

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

ZAKLJUČNA STROKOVNA NALOGA VISOKO POSLOVNE ŠOLE

**IZDAJA DRŽAVNIH OBVEZNIC**

Ljubljana, april 2018

DENIS PALAMAR

## IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisani Denis Palamar, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtor predloženega dela z naslovom Izdaja državnih obveznic, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem doc. dr. Jaka Cepec

### IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravil samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo predloženega dela jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem poskrbel, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani;
4. da se zavedam, da je plagiatstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobil vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označil;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnal v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobil soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu preko Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi.

V Ljubljani, dne 15.04.2018

Podpis študenta: \_\_\_\_\_

## KAZALO

UVOD .....	1
1 SPLOŠNO O OBVEZNICAH .....	2
2 PRIPRAVE NA IZDAJO DRŽAVNIH OBVEZNIC .....	12
3 POSTOPKI IZDAJE .....	16
SKLEP .....	21
LITERATURA IN VIRI .....	23

## KAZALO TABEL

Tabela 1: Osnovni elementi obveznice.....	3
Tabela 2: Bonitetne ocene RS (glede na zadnje spremembe) .....	11
Tabela 3: Obseg zadolževanja v letu 2015 .....	14
Tabela 4: Izdani državni vrednostni papirji glede na ročnost.....	16

## KAZALO SLIK

Slika 1: Krivulja donosnosti .....	8
Slika 2: Spreminjanje strukture državnega dolga .....	12



## UVOD

Za temo zaključne naloge sem se odločil v obdobju velike krize, ko je tako v gospodarstvih kot v državah bilo oteženo ugodno zadolževanje. V tistem obdobju je bilo aktualno predvsem zadolževanje držav iz naslova izdaje državnih vrednostnih papirjev, ki glede na strukturo državnega dolga predstavlja tudi največji vir financiranja, poleg tega pa sami pogoji zadolževanja predstavljajo tudi politične in gospodarske razmere v posameznih državah. S tega vidika me je zanimalo kako se Republika Slovenija (v nadaljevanju RS) zadolžuje in predvsem kakšen je pri temu postopek zadolževanja. Namen zaključne naloge je tako spoznati državno obveznico kot instrument zadolževanja in pri tem prikazati posamezne postopke izdaje. Cilj zaključne naloge je čimbolj praktično prikazati postopek izdaje, zato sem v zaključni nalogi uporabil konkreten primer izdaje državne obveznice RS74, izdane v letu 2015, zato sem pri analizah uporabljal tudi različne podatke iz leta 2015.

Zaključna naloga je sestavljena iz treh delov v kateri se prepletata teorija in praksa. V prvem delu gre za splošno spoznavanje državne obveznice, predvsem na podlagi študijske literature. Poleg značilnosti in vrst obveznic je v prvem delu opisano tisto, kar je najbolj pomembno z vidika investitorja, in sicer njihovo vrednotenje, ki se nanaša na obdobje držanja obveznice, ter donosnost in tveganje. V drugem delu je opisana podlaga za izdajo, ki temelji na podlagi Programa financiranja državnega proračuna, kjer so določena pravila in načini državnega zadolževanja s pravnega vidika. Osredotočil sem se predvsem na cilje in obseg državnega zadolževanja, katera sta osnova za izbiro načina zadolževanja. V zadnjem delu pa so predstavljeni postopki izvršitve izdaje na samem trgu zadolževanja, ki odseva operativno ozadje posamezne izdaje. Operativni postopki zajemajo preverjanje trga, ki ga opravljajo izbrane investicijske banke, katere v dogovoru z RS določijo tudi način izdaje in njeno ceno. Postopek se operativno konča preko trženja in avkcije, kjer se celotna izdaja porazdeli med investitorje.

# 1 SPLOŠNO O OBVEZNICAH

Obveznica je dolžniški vrednostni papir, ki odraža dolžniško-upniško razmerje med izdajateljem obveznice in njenim kupcem. Obveznica pri tem predstavlja finančno obveznost izdajatelja, s katero se obveže, da bo imetniku obveznice plačeval obresti in vrnil glavnico ob njeni zapadlosti (Mramor, 2000, str. 53). Za boljše razumevanje obveznice, katera predstavlja dolžniški vrednostni papir, je potrebno upoštevati njene značilnosti. Že vrsta vrednostnega papirja navaja, da gre za dolžniško razmerje z rokom dospelosti, katero imetnikom zagotavljajo fiksne obresti, pri čemer imetnikom ne daje pravice do upravljanja s sredstvi izdajatelja. Glede na to, da obveznice spadajo med manj tvegane vrednostne papirje za katere jamči izdajatelj, je temu primerna tudi višina donosa, ki je nižja glede na povprečno donosnost lastniških vrednostnih papirjev, poleg tega pa je donosnost vnaprej znana, in sicer na podlagi amortizacijskega načrt. Pri izdaji obveznic, ki se izdajajo preko avkcij v eni ali več emisijah, je te mogoče kupiti le preko pooblaščenih vpisnikov, in je ob izdaji namenjena širši strukturi investitorjem, tako domačim kot tudi tujim investitorjem. Izdaja obveznic je z vidika izdajatelja oblika zadolževanja, z vidika investitorja pa oblika kreditiranja. Obveznice, ki se na trgu lahko uporabljajo kot plačilno ali kot zavarovalno sredstvo, se lahko prenašajo z nakupom ali prodajo (Zaletel, 1998, str. 6).

Obstaja več vrst obveznic, ki se lahko delijo na različne načine. Na trgu kapitala so se na začetku pojavljale le osnovne oblike obveznic, katere so se nato z razvojem kapitalskega trga razvijale v različne oblike obveznic, z namenom, da bi postale bolj zanimive za najširši krog investitorjev. S tega vidika se obveznice med seboj razlikujejo, saj imajo investitorji različne zahteve in različen odnos med donosom in tveganjem obveznic. Obveznice tako lahko delimo po različnih kriterijih, od katerih ima vsak svoje prednosti in slabosti. Obveznice glede na vrsto lahko delimo na klasične obveznice, katere se v osnovi delijo na javne obveznice izdane s strani javne ustanove in zasebne izdane s strani zasebnih organizacij in različnih družb. Zaradi večjega razumevanje se klasične obveznice v praksi podrobneje delijo glede na vrsto izdajateljev, in sicer na državne, občinske, podjetniške, bančne, hipotekarne itd. (Zaletel 1998, str. 6). Poleg osnovne delitve se pogosto obveznice delijo tudi glede na ročnost oziroma glede na čas do dospelja, zato poznamo kratkoročne (čas do dospelja 1-5 let), srednjeročne (5-20 let) in dolgoročne obveznice (20-30 let). Vrednostni papir, ki ga država izdaja za obdobje krajše od enega leta predstavlja zakladna menica (Zaletel, 1998, str. 7).

Glede na dinamiko in način izplačevanja obresti oziroma glede na druge značilnosti se na kapitalskem trgu pojavljajo raznovrstne obveznice, katere se s svojimi posebnostmi želijo približati investitorjem. Z vidika kupona lahko primerjamo kuponsko obveznico, ki predstavlja klasično obveznico z opredeljenim letni ali polletni kupon in zapadlostjo glavnice ter brezkuponsko, katera se prodaja z diskontom in zato zagotavlja le zapadlost glavnice. Pri obveznici s spremenljivo obrestno mero pa se obrestna mera spreminja glede na tržne obrestne mere oziroma obrestne mere države. Obveznica brez dospelja je podobna

lastniškemu vrednostnemu papirja saj nima zapadlosti in zagotavlja izplačevanje obresti. V primeru težav na obstoječem kapitalskem trgu zadolževanja imajo države še vedno možnost izdajati na drugih trgih, in sicer z izdajo obveznic v tuji valuti. V praksi se pojavljajo tudi obveznice, ki se nanašajo na zapadlostjo obveznice, pri čemer zamenljive obveznice zapadejo z zamenjavo v delnice medtem ko odpoklicne obveznice zapadejo s odpoklicno opcije. Tovrstne obveznice so z vidika investitorja bolj tvegane, kar se odraža tudi na pričakovano donosnost le teh (Prohaska, 2004, str. 55).

Za izdajo obveznice se praviloma odločajo podjetja, banke, občine, države in ostale institucije, s katerim dolgoročno financirajo večje projekte. Državne obveznice, na katere se bom osredotočil v tej zaključni nalogi, se izdajajo največkrat zato, da se zberejo sredstva za kritje proračunskega primanjkljaja ali za financiranje državnih investicij, kar je mogoče sklepati na podlagi vsakoletnih objavljenih programov financiranja proračuna. Za lažje razumevanje postopka izdaje bom pri posameznih korakih izdaje upošteval konkreten postopek izdaje, in sicer postopek izdaje državne obveznice RS74, ki je bila izdana v sklopu Programa financiranja državnega proračuna RS za leto 2015. Izbrana državna obveznica RS74 spada med klasične, kuponske in dolgoročne obveznice. Obveznica je namreč izdana s strani RS, katera obljublja letna kuponska izplačila in zapade po 20 letih. Omeniti je potrebno, da je bila obveznica izdana v dveh serijah, in sicer najprej v letu 2015 v višini 1 mrd EUR in leto kasneje za dodatnih 1 mrd EUR. S konkretnega vidika so v spodnji tabeli prikazani elementi obveznice RS74, ki se v osnovi pojavljajo pri vsaki državni obveznici.

*Tabela 1: Osnovni elementi obveznice*

ISIN	SI0002103487
Oznaka	RS74
Ime	SLOREP 1.50 25/03/35
Tip obveznice	Imenska
Izdajatelj	Republika Slovenija
Oblika obveznice	Nematerializirana
Nominalni znesek	1.000,00 EUR
Število izdanih obveznic	2.000.000,00
Vpis obveznic	KDD – Centralna klirinško depotna družba d.d.
Namen izdaje obveznic	Izdane za namene splošnega financiranja
Začetek obrestovanja	25.03.2015
Rok dospelja	25.03.2035
Obrestna mera	1,50%
Način izračuna obresti	Linearen
Način izplačila obresti	Letno: vsakega 25. marca
Glavnica	Neindeksirana
Mesto trgovanja z obveznicami	Ljubljanska borza
Začetek trgovanja	26.03.2015

*Vir: Ministrstvo za finance (2017a).*

Iz zgornje tabele je razvidno, da ima vsaka obveznica svoje ime, ISIN kodo, ki predstavlja mednarodno identifikacijsko številko za posamezen vrednostni papir ter oznako, katera se bolj uporablja pri samem trgovanju. Državne obveznice so glede na tip imenske, kar pomeni da so izdane na ime države. Danes se obveznice izdajajo v nematerializirani obliki, kar pomeni da so izdani v elektronski obliki in vpisane v centralni register nematerializiranih papirjev, ki ga v RS vzdržuje in vodi KDD. KDD je centralna klirniško depotna družba, ki je bila ustanovljena z namenom zagotavljanja storitev centralnega skrbništva za vrednostne papirje, poravnavo transakcij z vrednostnimi papirji in vodenje centralnega registra nematerializiranih vrednostnih papirjev in njihovih imetnikov v RS. Pri posamezni izdaji je določena tudi višina nominalne vrednosti celotne izdaje, ki predstavlja zmnožek nominalnega zneska obveznice in celotnega števila izdanih obveznic. Pomembno z vidika investitorja pa je predvsem mesto in začetek trgovanja, ki se poleg Ljubljanske borze praviloma izvaja preko platforme MTS Slovenija, ustavljene 21. marca 2007 kot del divizija EuroMTS Domestic Markets, katero upravlja EuroMTS Ltd. EuroMTS je največji reguliran sistem za elektronsko trgovanje z obveznicami v Evropi, katerega cilj je ustvariti učinkovit, transparenten in likviden trg vrednostnih papirjev držav izdajateljic.

Vzpostavitev trgovalnega sistema MTS Slovenija je v letih po vzpostavitvi bistveno zmanjšal trgovanje in likvidnost z obveznicami na Ljubljanski borzi, saj se tam trguje samo z obveznicami nižje nominalne vrednosti izdaje. Z referenčnimi EUR obveznicami RS, ki imajo nominalno vrednost izdaje vsaj 1 milijardo EUR, se praviloma trguje na uradnem trgu za obveznice MTS Slovenija. Trg MTS Slovenija je namenjen le primarnim vpisnikom in pooblaščenim vzdrževalcem likvidnosti, ki skrbijo za likvidnost obveznic. V letu 2015 je na MTS Slovenija kotiralo 13 obveznic. Ostali investitorjem je namenjen BondVision, ki predstavlja del skupine MTS.

Z vidika obrestovanja so pomembni podatki kot so začetek obrestovanja, obrestna mera, rok dospelosti ter način izplačila, kateri se uporabljajo za izračun obresti. Obrestna mera je pri obveznicah fiksna in je določena ob sami izdaji. Obresti državnih obveznic se praviloma izračunavajo na linearni način in izplačujejo enkrat letno. Pri tem se izplačilo obresti od obveznic izvede brez odbitkov iz naslova slovenskih davkov. Glavnice izdanih državnih obveznic so praviloma neindeksirane, kar pomeni da se zneski glavnice in obresti ne prilagajajo inflaciji.

Dospelost obveznice predstavlja dan, na katerega mora izdajatelj izpolniti svoje obveznosti. V primeru obveznice RS74 mora RS ob zapadlosti, po 20 letih, izplačati celotno glavnico plus obresti za tekoče leto. Izdajatelj obveznic si praviloma lahko zagotovi tudi pravico do odpoklica, katero koristi v primeru padca obrestnih mer. Z odpoklicem in izdajo novih obveznic z nižjo obrestno mero si izdajatelj zmanjša stroške financiranja, pri tem pa mora biti pozoren na to, da se odpoklic splača, saj je potrebno upoštevati tudi premijo za odpoklic.



Trajanje obveznic izraža povprečno dolžino časa, za koliko so plačila odmaknjena od sedanjega trenutka. Trajanje nam pove, koliko časa moramo imeti v lasti obveznico in kdaj jo lahko prodamo, da bo donosnost te naložbe enaka njeni donosnosti do dospelja (Ribnikar, 2006, str. 42). Trajanje predstavlja mero za občutljivost vrednosti obveznic na spremembe tržnih obrestnih mer, pri tem pa nam omogoča izmeriti, koliko so cene dolgoročnejših obveznic bolj občutljive na spremembe obrestnih mer od kratkoročnejših. Trajanje upošteva vse denarne tokove do dospelja in je zato boljši kazalnik občutljivosti naložb in obveznosti na spremembo obrestnih mer kot model dospelosti (Bohnec, 2006, str. 487).

Trajanje obveznice ima različne lastnosti, in sicer (Bohnec, 1995, str. 45):

- funkcija donosnosti do dospelja je inverzna,
- pada s približevanjem datuma dospelja,
- je krajše za obveznice, kjer je izplačilo obresti pogostejše,
- je krajše za obveznice z višjo nominalno oz. kuponsko donosnostjo,
- je krajše za obveznice z anuitetnim izplačilom glavnice.

Nominalna vrednost obveznice je vrednost, ki je napisana na obveznici, katera pa ne odraža njene tržne vrednosti, zato jo je potrebno ustrezno ovrednotiti. Vrednotenje obveznic izhaja iz določitve cene obveznice, ki je enaka sedanji vrednosti obljubljenih plačil, za katere je treba poznati prihodnje denarne tokove, njihovo razporeditev v času in diskontno stopnjo.

Na ceno obveznice tako vplivajo trije dejavniki:

- kuponska stopnja obveznice,
- obrestna mera oziroma donosnost do dospelja,
- čas do dospelja.

Običajne obveznice obljublajo poleg izplačila nominalne vrednosti ob dospelju še plačilo fiksnih obresti (kuponov), ki se izplačujejo letno ali polletno. Če vrednost kupona primerjamo z nominalno vrednostjo obveznice, dobimo tako imenovano *kuponsko stopnjo*, ki predstavlja fiksno obrestno mero obveznice. *Datum do dospelja* obveznice pa predstavlja zapadlost oziroma čas do izplačila nominalne vrednosti obveznice.

Določanje vrednosti obveznic po metodi *sedanje vrednosti prihodnjega denarnega toka* je sorazmerno preprosto, saj so zneski denarnih tokov (kuponi) vnaprej določeni in relativno gotovi. V spodnji enačbi (1) glavnico predstavlja »F«, zahtevano stopnjo donosa »r«, »K« denarni tok v obdobju »n«, število izplačljivih obdobj pa »t« (Mramor, 2000, str. 55). Kuponi obveznice predstavljajo anuitete in zato njihovo vrednost najlažje ugotovimo z uporabo ustreznega diskontnega faktorja. Ko ugotovimo vrednost anuitet, ji preprosto le še prištejemo sedanjo vrednost glavnice, ki zapade ob razdolžitvi izdajatelja.

$$\begin{aligned}
 V &= F \frac{1}{(1+r)^n} + K \sum_{t=1}^n \frac{1}{(1+r)^t} \\
 &= F \times DF_{r,n} + K \times DFA_{r,n}
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

Najenostavnejša oblika obveznice je tako imenovana *brezkuponska obveznica*. Te obveznice ne izplačujejo obresti, temveč le nominalno vrednost ob dospelju. Lastnik te obveznice računa na kapitalski dobiček, ki predstavlja razliko med nakupno ceno in nominalno vrednostjo, zato se te obveznice prodajajo po ceni, nižji od nominalne vrednosti. Vrednost brezkuponske obveznice je tako enaka sedanji vrednosti njene glavnice (Mramor, 2000, str. 54), prikazano s spodnjo enačbo (2):

$$V = F \frac{1}{(1+r)^n}
 \tag{2}$$

Pri nakupu obveznic na sekundarnem trgu kapitala je potrebno vedeti, da bomo plačali za obveznico vedno več, kot znaša zmnožek tečaja in nominalne vrednosti, saj obveznice kotirajo brez vrednosti natečenih obresti. Ko se bliža rok dospelja obveznice, se njen tečaj počasi približuje višini 100 in je ob njenem dospelju je vedno enak 100. Pri obrestnih merah pa veljajo tudi zakonitosti, da ob povečanju splošne obrestne mere v narodnem gospodarstvu tečaji obveznic praviloma padejo. Torej, čim večja je obrestna mera oziroma donosnost, tem manjša je sedanja vrednost oziroma cena obveznice. Pri tem je potrebno tudi vedeti, da je občutljivost vrednosti obveznice odvisna od celotne dinamike denarnih tokov, ne pa neposredno od dospelosti. Poleg tega pa spremljanje stanja in aktivnosti na trgu obveznic analitikom ponuja zanesljivo informacijo o ekonomskem stanju gospodarstva. Gibanje donosov obveznic ter gospodarska rast sta namreč močno povezana in se navadno gibljeta v isto smer.

Donosnost obveznice je razmerje med njenim denarnim donosom in ceno naložbe, izraženo v odstotkih. Donos pa pomeni število denarnih enot, ki jih prejme investitor v določenem obdobju nad vsoto dospele naložbe (Prohaska, 2004, str. 63). Donosnost obveznice se lahko primerja z bančnimi depoziti, glavno prednost pred njimi pa je v likvidnosti, saj se z njimi trguje na organiziranih trgih vrednostnih papirjev. Obveznice so poleg tega v primerjavi z delnicami bolj stabilne, predvsem zaradi vnaprej znanega denarnega toka, ki v razmerah negotovosti na kapitalskem trgu bolje ohranjajo vrednost.

Pri obveznicah se lahko pojavlja več vrst stopenj donosa, tako da se glede na potrebe posameznika lahko izračuna (Prohaska, 2004, str. 57, 63-69) :

- Kuponsko stopnjo donosa, ki je izražena na letni osnovi in je pogodbeno določena. Pri tem gre za donosnost kuponskih obresti na vrednost glavnice.

- Stopnjo donosa za posamezno obdobje, ki kaže odstotno spremembo tečaja glede na primerjavo tečaja v tekočem in preteklem obdobju, pri čemer je potrebno prišteti tudi vse kupone, ki so bili izplačani v tem obdobju. Kadar je vrednost negativna, investitor utрпи izgubo.
- Stopnjo tekočega donosa, ki predstavlja razmerje med letnimi obrestmi in tržno vrednostjo obveznice. Tekoča donosnost pri vrednotenju obveznic ni najbolj koristna, saj ne upošteva kapitalskih dobičkov ali izgub in re investiranja pridobljenih obresti. Tekoča donosnost je višja od nominalne, če se obveznica prodaja ali kupuje po nižji ceni od nominalne in obratno.
- Donosnost do dospelja, katera predstavlja donos, ki ga investitor realizira, če obdrži obveznico do dospelja in se uporablja za medsebojno primerjavo dolžniških vrednostnih papirjev. Donosnost ni odvisna le od višine kupona, temveč tudi od cene, ki jo investitor plača za obveznico, zato je prava donosnost znana šele ob dospelju. Nekatere obveznice imajo vgrajeno:
  - Odpoklicno opcijo, ki izdajatelju daje pravico, da na točno določen datum pred dospeljem po vnaprej določeni ceni izplača obveznico. Za imetnika to pomeni dodatno tveganje, zato zahteva višjo obrestno mero, medtem ko pa za izdajatelja predstavlja varovalo pred plačevanjem previsokih obresti.
  - Prodajno opcijo, ki daje investitorju pravico, da obveznico unovči pred dospeljem. Ta opcija je za investitorja ugodna, vendar jo izdajatelj uporabi predvsem takrat, ko težko pridobi investitorje.
- Celotna donosnost, kateri se uporablja za natančnejšo oceno donosnosti investicije v določeno obveznico, saj poleg nominalne vrednosti in izplačanih kuponov upošteva tudi obresti na reinvestirane kupone.

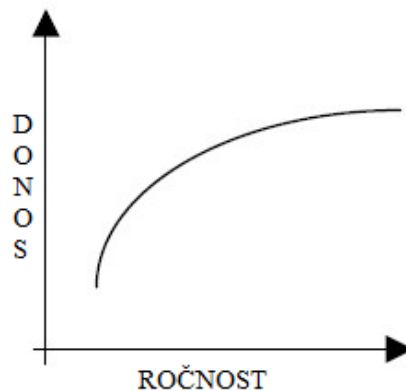
Pri izračunanju višine donosa obveznic je potrebno upoštevati naslednji dejavniki, ki imajo pri končnem izračunu lahko različne vplive:

- Boniteta oziroma bonitetna ocena je eden izmed glavnih pokazateljev kakovosti izdajatelja. Je ocena kreditne moči izdajatelja in kaže stopnjo sposobnosti izdajatelja, da bo poplačal vse kupone in glavnico. Bonitetne ocene se glede na tveganost delijo na investicijske in špekulativne bonitetne ocene. Višja kot je bonitetna ocena, nižji donos ponujajo izdajatelji, saj je verjetnost plačila obresti in vračila glavnice večja. Zmožnost vračila glavnice in plačila zapadlih obresti ugotavljajo tako imenovane bonitetne agencije, ki izdajateljem izdajo bonitetno oceno. Le-ta je odvisna od uspešnosti poslovanja, oziroma od »finančnega zdravja« (stopnje zadolženosti) družbe. Bonitetno oceno lahko dodatno izboljšajo različne oblike zavarovanja.
- Ročnost obveznice v praksi pomeni daljši kot je rok vračila glavnice, večja bo negotovost glede poplačila glavnice, hkrati pa se bo zaradi inflacije zmanjšuje neto sedanja vrednost glavnice in obresti, izplačanih v prihodnosti. Vlagatelji iz tega razloga zahtevajo višjo donosnost za obveznice z daljšo ročnostjo.

- Inflacija predstavlja stopnjo rasti cen, ki pomembno vpliva na neto sedanjo vrednost prihodnjih dohodkov iz naslova naložbe. Z višjo stopnjo inflacije se realna vrednost prihodnjih dohodkov zmanjšuje, zato vlagatelji zahtevajo višjo donosnost. Ker večina obveznic prinaša fiksne prihodke v obliki izplačanih obresti, to pomeni, da bodo v času nizke stopnje inflacije cene obveznic višje (donosnost nižja) in obratno.
- Obrestna mera in njena višina vplivajo na donosnost vseh vrednostnih papirjev, saj predstavlja donosnost najvarnejše naložbe – posojila čez noč centralni banki. Vlagatelji zato referenčne obrestne mere uporabljajo kot indeks primerljivosti za donosnost ostalih naložb. Višje kot so referenčne obrestne mere, višjo donosnost zahtevajo vlagatelji.
- Alternativne naložbe predstavljajo pričakovanja vlagateljev, da bi se z višjo donosnostjo nadomestnih naložb povečala tudi donosnost obveznic, saj bi drugače vlagatelji spremenili strukturo naložb.

Krivulja donosnosti je grafična predstavitev razmerja med donosnostmi in ročnostjo obveznic. Krivulja je običajno naraščajoča, saj se z daljšim obdobjem in večjim tveganjem povečuje donosnost. Krivulja donosnosti je koristen indikator razmer v gospodarstvu, saj investitorje opozarja na prihajajočo recesijo oz. konjukturo, ter prikazuje pričakovanja o obrestnih merah in se uporablja predvsem za vrednotenje obveznic. Krivulja je običajno naraščajoča, kar prikazuje spodnja slika, iz katere je razvidno, da donosnost narašča z naraščajočim trajanjem do dospelja.

*Slika 1: Krivulja donosnosti*



*Vir: Yield Curv, (2017).*

Teorije, ki skušajo razložiti možne različne oblike krivulje donosnosti, so:

- Teorija pričakovanj, ki upošteva donosnost glede na predvidevanja investitorjev o prihodnjih stopnjah donosa, pri čemer se tveganja zanemarijo.
- Teorija likvidnostne preference predpostavlja, da investitor v obveznice upošteva tako donosnost kot tudi tveganje, zaradi česar imajo prednost kratkoročne naložbe z večjo

likvidnostjo, in zato pri investiranju v obveznice z daljšo zapadlostjo pričakuje nadpovprečno donosnost.

- Teorija tržne segmentacije poudarja, da je trg obveznic razdeljen na kratkoročni in dolgoročni segment, in da na vsakem vladajo določeni veliki institucionalni investitorji, ki se specializirajo za določeno vrsto obveznic.

Zahtevana donosnost v praksi predstavlja gospodarske in politične razmere v državi, in tako se z večjo gospodarsko in politično negotovostjo zmanjšuje vrednost državnih obveznic in posledično narašča zahtevana donosnost na njih. Z drugimi besedami, bolj kot je gospodarstvo v državi tvegano, višja bo obrestna mera. Tveganje je pomemben dejavnik na finančnih trgih, saj zaradi nepričakovanih dogodkov vedno obstaja verjetnost, da bo dejanska donosnost v prihodnosti manjša od načrtovane. Investitorji se pred tveganjem želijo ustrezno zavarovati, kar pa predstavlja strošek, zaradi česar se ob večji tveganosti zahteva večja donosnost. Da se tveganje zmanjša je potrebno upoštevati nekatera finančna načela pri poslovanju z obveznicami in vrednostnimi papirji na splošno.

Kvaliteta obveznice pride do izraza glede na njeno varnost, donosnost in likvidnost, zato je potrebno upoštevati finančna načela, ki jih je potrebno upoštevati pri poslovanju z obveznicami in ostalimi vrednostnimi papirji so:

- Načelo varnosti: To načelo se nanaša na varnost naložbe in izdajatelja. Bonitete izdajatelja je tako odvisno od tega, ali bo v obveznici dogovorjeno razmerje res izpolnjeno. Pri določanju bonitete izdajatelja pa je predvsem pomemben njegov finančni položaj. Na varnost obveznice vpliva tudi njena vsebina, saj imajo lahko različne obveznice istega izdajatelja in hkrati drugačno stopnjo varnosti. Vse je torej odvisno od tega, kaj je izdajatelj v posamezni obveznici obljubil ali določil. Zaradi neprestanega spreminjanja podatkov je potrebno neprestano spremljanje poslovanja podjetja ter prilagajanje ocene trenutni situaciji. Glede na našete kriterije, velja za najbolj varno naložbo obveznica, ki jo izda država, saj ima država veliko možnosti za poravnavo svojih obveznosti.
- Načelo donosnosti: Vrednostni papir je donosen, če investitor preko njega realizira nek donos, ki je večji od cene, ki jo je plačal za vrednostni papir. Donos pri obveznici lahko delimo na *donos, ki ga je obljubil izdajatelj* in se kaže v obliki obresti, ter *donos na kapitalu*, ki nastane zaradi gibanja cene obveznice na sekundarnem trgu. Do spreminjanja cene obveznice prihaja predvsem zaradi spreminjanja tržne obrestne mere, pri čemer znižanje obrestnih mer vpliva na dvig cene obveznic (Bodie, Kane & Marcus, 2001, str. 338). Uspešno poslovanje izdajatelja pa vpliva tudi na povišanje varnosti naložbe.
- Načelo likvidnosti: To načelo vpliva na kvaliteto vrednostnega papirja. Ena od lastnosti likvidnih obveznic je, da investitor lahko pride do likvidnih sredstev. Na drugi strani pa izdajatelj razpolaga z dolgoročnimi sredstvi za pokrivanje svojih investicij. To je omogočeno s prenosljivostjo oziroma prodajo obveznic. S prodajo pride investitor do

svojih sredstev pred rokom dospelja te obveznice, ne da bi utrpel večjo izgubo zaradi spreminjanja manj likvidne finančne oblike v bolj likvidno. S stališča izdajatelja se spremeni samo upravičenec iz razmerja, ne pa tudi vsebina razmerja samega. Na likvidnost obveznic najpomembneje vplivata njihova varnost in donosnost. Bolj kot je obveznica varnejša in donosnejša, tem bolj je sprejemljiva pri investitorjih. Pri obveznicah je pomembna tudi razpršenost. Bolj kot je obveznica razpršena med investitorje, večja je verjetnost, da bo prihajalo do trgovanja med njimi, s čimer se povečuje njena tržnost.

Najpomembnejše vrste tveganj, ki jih morajo upoštevati investitorji v obveznice so naslednje:

- tveganje obrestne mere se pojavlja zaradi sprememb v donosu obveznice, ki je posledica spreminjanja tržnih obrestnih mer ali pa posledica splošne ravni obrestnih mer. Investitor je tovrstnemu tveganju podvržen predvsem, ko spremembo obrestne mere ne pričakuje, kar posledično pomeni, da bo pričakovani donos drugačen. Cene obveznic se gibljejo v nasprotju z gibanjem obrestnih mer. Investitor, ki ima obveznico do zapadlosti ni podvržen tveganju zaradi spremembe obrestne mere, saj je odkupna cena zanj navadno že vnaprej znana. Če bi želel obveznico prodati pred zapadlostjo, bo cena odvisna predvsem od trenutnih tržnih razmer. Kupec obveznice na sekundarnem trgu, bo želel realizirati vsaj trenutno tržno obrestno mero za rok od nakupa do zapadlosti.

Tveganje obrestne mere se lahko deli na:

- tveganje reinvestiranja, ki mu je izpostavljen investitor, če bo obresti od zapadlih kuponov reinvestiral in če bodo obresti odstopale glede na pričakovanja. Dodatni donos od obresti na obresti je odvisen od obrestnih mer ob reinvestiranju in od politike reinvestiranja. Tveganje reinvestiranja je dejansko spremenljivost reinvesticijskih mer, ki so posledica sprememb v tržnih obrestnih merah (padeč obrestne mere).
  - cenovno tveganje zadeva obratno smer gibanja tečaja obveznice in obrestne mere. Če mora investitor prodati obveznico pred dospelostjo, lahko sprememba obrestnih mer na trgu povzroči spremembo tečaja njegove obveznice, kar lahko pomeni kapitalska izguba.
- *kreditno tveganje*; Tovrstno tveganje predstavlja tveganje, da izdajatelj obveznic na dan zapadlosti kuponov in glavnice ne bo sposoben poravnati svojih obveznosti v dogovorjenem času oziroma da jih sploh ne bo odplačal. Oceno kreditnega tveganja podajajo bonitetne agencije, katere ocenijo kreditno tveganje za posamezen vrednostni papir in določijo cene zanje na podlagi zahtevane donosnosti. Najbolj znane agencije za ocenjevanje kreditnega tveganja so *Moody's*, *Standard & Poor's* in *Fitch Ratings*. Načeloma državne obveznice v razvitih državah niso izpostavljene temu tveganju, saj

država jamči za poravnavo obveznosti, kljub temu pa sprememba trenutne kreditne bonitetne ocene povzroči spremembo cene obveznice, saj trg za takšno obveznico zahteva višji donos. Bonitetne ocene obveznic se razvrščajo v kategorije od AAA do D.

*Tabela 2: Bonitetne ocene RS (glede na zadnje spremembe)*

<b>Agencija</b>	<b>Bonitetna ocena</b>	<b>Obeti</b>	<b>Zadnja sprememba</b>
Standard and Poor's	A+	stabilni	16.06.2017
Moody's	Baa3	pozitivni	16.09.2016
Fitch Ratings	A-	stabilni	23.09.2016

*Vir: Ministrstvo za finance (2017b).*

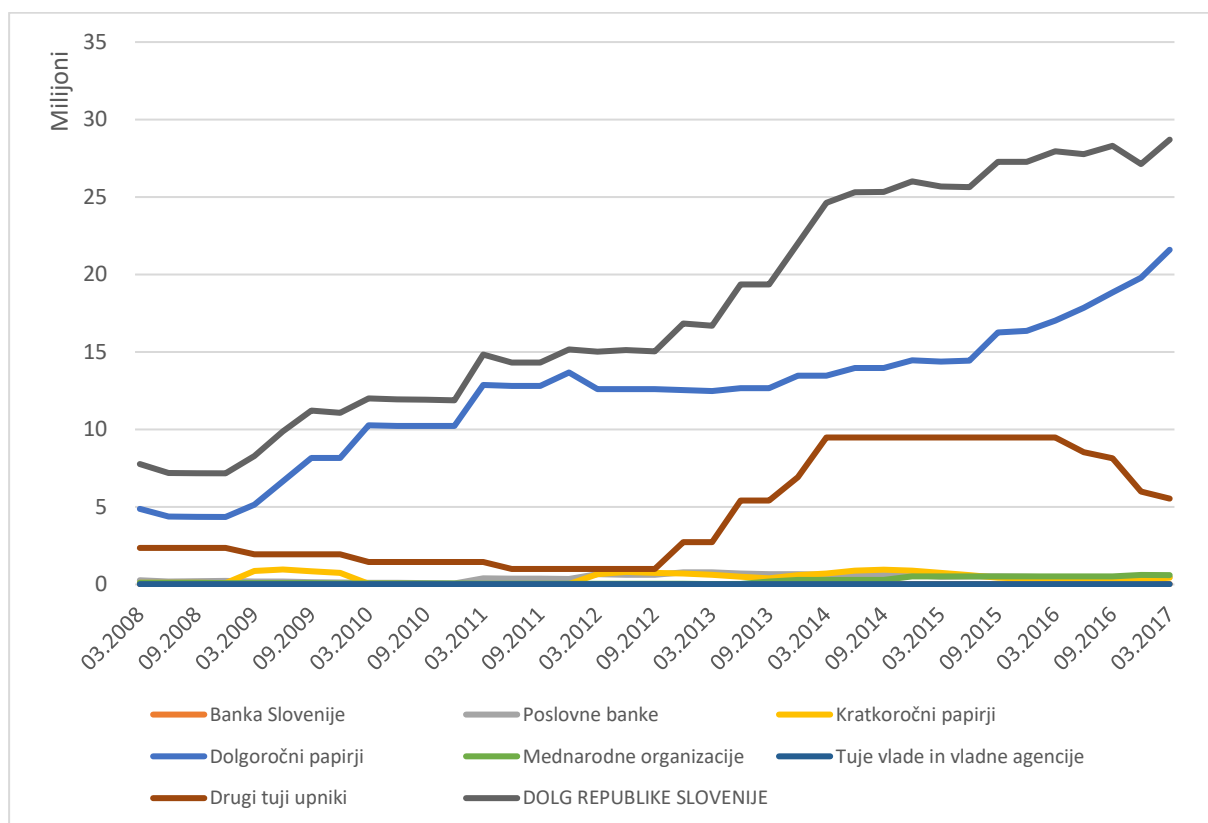
- *tveganje spremembe kupne moči*; To tveganje, ki ga imenujemo tudi valutno ali inflacijsko, pomeni negotovost, da bo investitor ob zapadlosti glavnice v tuji valuti v domači valuti dobil manjšo vrednost. Nosijo ga obveznice, ki niso nominirane v nacionalni valuti investitorja. Investitorju se lahko v spreminjajočih razmerah zgodi, da bo moral del dodatnega denarja, ki ga je pridobil z naložbo, nameniti za nadomestitev izgube valutne razlike, saj prihodnji denarni tokovi tako niso odvisni od sedanjega tečaja, temveč od valutnega tečaja v času izplačila kuponov in glavnice. Valutne razlike se lahko pojavijo kot posledica inflacije v času finančne naložbe, ki je na dolgi rok težko predvidljiva in privede to do skrajšanja povprečne dobe do dospelja. Čim večja je razlika med dejansko in pričakovano inflacijo, tem večjo izgubo bo utrpel imetnik obveznice zaradi zmanjšanja kupne moči. Nepričakovano povečanje inflacije tudi pomembno vpliva na padeč tečaja obveznice.
- *likvidnostno tveganje*; Likvidnost pomeni možnost spremeniti obveznico v denarna sredstva kadarkoli in po njeni trenutni tržni vrednosti. Likvidnostno tveganje tako predstavlja razliko med tržno in njeno pravo vrednostjo. Odvisna je od razvitosti sekundarnega trga, skupne vrednosti izdaje in verjetnosti ostalih tveganj. Likvidnostno tveganje je za investitorje, ki nameravajo držati obveznico do zapadlosti manj pomembno.

Tveganje, ki ga je potencialno predstavljajo gospodarstvo RS, je bilo ranljivost za zunanje in notranje gospodarske razmere, počasno okrevanjem v evrskem območju, tveganja v zvezi z morebitnim izstopom Združenega kraljestva iz EU in vpliv kakršnih koli pomembnih gospodarskih problemov pomembnih trgovinskih partnerjev v prihodnosti.

## 2 PRIPRAVE NA IZDAJO DRŽAVNIH OBVEZNIC

Državne obveznice predstavljajo en od primarnih instrumentov, katerih se RS poslužuje pri svojem financiranju, kar dokazujejo dostopni podatki Statističnega Urada RS za konec leta 2015, ko je bil konsolidiran bruto dolg RS 32.070 mio EUR oziroma 83,10 % BDP od katerega obveznice predstavljajo okoli 60%. To dokazuje tudi spodnja tabela, ki je bila pripravljena na podlagi podatkov dostopnih na spletni strani Ministrstva za finance, in prikazuje rast dolga in spreminjanje njene strukture v obdobju med 2008 in 2017.

Slika 2: Spreminjanje strukture državnega dolga



Vir: Ministrstvo za finance (2017c).

RS se financira v skladu z temeljnim operativnim dokumentom za izvajanje financiranja, ki je pripravljen na podlagi 84. člena Zakona o javnih financah (ZJF), Ur. l. RS, št. 11/2011 v katerem je določeno, da ga izvršuje minister za finance, in sicer na podlagi letnega programa financiranja proračuna za naslednji dve leti, ki ga sprejme vlada. ZJF med drugim ureja sestavo državnega proračuna in izdelavo finančnih načrtov ter proračunske dokumente, ki jih mora vlada predložiti državnemu zboru in datum njihove predložitve.

Državne obveznice se izdajajo na podlagi sprejetega Programa financiranja državnega proračuna RS za posamezno proračunsko leto, ki je javno dostopen dokument objavljen na



spletni strani Ministrstva za finance. Državne obveznice izdaja Sektor za upravljanje z dolgom državnega proračuna, ki deluje pod okriljem Ministrstva za finance, in sicer je odgovoren za financiranje izvrševanja državnega proračuna in za upravljanje z državnim dolgom. Sektor pri svojem upravljanju upošteva načelo transparentnosti, gospodarnosti in učinkovitosti.

Obveznica RS74 je bila izdana na podlagi Programa financiranja za leto 2015, ki poleg zadolževanja za financiranje izvrševanja državnega proračuna za tekoče leto dovoljuje tudi dodatno zadolževanje, ki je določeno do višine odplačil glavnice državnega dolga za naslednji dve proračunski leti.

Pri sami pripravi programa financiranja je potrebno izhajati iz osnovnega načela zadolževanja in upravljanja z državnim dolgom, torej pripravo usmerjati v doseg operativnih in strateških ciljev upravljanja z državnim dolgom. Naloga sektorja je redno zagotavljanje čim bolj ugodnega zadolževanja ter doseganje takšne strukture dolga, ki bo zagotavljala primerno raven tveganja, da bo potrebno dolg refinancirati. Sektor mora biti pozoren tudi na valutno in obrestno strukturo, ki na dolgi rok zagotavlja manjšo izpostavljenost na tečajna, obrestna in druga tveganja. Omeniti je potrebno, da valutna struktura predstavlja več kot 80 % dolga je v evrih in nekaj manj kot 19 % v dolarjih.

Najpogostejši temeljni strateški cilji, zajeti iz vsakoletnih programov financiranja, so:

- financiranje in izvrševanje državnega proračuna,
- minimiziranje dolgoročnega stroška financiranja,
- izvedba transakcij z uporabo tržnih metod,
- širitev investicijskega zaledja,
- razvoj sekundarnega trga državnih vrednostnih papirjev,
- povečanje likvidnosti državnih vrednostnih papirjev,
- zagotovitev stalnega, zanesljivega dostopa do virov financiranja in
- z ustrezno strukturo portfelja zagotoviti nižjo izpostavljenost različnim tveganjem.

Operativni cilj, na katerem temelji program financiranja, pa je predvsem zagotovitev financiranja potreb proračuna, pri čemer je potrebno upoštevati časovno dinamiko izvrševanja državnega proračuna, po ugodni ceni in v skladu s tržnimi pogoji. Operativni cilji so opredeljeni s predvideno vrsto in strukturo instrumentov ter z okvirnimi usmeritvami glede načina izvedbe teh operacij.

Izvedba strateških in operativnih ciljev je opredeljena z razmerjem med obsegom kratkoročnega in dolgoročnega financiranja, strukturo instrumentov financiranja glede na ročnost in v skladu s ciljem upravljanja in doseganjem najugodnejše cene na trgu, ter časovnim razporedom kratkoročnega in dolgoročnega zadolževanja.

RS izvaja obseg zadolževanje v skladu z 81. členom ZJF, ki je določen glede na sprejeti proračun RS v tekočem letu, ki se pripravi v skladu z Ustavo, ter glede na Zakon o izvrševanju proračunov RS (v nadaljevanju ZIPRS), ki velja za tekoče leto in je objavljen v Uradnem listu RS. Pri zakonski podlagi proračuna je smiselno poudariti odstavek v 148. členu Ustave, ki določa da morajo biti prihodki in izdatki proračuna države srednjeročno uravnoteženi brez zadolževanja, ali pa morajo prihodki presežati izdatke. RS je ta odstavek dodala v času po koncu finančne krize, in sicer v skladu temeljne pogodbe o fiskalnem paktu podpisanega s strani EU članic. Namen tega odstavka je, da države EU dolgoročno okrepijo proračunsko disciplino, ki naj bi pomagala preprečiti finančne krize v prihodnje. EU države načeloma lahko začasno odstopijo od tega odstavka, vendar samo v izjemnih okoliščinah posamezne države.

Tabela 3: Obseg zadolževanja v letu 2015

<b>I. Potrebe po financiranju izvrševanja državnega proračuna za leto 2015</b>	
Primanjkljaj bilance prihodkov in odhodkov	859.218.444,69 EUR
Primanjkljaj računa finančnih terjatev in naložb	265.827.220,12 EUR
Odplačila glavnice dolga državnega proračuna v letu 2015	1.571.294.438,31 EUR
Sprememba (zmanjšanje) stanja sredstev na računu	0,12 EUR
<b>Skupaj I.</b>	<b>2.696.340.103,00 EUR</b>
<b>II. Predfinanciranje leta 2014 ter kupnine od prodaje kapitalskih naložb</b>	
Kupnina od prodaje kapitalskih naložb	33.489.451,88 EUR
Skupno predfinanciranje, izvršeno v letu 2014	3.049.064.398,42 EUR
<b>Skupaj II.</b>	<b>3.082.553.850,30 EUR</b>
<b>III. Zadolžitev za financiranje izvrševanja državnega proračuna za leto 2015 (I.-II.)</b>	
	<b>-386.213.747,30</b>
<b>IV. Odplačila glavnice dolga državnega proračuna v prihodnjih dveh letih</b>	
Odplačila glavnice dolga državnega proračuna v letu 2016	3.431.407.516,58 EUR
Odplačila glavnice dolga državnega proračuna v letu 2017	2.092.875.309,77 EUR
<b>Skupaj IV.</b>	<b>5.524.282.826,35 EUR</b>
<b>V. Maksimalni dovoljeni obseg zadolževanja v letu 2015 (III.+IV.)</b>	
	<b>5.138.069.079,05 EUR</b>

Vir: Ministrstvo za finance (2016).

RS se za izvrševanje državnega proračuna v tekočem proračunskem letu lahko zadolži doma in v tujini, in sicer do višine primanjkljaja bilance prihodkov in odhodkov. Prihodki pri tem obsegajo kapitalske, transferne, davčne in nedavčne prihodke, medtem pa odhodki obsegajo tekoče ter investicijske odhodke in transferje. RS se zadolžuje tudi za pokrivanje primanjkljajev računa finančnih terjatev in naložb, katere na eni strani predstavljajo finančne naložbe oziroma kapitalske vloge države v javna in zasebna podjetja, banke oziroma druge finančne institucije, na drugi strani pa prodajo le teh. Največji obseg zadolževanja predstavljajo tokovi zadolževanja in odplačila glavnice dolga, ki zapadejo v plačilo v tekočem proračunskem letu in v prihodnjih dveh proračunskih letih. Pri izračunu maksimalnega obsega zadolževanje je potrebno upoštevati predfinanciranje iz prejšnjega leta in presežek, zaradi uspešne prodaje kapitalskih naložb. Glede na zgornjo tabelo se je RS v letu 2015 glede

na sprejet Program lahko zadolžila za malo več kot 5 milijard. V zvezi z zadolževanjem RS, upravljanjem z državnimi dolgovi in intervencijami na trgu vrednostnih papirjev odloča minister, ki je pristojen za finance. Minister je dolžan odločati na podlagi letnega programa financiranja proračuna, ki ga sprejme vlada, in katera mora o tem obvestiti Državni zbor RS.

Obseg kratkoročne in dolgoročne zadolžitve in strukture instrumentov financiranja se določa z upoštevanjem strateških ciljev, ki je določeno v Programu o financiranju. Hkrati pa je potrebno slediti operativnemu cilju pravočasne zagotovitve nemotenega financiranja potreb državnega proračuna. Izvedba posameznih transakcij v tekočem proračunskem letu je pri tem odvisna od možnosti izvedbe ob hkratnem upoštevanju tržnih razmer in ekonomskih učinkov. Struktura instrumentov in dinamika zadolževanja mora potekati na način, da se zagotovi nižje stroške financiranja, ki bodo spremljali pravočasnost zadolževanja glede na ročnosti in ravni tveganja. Struktura instrumentov izhaja tudi iz potreb po zagotavljanju ravni likvidnosti sekundarnega trga in oblikovanju krivulje donosov slovenskih obveznic.

V kolikor financiranja državnega proračuna zaradi razmer na finančnem trgu ne bo mogoče izvesti na takšen način, bo izdaja državnih vrednostnih papirjev dopolnjena ali nadomeščena z izvedbo alternativnih instrumentov financiranja. Pri tem lahko RS pri upravljanju koristi tudi izvedene finančne instrumente s katerimi uravnava tečajna in obrestna tveganja, ki se izvajajo v obliki valutnih in obrestnih zamenjav ter transakcij, ki zmanjšujejo kreditno izpostavljenost v zvezi z njimi.

Predčasno vračilo dolga pred dospelostjo iz prvega odstavka 82. člena ZJF se lahko izvaja v obliki predčasnega odplačila glavnice in pripadajočih obresti instrumentov financiranja. Izvedba predčasnega vračila pa je pogojena z možnostjo nove zadolžitve oziroma razmer na trgu in z presojanjem učinkov na strukturo dolga, izpostavljenost makroekonomskim in tržnim tveganjem, na likvidnost ter krivuljo donosa slovenskih državnih vrednostnih papirjev. Ministrstvo za finance vsak mesec redno preverja tržne razmere in likvidnost državnega proračuna ter interes za odkup obveznice RS.

Strukturo državnega dolga lahko preverjamo glede na tržne upnike, ki nam pove ali gre za notranji ali za zunanji dolg. Notranji dolg zajema državne upnike, kot so javni sektor, centralna banka, poslovne banke itd. Zunanji dolg pa upnike, kot so mednarodne organizacije, tuje vlade, tuje poslovne banke in drugi tuji upniki. Glede na podatke dostopne na Ministrstvu za finance predstavlja notranji dolg približno 82%.

Zaradi valutnega tveganja je potrebno ustrezno upoštevati tudi valutno strukturo dolga, ki predstavlja izpostavljenost državnega dolga glede na valute, saj se RS glede na tržne razmere poslužuje zadolževanja tudi na globalnem trgu, praviloma v dolarski valuti. Valutno tveganje RS je v zadnjih letih minimalno saj je izpostavljenost le 12,6%, katera predstavlja izpostavljenost predvsem na dolarsko valuto.

Pomembno pri ocenjevanju strukture dolga je preverjanje njene ročnosti, saj mora RS ob zapadlostih zagotoviti ustrezna sredstva oziroma se primerno in pravočasno zadolžiti za pokrivanje svojih obveznosti. RS se namreč glede na tržne razmere zadolžuje kratkoročno preko zakladnih menic in dolgoročno preko obveznic. Spodnja tabela prikazuje stanje izdanih vrednostnih papirjev glede na ročnost.

*Tabela 4: Izdani državni vrednostni papirji glede na ročnost*

<b>Stanje na dan 30. 6. 2017</b>		
<b>Ročnost ob izdaji</b>	<b>(mio €)</b>	<b>(%)</b>
3-mesečne zakladne menice	10	0,0
6-mesečne zakladne menice	98	0,3
9-mesečne zakladne menice	0	0,0
12-mesečne zakladne menice	337	1,2
18-mesečne zakladne menice	132	0,5
Obveznice z zapadlostjo 3 let	1.251	4,4
Obveznice z zapadlostjo 5 let	1.869	6,6
Obveznice z zapadlostjo 7 let	2.000	7,0
Obveznice z zapadlostjo 10 do 15 let	12.099	42,5
Obveznice z zapadlostjo nad 15 let	10.692	37,5
<b>Skupaj</b>	<b>28.487</b>	<b>100,0</b>

*Vir: Ministrstvo za finance (2017d).*

Na koncu je potrebno preveriti kakšna je struktura dolga po načinu obrestovanja. Glede na to, da se RS praviloma zadolžuje za daljše obdobje v strukturi prevladujejo stalne obrestne mere. Povečan obseg spremenljivih obrestnih mere je pričakovati predvsem v obdobjih, ko se mora RS zadolževati za krajše obdobje. Stanje dolga iz naslova instrumentov s stalno obrestno mero je v letu 2015 predstavljalo 98,8 % skupnega dolga.

### **3 POSTOPKI IZDAJE**

RS se za izdajo obveznic odloči na podlagi strategije izdajanja, ki mora vsebovati ciljno strukturo portfelja in vrsto instrumentov za njegovo doseg. Pri tem je pomembno, da ima RS na trgu zaupanje investitorjev oziroma da je trg dovolj razvit. Pri izdaji obveznic in vrednostnih papirjev nasploh, se RS največkrat poslužuje storitev tako imenovanih investicijskih bank. Investicijske banke so pravne osebe, ki jih za obdobje posameznega izbora izbere Ministrstvo za finance, in sicer ob upoštevanju njenih referenc trgu. Predno pa RS izbere ustrezno investicijsko banko, mora določiti predvsem, koliko denarja želi pridobiti, kajti vsi ostali pogoji se lahko določijo skozi sam postopek izdaje. Odločitev o tem, kakšna bo obveznica, kakšne pravice in ugodnosti bo omogočila izdajatelju in investitorju, mora ustrezati trenutni tržni situaciji, katera bo ob dnevno spreminjajočih se

pogojih poslovanja na trgu kapitala zelo tvegana odločitev, kajti morebitna napačna odločitev lahko pomeni propadlo izdajo, velike stroške in praktično zelo otežen pristop do kapitala.

Po tem, ko RS ugotovi koliko denarja potrebuje, se izdaja obveznice začne s preverjanjem trga glede interesa za nakup dolžniških papirjev izdajatelja, in sicer tako, da RS pooblasti investicijske banke, da zanjo opravijo ta pregled trga. RS pri tem zbere ponudbe več investicijskih bank in se odloči za najprimernejše, tako imenovane primarne vpisnike. Primarni vpisniki so objavljeni na spletni strani Ministerstva za finance, kateri imajo z RS pogodbeni odnos s katerim so se zavezali obveščati investitorje o avkcija, sprejemati naročila ter vzdrževati likvidnosti na sekundarnem trgu. Glede na to da se RS zadolžuje na letni ravni, praviloma pri svojih izdajah koristi konzorcij že ustaljenih primarnih vpisnikom, saj bodo te že zaradi preteklih izkušenj hitreje in z manj stroški preučili finančni položaj RS.

Pri izdaji RS za primarne vpisnike pripravila krajši prospekt v katerem je naveden obseg potrebnih finančnih sredstev in ostali ključni podatki, ki bodo primarnim vpisnikom služili kot usmeritev pri preverjanju tržnih razmer na trgu obveznic. Na osnovi odzivov primarni vpisniki pripravijo povzetek odgovorov in pričakovanj investitorjev, na podlagi katerih RS dobi informacijo o interesu, željeni ročnosti in donosnosti obveznice. V primeru, ko so podatki s trga pozitivni in kažejo na možnost, da bo obveznica uspešno plasirana se RS in primarni vpisniki dogovorijo za izdajo. Ob upoštevanju bonitete RS in trenutne tržne situacije se skuša oblikovati takšno ponudbo, ki bo našla končnega investitorja ob čim manjših stroških za RS.

Primarni vpisniki na osnovi podatkov s trga pripravijo t.i. »term sheet«, ki povzema osnovne značilnosti obveznice kot so ročnost, kupon, strukturo obrestne mere, velikost izdaje, kotacijo, način izračuna obresti, provizije in stroške. Če RS te pogoje sprejme, potem dodeli primarnim vpisnikom mandat za organizacijo izdaje obveznice. Pri tem se podpiše mandatno pismo, ki pooblašča primarne vpisnike za organizacijo izdaje obveznice po pogojih iz »term sheet« dokumenta. S podelitvijo mandata posameznim vodilnim primarnim vpisnikom so nadaljnje aktivnosti močno koncentrirane na obdobje dobrega meseca.

Izdajo obveznice RS74 je vodilo sedem bank (štiri tuje in tri domače banke), ki jih je RS izbrala med takrat 12-ih primarnih vpisnikov za obveznice RS in jim podelila mandat za vodenje sindikata. Primarni vpisniki so bili: Barclays Bank PLC, BNP Paribas, Goldman Sachs, Societe Generale in UniCredit banka d.d. Ljubljana, kateri so pokrivali prodajo na mednarodnem trgu. Abanka in NLB pa sta imela vlogi so-vpisnika, ki sta pokrivala prodajo na lokalnem trgu. Vsi navedeni vpisniki, so morali z RS podpisati pogodbo o izdaji, ki je urejala pravno formalni del sklenjenega dogovora. Hkrati pa se je s strani izbrane investicijske banke pripravil krajši prospekt, ki so ga udeležene banke uporabile pri trženju obveznice.

Primarni vpisniki imajo pri postopku izdaje različne vloge, ki jih koordinirajo glavni primarni vpisniki, kateri sestavljajo glavnino oziroma motor sindikata. Te primarni vpisniki si med seboj razdelijo tri glavne naloge, in sicer zbiranje in vodenje naročil (Bookruning), marketing (Roadshow) ter pravni del (priprava prospekta, uskladitev pogodb).

Pri izdaji obveznic imajo pomembno vlogo pravni svetovalci, katerih naloga je usklajevanje, pripravljane in pravočasno prilaganje zahtevane in popolne dokumentacije. Pri pravnih vprašanjih je potrebno omeniti Zakon o trgu finančnih instrumentov (v nadaljevanju ZTFI), ki predvideva, da novo izdajo obveznic pregleda in potrdi Agencija za trg vrednostnih papirjev. Potrditev agencije ni potrebno, kadar je izdajatelj RS, Banka Slovenije ali kadar gre za zaprto ponudbo.

Poznana sta dva načina izdaje obveznic, in sicer:

- Sindicirana izdaja pomeni prodajo obveznic preko sindikata bank do raznovrstnih investitorjev. Tovrstna izdaja je bolj primerna v zgodnjih fazah razvoja, ko izdajatelj še širi svojo prepoznavnost in se pozicionira na trgu. Pri tovrstni izdaji se zmanjšuje tveganje neuspešne prodaje.
- Avkcijska izdaja je primerna za izdajatelje z razvitim in likvidnim trgom, saj pri tovrstni izdaji največkrat sodelujejo primarni vpisniki, ki pretežno kupujejo za svoj račun. Pri avkcijskem načinu vpisa obveznic investitorji kotirajo ceno v vnaprej določenem razponu, in se cena obveznice določi na osnovi prejetih ponudb. Na avkcijah sodelujejo le primarni vpisniki, ki obveščajo investitorje o izdaji in sprejemajo naročila investitorjev za vpis in vplačilo državnih vrednostnih papirjev na avkcijah ter vodijo evidenco naročil. Ta način je primernejši za izdajatelja, kadar povpraševanje presega načrtovano velikost izdaje. Temu način izdaje se poslužuje država, pri izdajanju novih obveznic.

Obveznica RS74 je bila izdana na avkcijski način, saj se je celotna izdaja porazdelila med primarne vpisnike, kateri si so se obvezali, da bodo obveznice prodali po dogovorjeni ceni in za pripadajoč obseg izdaje. Način in podrobnosti izdaje pa so bile definirane v pogodbi o izdaji, ki je vsebovala že navedene osnovne elemente obveznice.

Nadaljnji postopki so odvisni od načina ponudbe obveznice, kjer ločimo odprto in zaprto ponudbo obveznice. Osnovna razlika med njima je v tem, da se obveznice pri odprti ponudbi prodajajo najširšemu možnemu krogu kupcev. Pri zaprti ponudbi gre za seznam izbranih investitorjev, ki bodo povabljeni k nakupu. zato je kupcev manj.

Po izpolnitvi formalnih zahtev sledi trženje, kjer vodja prodaje obveznice poskuša ustvariti večje povpraševanje od ponudbe, tako da je na dan izdaje več kupcev kot prodajalcev. Pri tem se lahko kot ključne trenutke trženja opredelijo: izdelava plana trženja, priprava prospekta in predstavitev obveznice, ki je zelo pomembna in zahteva dolge in temeljite priprave.

Določanje cene za novo izdano obveznico je ena najtežjih in najbolj tveganih faz izdaje. Postavitev prave cene je pomembna tako za izdajatelja kot za investitorja, kajti previsoka cena pomeni propadlo izdajo, katere posledica je, da izdajatelj ostane brez sredstev in da investicijska banka izgubi ugled. Prenizka cena pa pomeni nepričakovane dobičke investitorjev in izpad sredstev pri izdajatelju, ki s tem izgubi na ugledu. Pri določanju cene je potrebno upoštevati trenutno stanje na trgu, boniteto izdajatelja, kvaliteto papirja, kot tudi odziv na predstavitev obveznic. Pri tem igra pomembno vlogo splošno stanje v RS, gospodarstvu in splošno razpoloženje na trgu kapitala. Primarni vpisniki morajo na podlagi ocene vplivata predstavitev na investitorje ustvariti mnenje o možnostih ponudbe in na podlagi tega mnenja določiti končno ceno ter nenazadnje višino celotne izdaje. Pri izdaji mora vodja izdaje zadovoljiti različne interese, zato poskuša postaviti tako ceno obveznice, ki je optimalna in sprejemljiva za vse zainteresirane stranke. Primarni vpisnik daje RS pomembne informacije o stanju na trgu in jo istočasno primerno izobražuje o konkretni problematiki, zaradi česar sta nenehno v stiku, kajti še tako dobro pripravljena izdaja lahko propade, če trenutna situacija ni naklonjena obveznicam. Cilj primarnih vpisnikov je postaviti takšno ceno, ki se bo na trgu obdržala ali zvišala. Izbira trenutka, kdaj začeti s ponudbo, je eden najpomembnejših in najbolj kritičnih trenutkov izdaje, zato se obveznice običajno izdajajo v obdobju umirjenih razmer na trgu. Uspešnost nove izdaje pa je tako odvisna od količine nadaljnjih prodanih vrednostnih papirjev končnim vlagateljem in cene, ki jo vrednostni papir doseže na sekundarnem trgu kapitala.

Istočasno se pri postavljanju cene obveznice določa tudi diskont, po katerem vodja izdaje kupi obveznico od RS. Vodja izdaje posreduje obveznice na primarni trg po nominalni ceni, razlika med odkupno in prodajno ceno pa predstavlja plačilo za storitve. Višina diskonta je v največji meri odvisna od tveganosti papirja. Vodja izdaje prevzame tveganje prodaje obveznice končnim kupcem, kar je težje ob bolj tveganemu papirju, zato je tu diskont večji. Diskont se deli na več delov, in sicer na plačilo provizije posrednikom, plačilo vodji izdaje za svetovanje in oblikovanje sindikata, in plačilo sopodpisnikom, ki so zavezani prodajati obveznice po določeni ceni in pod določenimi pogoji, dokler vodja izdaje ne prekliče vseh teh pogojev in s tem omogoči prosto trgovanje. Glede na tržne pogoje in na poslovno politiko lahko vodja izdaje pogoje prodaje prekliče takoj ali v nekaj dneh po pričetku prodaje.

Pri izdajanju obveznice RS74 je ponudbe za nakup posredovalo več kot 180 različnih investitorjev iz 25 držav, kar je nekoliko več kot pri predhodnih izdajah 3 letne in 5 letne obveznice, povpraševanje po obveznici pa je znašalo skoraj 4 mlrd EUR. Cena obveznice RS v skupni višini 1.000.000.000 EUR, z letno obrestno mero 1,5 % in dospelostjo v letu 2035 je bila ob izdaji 99,095 % glavnice. Omeniti je potrebno tudi, da so primarni vpisniki lahko tržili obveznice le po tej določeni ceni, k čemu jih je k temu obvezal ponudbeni dokument, ki so ga podpisali. Poleg cene ponudbeni dokument vsebuje tudi vse ostale osnovne elemente, ki smo jih že spoznali. V poročilu o dolgu za leto 2015 je objavljen dosežen donos pri prodajni ceni, ki je s pribitkom na letno obrestno mero znašal 1,553%.

Iz poročila je razvidno tudi, da je celotno povpraševanje po obveznici preseгло 1,3 milijarde evrov. Največji delež izdaje je bil alociran upravljavcem skladov, in sicer v višini 66,7 %. Sledile so banke s 23,3 %, zavarovalnice in pokojninski skladi s 4,3 %, centralne banke in ostale uradne institucije s 4,20 % in ostali z 1,50 %. Z vidika geografske porazdelitve je bilo 39,8 % izdaje alocirane v Nemčiji in Avstriji, 14 % investitorjem v Sloveniji, 12 % v Italiji, 11,3 % v Veliki Britaniji in 7 % v Franciji. V primerjavi s prejšnjima izdajama v letu 2009, je bilo med kupci te obveznice najmanj slovenskih investitorjev (4% manj kot pri RS64 in 16% manj kot pri RS65), kar se lahko pripiše daljši ročnosti obveznice. Novo izdana 20-letna referenčna obveznica predstavljala slovensko obveznico z najdaljšo ročnostjo in prav tako najnižjo kuponsko obrestno mero obveznic RS, kadarkoli izdanih na dolžniških kapitalskih trgih.

Leto kasneje se je zaradi ugodni razmer na trgu RS odločila, da bo najavila ponudbo za odkup obveznic, ki so bile izdane v dolarski valuti z visoko obrestno mero, saj so bile izdane v obdobju težkih razmer na trgu, v obdobju največje finančne krize. RS je odkup financirala z dodatno izdajo obstoječe obveznice RS74, in sicer v višini 1.000.000.000 EUR. Posledica ugodni razmer na trgu zadolževanja je večje zaupanja institucionalnih vlagateljev na evropskem trgu in izboljšane bonitete izdajatelja, ki je bila potrjena z zvišano oceno kreditnega tveganja bonitetne agencije Fitch.

Pri izdaji se morajo opraviti tudi formalnosti, saj se vrednostni papirji, ki so izdani na podlagi javne ponudbe in prospekta ali bodo uvrščeni v trgovanje na organiziranem trgu, morajo izdati v nematerializirani obliki, in sicer v skladu z 81. členom ZTFI. Način izdaje ureja Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih (v nadaljevanju ZVNP), in poteka na podlagi naloga za izdajo, posredovanega Centralno klirniški depotni družbi (v nadaljevanju: KDD), in kateri mora vsebovati značilnosti obveznice, podatke o primarnih vpisnikih, podatek o izdajatelju in ustrezne priloge (statut, sklepe, prospekt ali memorandum). Z izdajo odločbe o izdaji vrednostnih papirjev s strani KDD oz. z vpisom nematerializiranega vrednostnega papirja v centralni register, se izdajatelj obveže, da bo izpolnil vse obveznosti, ki jih ima kot zakonit imetnik vrednostnega papirja.

Za omogočanje trgovanja morata primarni vpisniki in izdajatelj pripravljen prospekt posredovati Agenciji za trgovanje z vrednostnimi papirji (v nadaljevanju: ATVP), katera ga mora pregledati in potrditi. Nadaljnji postopek, ki gre preko Ljubljanske borze, je zahteva za uvrstitev obveznice v trgovanje na organiziranem trgu, pri čemer je potrebno priložiti odločbo ATVP, statut izdajatelja, izpis iz registra in odločbo KDD. Trgovanje je omogočeno z objavo na SEOnetu in pisnim obvestilom izdajatelja.

Pred začetkom trgovanja je potrebno opraviti formalni del izdaje, in sicer razdelitev primarne izdaje med vpisnike, ki se izvaja preko poravnave. Način poravnave v praksi poteka na različne načine, saj je praviloma odvisna od dogovora primarnih vpisnikov na kakšen način bo poravnava potekala oziroma kako se bo izdaja alocirala med vpisnike. Obveznice se lahko



prenesejo med računi pri KDD, kateri morajo biti registrirani v centralnem registru v skladu z veljavnimi Pravili poslovanja in navodili KDD. Imetnik obveznic za namene prenosov vodi poravnalni račun, ki ga upravlja član KDD (borzni posrednik ali skrbniška banka). Za poravnavo primarnih vpisnikov so praviloma zadolžene skrbniške banke, ki kot njihove skrbnice skrbijo za ta končni del procesa izdaje. Skrbniške banke so banke, ki opravljajo storitve v zvezi s poslovanjem z vrednostnimi papirji ter uveljavljanje pravic iz teh vrednostnih papirjev, katere so ponujene domačim in tujim investitorjem. Na splošno je naloga skrbniških bank hranjenje vrednostnih papirjev, poravnava transakcij z vrednostnimi papirji, posredovanje plačil iz naslova dividend in obresti, poročanje o poravnanih poslih, stanju in vrednosti portfelja na računu, posredovanje drugih pomembnih informacij, ki lahko vplivajo na vrednostne papirje ter zastopanje tujih investitorjev na domačem trgu. Dejavnost skrbniške banke sodi v okvir nevtralnih bančnih poslov, saj ima le vlogo posrednika brez investicijske odgovornosti, saj posle opravlja v investitorjevem imenu.

Začetek poravnave se začne z izmenjavo celotne izdaje proti kupnini, pri čemer gre za prenos papirjev na poravnalni račun primarnega vpisnika, kateri prejme papirje potem, ko Ministrstvo za finance od primarnega vpisnika prejme dogovorjena denarna sredstva in da nalog KDD-ju za prenos izdanih obveznic na poravnalni račun primarnega vpisnika. Nadaljnja poravnava poteka na način, ki je bil dogovorjen med primarnimi vpisniki, kateri morajo obveznice distribuirati na svoje kupce. Za prenos obveznic med računi pri KDD morata član KDD, ki upravlja račun prodajalca, in član KDD, ki upravlja račun kupca, pri KDD podati nalog o izročitvi in nalog o prejemu. Če se ujemata, se izročitveni in prejemni del naloga uparita in tvorita nalog za prenos. Distribucija se v praksi opravlja preko skrbniški bank, in sicer preko usklajevanja SWIFT instrukcij, ki jih glede na dogovor pošiljajo prodajalci in kupci. Osebe, ki nimajo obveznic na svojih računih pri KDD, se po slovenskem pravu ne štejejo za zakonite imetnike obveznic. Kakorkoli, KDD je vzpostavila povezavi s Clearstreamom in Euroclearom, ki omogočata imetništvo obveznic preko njihovih računov, ki ju imata odprta preko lokalnih skrbniških bank. Imetniki računov pri Clearstream ali Euroclear se pri tem ne štejejo kot zakoniti imetniki teh obveznic po slovenskem pravu. Povezavi med KDD in Clearstream ter Euroclearom sta odobreni predvsem zaradi neposredni zvezi za namene zavarovanja pri Evropski centralni banki.

## **SKLEP**

RS se z namenom financiranja svojega državnega proračuna in primanjkljaja pretežno zadolžuje z izdajo državnih obveznic, katere se izdajajo na razvitem trgu državnih vrednostnih papirjev, razvita predvsem po vstopu v EMU. Skozi zaključno nalogo je bilo mogoče spoznati, da ima RS ustaljene postopke izdaje, kjer imajo ključno nalogo primarni vpisniki, saj so oni tisti, ki skrbijo za uspešno zadolževanje in zagotavljanje likvidnega trga. Postopek izdaje je glede na ugotovitev razdeljen na potrebo po zadolževanju, ki predstavlja formalne postopke državnih institucij, ter na izvršitev zadolževanja, kjer se RS prilagodi globalnim pravilom, kar je tudi namen RS, da se čim bolj razpršeno zadolžuje.

Skozi teorijo je mogoče spoznati celo vrsto različnih obveznic, katera pa se na slovenskem kapitalskem trgu redko uporabljajo s strani izdajateljev, zato so najpogostejši dolžniški vrednostni papirji klasične državne in podjetniške obveznice ter zakladne menice. Pri primerjanju teorije s prakso je prišlo do potrditve, da sta si tveganje in zahtevana obrestna mera sorazmerni, saj se za bolj tvegane obveznice zahtevajo višje obresti. S tem je povezana tudi cena, ki se prilagaja razmeram na trgu, kar je posledica v novo izdanih obveznicah, ki se izdajajo z višjo oziroma nižjo obrestno mero. V praksi se iz tega razloga bolj koristi tekoča donosnost, katera poleg nominalne z amortizacijskim načrtom obljubljanje donosnosti upošteva, da je bil obveznica kupljena oziroma prodana najmanj z diskontom, ki se obljublja ob zapadlosti.

Iz analize strukture državnega dolga je lahko razbrati, da RS vedno bolj uporablja obveznice kot vir financiranja saj se je v zadnjih letih le to povečevalo, tako da sedaj v letu 2017 obveznice predstavljajo že 75% dolga. Zanimiv zaključek pri analizi predstavlja vzorec, da se je RS v času največje krize najbolj financirala na podlagi izdanih obveznic, ki so na vrhuncu konec leta 2011 predstavljale že 90% dolga. Razlog za povečanje izdaj obveznic v zadnjem obdobju pa je razumeti v ugodnih razmerah na kapitalskem trgu s katerimi RS izkorišča razmere in spreminja strukturo dolga predvsem z odkupovanjem obveznic, ki predstavljajo visoke stroške financiranja, kot so na primer dolarske obveznice. Razlog za povečanje v letu 2011 pa prihaja iz drugih razlogov, in sicer predvsem iz problema, da so bili ugodni finančni viri nedostopni, zato je RS ostalo na voljo le financiranje z obveznicami in prodajo lastnega premoženja.

Pri analizi postopka izdaje se je pokazalo, da imajo ključno vlogo primarni vpisniki, kateri so tudi vpeti v trg zadolževanja. Trenutno ima RS pogodbeno razmerje s 14 primarnimi vpisniki, med katerimi so 3 slovenske in 14 tujih bank. Na podlagi pregleda izdaj slovenskih državnih obveznic, ki so bile izdane v preteklosti lahko pridemo do zaključka, da pri izdaji praviloma sodelujejo trije ali štirje glavni primarni vpisniki, med katerimi so dve ali tri tuje banke in ena domača banka.

In zaključne naloge je razvidno, da je postopek izdaje državnih obveznic kompleksen, kjer se prepletajo različne državne institucije ter domači in tuji finančni posredniki. Vsak korak v postopku izdaje se nanaša na različne člene Ustave in posameznih zakonov, kateri se medsebojno prepletajo. Kljub temu ima RS že ustaljen postopek izdaj, zato predstavlja zanj največji izziv upravljanje državne dolga, ohranjanje ustrezne kapitalske strukture in zagotavljanje pravočasnega zadolževanja oziroma financiranje. RS mora nadaljevati z razvojem kapitalskega trga z namenom zagotoviti stabilno in široko strukturo investitorjev, ter pri tem neprestano zagotavljati zadovoljivo likvidnost in donosnost.

## LITERATURA IN VIRI

1. Agencija za trg vrednostnih papirjev. (2016). *Poročilo o stanju na trgu finančnih instrumentov v letu 2015*. Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev.
2. Albreht M., Ferjani C. (1996). Koordinacija upravljanja javnega dolga in vodenje denarne politike. *Bančni vestnik* 45, (10), 50-57.
3. Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, A. J. (2008). *Essentials of Investments* (7 izd.). New York: McGraw-Hill/Irwin.
4. Bohnec, D. (1995). Trajanje in konveksnost - ocena tržne vrednosti obveznic. *Bančni vestnik* 46, (5), 484-492.
5. Bohnec, D. (2006). Banke in trg dolžniških vrednostnih papirjev. *Bančni vestnik* 55, (7/8), 1.
6. Chichester & Amor, J.M. (2002). *Government bond markets in the Euro zone*. New York : J. Wiley.
7. Crnkovič, R. (1984). *Finančni trg* (2. izd.). Maribor: Obzorja.
8. Čok, M., Stanovnik, T. & Verbič, M. (2014). *Javne finance v Sloveniji* (2. izd.). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
9. Doles, J. & Hozjan, S. (2007). Sindicirana izdaja obveznic. *Bančni vestnik* 56, (9), 42-45.
10. Dugar, B. A. (2006). Dematerializacija vrednostnih papirjev. *Bančni vestnik* 55, (9), 48-50.
11. Eber, M. (2004). Avkcija kot najbolj razširjen način prodaje državnih vrednostnih papirjev. *Bančni vestnik* 53, (12), 32-37.
12. EuroMTS. Markets managed by EuroMTS. Pridobljeno 14. avgusta 2017 na <https://www.mtsmarkets.com/resources/market-rules>
13. Fabozzi, Frank J. (2004). *Bond markets, analysis and strategies* (5. izd.). Upper Saddle River (N.J.): Pearson/Prentice Hall.
14. Fabozzi, Frank J. (2002). *Fixed Income Securities* (2. izd.). New York: J. Wiley.
15. Grilc, P. & Juhart, M. (1996). *Pravo vrednostnih papirjev* (1. izd.). Ljubljana: Gospodarski vestnik.
16. Investopedia. (2017). *Yield Curve*. Pridobljeno 2. avgust 2017 na spletnem naslovu <https://www.investopedia.com/terms/y/yieldcurve.asp>
17. Jernejčič, M. (2003). Domače obveznice v letu 2002. *Bančni vestnik* 52, (3), 28-31.
18. Križaj, D. (2003). Krivulja donosnosti v valuti EUR. *Bančni vestnik* 52, (3), 19-22.
19. Lipičnik, B., Pučko, D. & Rozman, R. (2000). *Ekonomika in organizacija podjetja* (6. izd.). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
20. Ministrstvo za finance. (2014). *Pravila za izvedbo avkcij državnih vrednostnih papirjev*. Ljubljana: Ministrstvo za finance.
21. Ministrstvo za finance. (2015). *Programa financiranja državnega proračuna Republike Slovenije za 2015*. Ljubljana: Ministrstvo za finance.
22. Ministrstvo za finance. (2016). *Poročilo o upravljanju z javnim dolgom Republike Slovenije 2016*. Ljubljana: Ministrstvo za finance.

23. Ministrstvo za finance. (2017). *Bilten javnih financ XIX*. Ljubljana: Ministrstvo za finance.
24. Ministrstvo za finance. (2017a). *Predstavitev značilnosti obveznic*. Pridobljeno 15 avgusta 2017 na spletnem naslovu [http://www.mf.gov.si/si/delovna\\_podrocja/vrednostni\\_papirji/obveznice/predstavitev\\_obveznic](http://www.mf.gov.si/si/delovna_podrocja/vrednostni_papirji/obveznice/predstavitev_obveznic)
25. Ministrstvo za finance. (2017b). *Bonitetna ocena*. Pridobljeno 5. avgusta 2017 na spletnem naslovu [http://www.mf.gov.si/si/stiki\\_z\\_investitorji\\_imetniki\\_vp/bonitetna\\_ocena/](http://www.mf.gov.si/si/stiki_z_investitorji_imetniki_vp/bonitetna_ocena/)
26. Ministrstvo za finance. (2017c). *Državni dolg*. Pridobljeno 25. avgusta 2017 na spletnem naslovu [http://www.mf.gov.si/si/stiki\\_z\\_investitorji\\_imetniki\\_vp/informacije\\_o\\_izdajatelju/dolg\\_drzavnega\\_proracuna](http://www.mf.gov.si/si/stiki_z_investitorji_imetniki_vp/informacije_o_izdajatelju/dolg_drzavnega_proracuna)
27. Mrak, M. (1999). Euro in mednarodni trgi obveznic: izkušnje prvih sto dni. *Bančni vestnik* 48, (5), 11-14.
28. Mrak, M. (2001). Vpliv uvedbe evra na trg obveznic v Evropi. *Bančni vestnik* 50, (12), 26-29.
29. Mramor, D. (1995). Primarni trg kapitala v Sloveniji. *Bančni vestnik* 44, (6), 3-4.
30. Mramor, D. (2000). *Poglavja iz poslovnih financ* (4. izd.). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
31. Pekolj, T. (2014). Prihodnost domačega trga kapitala. *Bančni vestnik* 63, (7), 1.
32. Prohaska, Z. (2004). *Finančni trgi* (2. izd.). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
33. Rajer, B. (2006). Državne obveznice v letu 2005. *Bančni vestnik* 55, (3), 26-34.
34. Ribnikar, I. (2006). *Monetarna ekonomija 1* (3. izd.). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
35. Sotlar K. (2002). Trg državnega dolga v EMU. *Bančni vestnik* 51, (6), 24-29.
36. Veselinovič, D. (2003). Finančni trg v Sloveniji. *Bančni vestnik* 52, (7/8), 107-111.
37. Zadravec Capriolo, S. (2004). Razvoj slovenskega primarnega trga dolgoročnih državnih vrednostnih papirjev. *Bančni vestnik* 53, (1), 64-67.
38. Zaletel, M. (1998). *Struktura obrestnih mer*. Ljubljana: Zaletel, M.