonimno

* SuperMontage.

** SuperDOT, NYSE Direct+, NYSE OpenBook

Vir: Comerton-Forde, Rydge, 2004, str. 43-44; ASX market reforms, 2003, str. 6.

Op.: Na področju anonimnosti trgovanja imamo veliko raznolikost med trgi. Prevladujejo pa borze, ki zagovarjajo anonimno trgovanje in kod borznih članov ne prikazujejo.