BANKA SLOVENIJE

EVROSISTEM

POROČILO O FINANČNI STABILNOSTI

STROKOVNI ČLANKI S PODROČJA FINANČNE STABILNOSTI

MAJ 2008

Izdajatelj:
Banka Slovenije
Slovenska 35

1505 Ljubljana

Tel: 01 47 19 000
Faks: 01 25 15 516

This publication is also available in English on line.

Mnenja ali zaključki, objavljeni v člankih v tej publikaciji, ne odražajo nujno uradnih stališč Banke Slovenije, Ekonomske fakultete, Univerze v Ljubljani ali njunih organov.

ISSN 1581-9752 (tiskana izdaja)
ISSN 1581-9760 (spletna izdaja)

GLAVNO KAZALO

UPORABA TRŽNIH INFORMACIJ PRI ANALIZI FINANČNE STABILNOSTI BANK
Vida Bukatarević, mag. Božo Jašovič, mag. Tomaž Košak, mag. Tatjana Šuler **1**

CERTIFIKATI – NALOŽBENI PRODUKTI
Ana Gorišek in Miha Leber **13**

OBDAVČITEV DOHODKOV IZ KAPITALA ZA FIZIČNE OSEBE
dr. Mitja Čok **26**

UPORABA TRŽNIH INFORMACIJ PRI ANALIZI FINANČNE STABILNOSTI BANK

Vida Bukatarević, Božo Jašovič, Tomaž Košak, Tatjana Šuler[1]

POVZETEK

Pri zgodnjem zaznavanju finančnih težav v bančnem sistemu se nadzorne institucije zatekajo tudi k tržnim informacijam. V razvitih finančnih sistemih te informacije relativno dobro razkrivajo pričakovanja investitorjev o bodočem poslovanju posamezne banke. Oddaljenost od plačilne nesposobnosti je en izmed kazalcev, ki temelji na tovrstnih informacijah. V finančno manj razvitih okoljih tako obstaja izziv načina posrednega izračunavanja oddaljenosti od plačilne nesposobnosti za posamezne banke kot tudi oblikovanje kazalnika sistemske stabilnosti bančnega sistema. Pri posrednem izračunu oddaljenosti od plačilne nesposobnosti bank je bila upoštevana domneva, da variiranje istega kazalnika za podjetja oz. predstavnikov gospodarskih panog, do katerih so izpostavljene bank, omogoča nadomestitev pomanjkanja neposrednih tržnih informacij tj. variiranja cen delnic banke. Potrditev hipoteze, da je oddaljenost od plačilne nesposobnosti dober napovedovalec sprememb v tveganosti bančnega sistema, ker predhaja knjigovodske podatke, pa je odvisna od empiričnega testiranja.

SUMMARY

Supervisory institutions rely on market information in the early detection of financial difficulties in the banking system. In developed financial systems this information is relatively good at identifying the expectations of investors regarding the future performance of an individual bank. Distance-to-default is one of the indicators based on this type of information. The challenge in environments that are less financially developed lies in the method for indirectly calculating distance-to-default for individual banks and in the formation of a systemic stability indicator for the banking system. In the indirect calculation of distance-to-default, it is assumed that the variation of this indicator for companies (as sector representatives), to which banks are exposed, provides a substitute for missing market information, i.e. variation in the prices of banks' shares. Confirmation of the hypothesis that distance-to-default is indicative of changes in the risks of the banking system, since it precedes accounting data, is dependent on empirical testing.

[1] Vida Bukatarević, Božo Jašovič, Tomaž Košak in Tatjana Šuler, Banka Slovenije.

1 Uvod

Banke so posebne institucije, saj so v primerjavi z drugimi poslovnimi institucijami nadzorovane, glede na druge finančne institucije pa so precej bolj nadzorovane. Osnovni razlog za posebno regulativo in nadzor nad bankami tiči v dejstvu, da lahko težave v bankah ogrozijo delovanje celotnega finančnega sistema in s tem finančno stabilnost. Potreba po nadzorovanju delovanja bank izhaja iz predpostavke, da je tržna disciplina zaradi netransparentnih bančnih portfeljev prešibka, da bi lahko zagotavljala stabilnost delovanja bank tako kot pri nefinančnih podjetjih. Pritiski na zmanjševanje stroškov nadzora, globalizacija, finančno poglabljanje in kompleksnost so povzročili, da se je sposobnost finančnih trgov nadzorovati finančne institucije povečala. Z zmanjševanjem informacijske asimetrije se je povečala sposobnost tržnih udeležencev, da vsako relevantno informacijo vgradijo v cene. Pri tem je značilno, da so njihove ocene usmerjene tudi v prihodnost. Finančni trg potemtakem "nadzoruje" finančne institucije, tako da perspektivnim institucijam omogoča dostop do finančnih virov, tveganim institucijam pa zagotavlja finančne vire po višjih cenah ali pa jim celo onemogoča dostop do njih. Tržne informacije so praviloma na voljo vsak trenutek in v glavnem odražajo tudi pričakovanja udeležencev na trgu. V primerjavi z uradnimi informacijami nadzornikov, ki temeljijo na knjigovodskih poročilih za pretekla obdobja, vsebujejo tržne informacije dodatno kakovost. Zaradi aktualnosti in pogleda vnaprej lahko tržne cene (informacije) prej kot informacije na osnovi poročil zaznajo spremembe v tveganosti bančnih institucij. Slednje je mogoče potrditi na osnovi razpoložljive literature oziroma številnih dosedanjih raziskav, empirične potrditve (ali zavrnitve) pa smo se lotili tudi z uporabo podatkov za naše banke. Glede na dejstvo, da delnice večine bank ne kotirajo na borznem trgu, bomo poskušali ugotoviti, ali lahko z uporabo posrednih in neposrednih tržnih informacij (na primer gibanja borznega indeksa in cen delnic podjetij s katerimi se trguje na borznem trgu) obogatimo informacije iz poročil bank in tako pridemo do kazalnikov, ki pred kazalniki na osnovi uradnih poročil in računovodskih izkazov nakazujejo spremembe v tveganosti bank.

2 Lastniški in uradni – regulativni nadzor

Državne institucije so intenzivno vključene v izvajanje nadzora nad finančnimi (bančnimi)[2] institucijami zaradi njihove odgovornosti za ohranjanje finančne stabilnosti. Potreba po reguliranju in nadzorovanju izpolnjevanja regulativnih zahtev nad bančnimi institucijami izhaja iz dveh predpostavk (Flannery, 1998; Gunther et. al., 2001; Krainer and Lopez, 2003): prvič, varčevalci (deponenti) naj ne bi znali dobro razlikovati med tveganimi in netveganimi institucijami zaradi nepopolnih informacij, atomiziranosti, slabe koordinacije, neznanja in nezainteresiranosti, zato država »popravlja« slabost trga z nadzorom, in drugič, za bančne naložbe je značilno, da so informacijsko netransparentne (bank opacity: banka ima vse potrebne informacije, da oceni kreditno boniteto dolžnika ali perspektivnost investicijskega projekta) in zato tržno manj zanimive za širši krog nepoučenih investitorjev. Banke so potemtakem specifične institucije, ki so občutljive za vplive iz okolja in s tem izpostavljene nestabilnostim zaradi pretežno kratkoročnih obveznosti, katerih upniki so številni deponenti, ki slabo prepoznavajo tveganja iz netransparentnih naložb, o katerih imajo vse potrebne informacije le banke same. Regulativni nadzor potemtakem popravlja slabo delujoči trg zaradi nepopolnih informacij udeležencev, da bi lahko ugotovili pravo vrednost bančnih portfeljev, ki temeljijo na zasebnih informacijah bank. Njihov nadzor tako dopolnjuje ali pa celo nadomešča eksterno nadzorno vlogo finančnih vlagateljev (deponentov, kreditorjev, lastnikov). Na eni strani imamo torej opraviti z regulatornim nadzorom, ki se ukvarja z vstopom finančnih institucij v panogo, izvajanjem pravil preudarnega poslovanja in likvidacijo oziroma izstopom iz panoge. Na drugi strani pa imamo investitorje (lastnike, kreditorje, varčevalce), ki z različnimi mehanizmi (tržnega) nadzora poskušajo zagotoviti, da bodo realizirali pričakovane donosnosti na svoje naložbe. Pri tem se lahko križajo interesi med lastniki (delničarji), upniki (kreditorji in deponenti) in upravami (menedžmentom). Oba vidika nadzora – tržni in regulativni – vplivata na način izvajanja finančnih aktivnosti (formalnopravno obliko, vrsto aktivnosti, notranjo organizacijo ...) in nenazadnje tudi na tveganost posameznih institucij. Oba vidika nadzora sobivata in vplivata na poslovno obnašanje finančnih subjektov. V zvezi s tem se postavlja vprašanje, koliko lahko dopolnjujeta drug drugega. Obseg in učinkovitost regulatornega nadzora vplivata na spodbude tržnih udeležencev za nadziranje delovanja finančnih institucij. Prevzemni trg, na primer, je v bančništvu šibek, ker v večini držav regulator licencira pridobitev kvalificiranih lastniških deležev. Tudi varčevalci se ne ukvarjajo pretirano z vprašanjem, kako zdrava je depozitna institucija, če so njihovi depoziti zavarovani z jamstveno shemo.

Ob vsem tem se postavlja še vprašanje, ali ni uradni nadzor tudi sam »poskrbel« za upravičenost svojega obstoja, ko namesto finančnih investitorjev (deponentov) bdi nad bančnim institucijami in s prioritetnim dostopom do bančnih informacij ocenjuje in spremlja tveganost nadzorovanih institucij. Večja kot je ustvarjena potreba po uradnem nadzoru, manj so finančni vlagatelji motivirani, da bi izvajali eksterni tržni nadzor. Po drugi strani pa pritiski tržnih udeležencev zaradi naraščanja stroškov finančnega nadzora vplivajo na zmanjševanje regulativne represije. Ta se je po drugi svetovni vojni in vse do začetka sedemdesetih let prejšnjega stoletja krepila in zagotavljala relativno stabilnost finančnih sistemov, vendar je strošek vzdrževanja stabilnosti neprestano tarča kritik tržnih udeležencev, ki zagovarjajo večjo vlogo tržne discipline.

[2] V nadaljevanju se bomo osredotočili predvsem na bančne institucije, ki so predmet raziskovanja, čeprav se bodo nekatere ugotovitve v tekstu nanašale na finančne institucije nasploh in ne samo na bančne.

Z razvojem finančnega sistema – poglabljanjem, zapletenostjo in globalizacijo – se je povečala tudi sposobnost finančnih trgov, da učinkoviteje nadzorujejo finančne institucije. V razvitih finančnih okoljih so že za konec prejšnjega stoletja oznanjali, da se je v glavnem končalo obdobje transformacije iz državno vodenega finančnega sistema (government-led) v tržno vodeni (market-led) finančni sistem (Crockett, 2001). V iskanju najdonosnejših alternativnih naložb so finančni udeleženci pritiskali na zniževanje stroškov finančnega nadzora in zahtevali povečanje transparentnosti in uniformiranosti pri prikazovanju finančnih podatkov bančnih institucij. Cilj teh pritiskov je bil odpraviti informacijsko asimetrijo (zmanjšati netransparentno naravo bančnih naložb), s katero se upravičuje potreba po uradni regulativi in nadzoru bank. Pomemben korak pri realizaciji navedenih zahtev je bil storjen s sprejetjem Mednarodnih standardov računovodskega poročanja in z novim Baselskim sporazumom, ki v tretjem stebru prinaša zahteve po večji informacijski transparentnosti bančnih institucij. Navedena regulativna okvira predstavljata pomemben prispevek k večji uveljavitvi tržnega nadzora pri poslovanju bančnih institucij in možni prerazporeditvi pristojnosti med tržnim in uradnim nadzorom v korist prvega. Večjo veljavo tržnega nadzora je, nenazadnje, mogoče utemeljevati tudi z dejstvom, da so tržna vrednotenja in z njimi povezana tveganja endogena spremenljivka kolektivnega obnašanja tržnih udeležencev (Crockett, 2001). Drugače povedano, pomembno je, kaj večina tržnih udeležencev misli in kako ravna oziroma kako se odloča. Na osnovi tega se določajo tržne cene in nivoji tveganj, ki na koncu vplivajo na bančne bilance in njihove izkaze uspehov. Prav iz tega dejstva izhaja spoznanje, da vloge trga pri nadzoru bank ne velja poveličevati. Tržni udeleženci vsako novo informacijo nemudoma vgradijo v svoje ocene in na tej osnovi sprejemajo svoje odločitve. Pri tem pa sami s svojimi reakcijami povzročijo potrebo po prestrukturiranju portfeljev in s tem dodatno prispevajo k spremembi tržnih parametrov. Potrebne prilagoditve so zaradi hitre reakcije tržnih udeležencev večje, kot bi bile, če bi pri njihovih odločitvah prevladovala postopnost, zato so lahko v nasprotju s finančno stabilnostjo (Flannery 1998, Crockett 2001).

Številne empirične analize dokazujejo, da tržni udeleženci vsako novo informacijo vgradijo v vrednotenja, kar se na koncu odrazi tudi v njihovih reakcijah in tržnih cenah. S tem še ni dokazano, da so njihova vrednotenja pravilna, temveč da se razumno odzivajo na vsako novo informacijo na trgu (Flannery, 1998; Gunther et. al., 2001; Krainer in Lopez, 2002; Curry et. al., 2003). Poleg tega tržni udeleženci pri vrednotenjih vgradijo tudi svoja pričakovanja, zato imajo tržne cene pogled v prihodnost in s tem pomembno prednost pred revizorsko ali nadzorniško oceno, ki v glavnem temelji na preteklih informacijah in dogodkih. Dodatno k tej prednosti lahko dodamo še kontinuiranost tržnih vrednotenj, kar povzroča, da cene odražajo zadnje razpoložljive informacije, ki so na voljo udeležencem. Tudi v tem pogledu imajo tržni parametri prednost pred revizorsko ali nadzorniško informacijo, ki podrobneje ocenjuje banke v letnih (morda v najboljšem primeru v polletnih ali četrtletnih) intervalih. Poleg tega je znano, da revizorske ocene, ki temeljijo na informacijah iz preteklosti, hitro zastarajo, če niso neaktualne že ob objavi. Pomembna prednost nadzornih institucij pred trgom je predvsem dejstvo, da imajo prioriteten dostop do vseh poslovnih informacij in dokumentacije nadzorovanih institucij, vendar pretežni del tega ne pride do tržnih udeležencev. Slednje pa de facto pomeni, da uradni nadzorniki uporabljajo za svoje ocene drugačne vire podatkov od tržnih udeležencev. Lahko bi sklenili, da so uradni nadzorniki in tržni udeleženci zainteresirani za zbiranje informacij o poslovanju bank in tveganjih, ki jih prevzemajo. Pri tem pa vsaka stran uporablja informacije, ki jih dobi iz različnih virov in z drugačno časovno dinamiko. Logično nadaljevanje takega sklepa je, da so informacije obeh strani lahko komplementarne in bi prispevale k boljšemu razumevanju delovanja bank, če bi bile na voljo obema stranema. Pri tem je ključnega pomena za kakovost ocen, da tržni udeleženci dobijo na voljo čim več informacij o institucijah, v katere vlagajo. Pravila o razkritjih in transparentnosti poslovanja, ki jih predvideva novi Baselski sporazum v tretjem stebru, so tako pomemben prispevek k večji uveljavitvi tržne discipline. Delna razkritja ocen uradnih nadzornikov bi lahko v še večji meri prispevala h kakovosti tržnih informacij.

3 Ravnotežje med uradno in tržno disciplino pri nadzoru bančnih institucij

Trg in tržni udeleženci so sposobni identificirati spremembe v bankah, ki vplivajo na njihove ocene, in posledično odločitve ter cene. S tem izvajajo tržno disciplino nad bankami: če investitorji ocenijo, da je banka postala bolj tvegana, pričakujejo višjo obrestno mero oziroma donosnost ali realocirajo svoj kapital, če je tveganje preveliko glede na njihovo nagnjenost k tveganju. Tržno disciplíniranje je po navadi hitro in včasih lahko v nasprotju s finančno stabilnostjo, če tržni udeleženci sami s svojimi reakcijami povzročijo še večje potrebe po prevrednotenju portfeljev. Uradni nadzor je pri odpravljanju težav v bančnih institucijah lahko učinkovitejši, saj z ustrezno intervencijo in postopnostjo doseže, da je novo finančno ravnotežje doseženo z manjšimi prevrednotenji oziroma realokacijami kapitala, kar pomeni tudi manjše stroške za tržne udeležence in davkoplačevalce, ki jih bremenijo stroški uporabe morebitnih jamstvenih shem. Vsekakor pa so tržne informacije koristne pri zgodnjem odkrivanju tistih sprememb v bankah, ki lahko vodijo do finančnih težav. Tržne ocene v primerjavi z nadzorniškimi ocenami lahko že vnaprej napovedujejo spremembe v profilu tveganosti bank, ker temeljijo na tekočih informacijah, hkrati pa so pogledi investitorjev usmerjeni tudi v prihodnost. Prav zato bi veljalo dopolnjevati ocene uradnih nadzornikov tudi z ocenami, ki jih generira trg. Dodana koristnost tržnih informacij bi bila predvsem v zgodnejšem prepoznavanju sprememb v bankah, ki vodijo do finančnih težav. Spoznavni čas za identificiranje finančnih težav v bankah bi se tako skrajšal, saj bi jih finančni investitorji lahko zaznali, še preden bi se težave pokazale v bilančnih izkazih oziroma nadzornih poročilih (Flannery, 1998). Prav tako bi se lahko skrajšal tudi reakcijski čas (čas od trenutka, ko so identificirane težave, pa do trenutka, ko so uresničeni ukrepi za saniranje težav), saj bi uradni nadzorniki potrebo po nadzoru utemeljevali tudi na osnovi tržnih informacij in reakcij tržnih udeležencev. Ni treba posebej poudarjati, da krajši spoznavni in reakcijski čas lahko bistveno prispevata k zniževanju stroškov odprave finančnih neravnotežij, ki končno lahko povzročajo nestabilnost.

Postopno, z opisanimi spoznanji so tudi nadzorniki začeli vse pogosteje uporabljati tržne načine v svojih analitičnih orodjih. Analiza, temelječa na uporabi tržnih informacij, je še posebno zanimiva med raziskovalci, medtem ko so bili nadzorniki do njene uporabe sprva zadržani. Pomemben preboj v razkritju tržnih informacij pri analizi preudarnostnega poslovanja je bil storjen z novim Baselskim sporazumom, ki predvideva, da morajo banke same ocenjevati izpostavljenost tveganjem ter potrebni kapital, ki izhaja iz teh ocen. S tem so bila odprta vrata za nadgrajevanje uradnih nadzorniških ocen finančnih tveganj s tržnimi ocenami, ki so rezultat lastnih ocen tržnih udeležencev. Prav tako tržne informacije v statističnih modelih zgodnjega opozarjanja uporabljajo države, ki imajo razvite finančne trge, in veliko bančnih institucij, ki poskušajo tako razviti vodilne indikatorje finančne nestabilnosti za posamezne institucije (Sahajwala and Bergh, 2000). Empirične raziskave so šle še precej dlje v možnostih uporabe tržnih informacij in tržne discipline pri zagotavljanju preudarnega poslovanja in številne med njimi dokazujejo, da bi uradni nadzorniki lahko še pogosteje uporabljali vzvode tržne discipline pri izvajanju svoje funkcije.[3]

Tržne informacije ne predstavljajo substituta ocenam uradnih nadzornikov, pač pa komplementarno informacijo, katere uporabna vrednost je v zgodnejšem prepoznavanju sprememb v bankah, ki lahko vodijo do finančnih težav. Po mnenju številnih avtorjev vrednotenja tržnih udeležencev odražajo tekoče razpoložljive informacije in so hkrati tudi usmerjene v prihodnost in zato komplementarne nadzorniškim, ki temeljijo na podatkih iz preteklosti. Izhajajoč iz te trditve, se lahko vprašamo, ali je mogoče na osnovi tržnih informacij razviti vodilne indikatorje finančne stabilnosti, ki bi nepristrano pojasnjevali spremembe v tveganosti bančnih institucij. V povezavi s postavljenim vprašanjem se odpira še dodatno, ali je smiselna uporaba tržnih informacij tudi v finančnih okoljih, kjer so informacije s trga relativno redke oziroma imamo opraviti s šibko delujočimi trgi. Na osnovi pregleda številne literature je mogoče posredno odgovoriti na prvo postavljeno vprašanje z naslednjimi ugotovitvami:

1. Tržne informacije so v primerjavi z računovodskimi na voljo kontinuirano in odražajo tudi pričakovanja tržnih udeležencev in ne samo preteklih dejstev.

2. Pregled empiričnih raziskovanj dokazuje, da tržni udeleženci vsako relevantno informacijo vgradijo v cene in na tej osnovi sprejemajo preudarne (informirane) odločitve.

3. Indikatorji stabilnosti, ki temeljijo na tržnih informacijah, bolj ažurno odražajo spremembe v tveganosti bančnih institucij v primerjavi z indikatorji, ki so izračunani samo na osnovi računovodskih informacij ob diskretnih časovnih intervalih.

4. Ni mogoče trditi, da bi bila tržna disciplina (ali tržni nadzor) učinkovitejša pri odpravljanju finančnih težav bank v težavah, mogoče pa je sklepati, da lahko uradni nadzorniki z uporabo tržnih informacij hitreje identificirajo finančne težave in bolje utemeljijo potrebe po ukrepanju.

Odgovor na drugo vprašanje je mogoče osvetliti z empirično analizo na osnovi podatkov za domače banke, kjer bomo z izračunom izbranega indikatorja na osnovi kombinacije tržnih in računovodskih podatkov skušali ugotoviti, ali ažurno odraža spremembe v profilu tveganosti bank, zato da bi lahko bil uporabljen kot vodilni indikator pri analizi finančne stabilnosti.

V nadaljevanju je tako uporabljen indikator oddaljenosti od plačilne nesposobnosti (ang. distance to default), ki označuje razdaljo, merjeno v standardnih odklonih, trenutne tržne vrednosti sredstev od točke plačilne nesposobnosti, v kateri so obveznosti večje od sredstev. Na eni strani indikator na ravni posamezne banke zajema najpomembnejše determinante tveganja nesolventnosti posamezne institucije, na drugi pa pri njegovem apliciranju na agregatno raven zaradi navedenih lastnosti lahko govorimo o indikatorju finančne stabilnosti. Kot teoretična podlaga za ocenjevanje izbranega indikatorja bo uporabljen Black-Scholesov model ocenjevanja opcij in podjetniškega kapitala ter dolga (Black and Scholes, 1973).

Neposredna uporaba izračuna indikatorja oddaljenosti do plačilne nesposobnosti iz časovnih serij tržnih cen delnic bank bo v primeru slovenskih bank omejena, saj na borznem trgu kotira (je kotiralo) le manjše število bank. Pomagamo si lahko s cenami delnic s sivega trga oziroma s prilagoditvijo izračuna kazalnika tako, da uporabimo posredne tržne informacije.

Posredne tržne informacije (na primer gibanje borznega indeksa, specializiranih indeksov ali posameznih cen delnic, ki so lahko reprezentanti določene panoge) dopolnjujejo statične knjigovodske informacije in vnašajo tržno dinamiko (volatilnost), ki v glavnem vpliva na bančne portfelje in s tem tudi na njihove rezultate poslovanja. Večja spremenljivost (volatilnost) bančnih naložb predstavlja večje tveganje in ob danih obveznostih do upnikov lahko vpliva na spremembe velikosti kapitala, ki je potreben za pokrivanje tveganj v bankah. Opisane spremembe se s časovnim zamikom odražajo tudi v računovodskih izkazih in uradnih poročilih nadzornikom, vendar je prav zaradi časovnega odloga lahko ukrepanje nadzornika prepozno. Značilnost tržnih informacij je, da so kontinuirano na voljo in usmerjene v prihodnost. Z njihovo uporabo je mogoče nadgraditi računovodske podatke, ki se nanašajo na preteklo obdobje in na taki osnovi priti do kakovostnejših informacij, ki so primerne za analizo tveganosti bančnih institucij. Hkrati pa je treba v isti sapi dodati, da niso vse tržne informacije dovolj »kvalitetne«, da bi lahko prinašale dodatno korist uradnim informacijam, ki jih poročajo

[3] Chan-Lau et. al., 2004, Chan-Lau et. al., 2006, Chan-Lau and Amadou, 2006a, Crosbie and Bohn, 2003, Gapen et. al., 2004, Gropp et. al., 2002, Vassalou and Xing, 2004.

nadzorniku banke. Zato je, prvič, treba ugotoviti, katere tržne informacije so dovolj kakovostne in ažurne, da jih je mogoče uporabiti pri ocenjevanju tveganj bančnih institucij, in drugič, ali je mogoča njihova uporaba tudi v finančnih okoljih, kjer so informacije s trga relativno redke oziroma imamo opraviti s šibko delujočimi trgi. Prvi cilj bomo poskušali doseči na osnovi pregleda empiričnih raziskav s tega področja, ki dokazujejo, da ni nujno, da bi vse tržne informacije odražale spremembe v tveganosti bančnih institucij zaradi dejstva, da imajo vgrajeno zaščito pred izgubo za male vlagatelje, ali pa se vlagatelji preveč zanašajo na nadzor nad bankami, ki bi naj zagotavljal poslovanje v okviru pravil preudarnega poslovanja.

4 Teoretična izhodišča za uporabo modela vrednotenja opcij pri vrednotenju kapitala in obveznosti podjetij

Metodologija za izračun indikatorja izhaja iz Black-Scholesovega modela za vrednotenje vrednosti opcij, ki ga je mogoče uporabiti tudi pri vrednotenju kapitala in obveznosti podjetij. Predpostavka pri uporabi tega modela za vrednotenje kapitala je, da lastniki podjetja razpolagajo z nakupno opcijo (call opcija) – pravico do nakupa vseh sredstev podjetja (v našem primeru naložb banke) – tako da odplačajo vse obveznosti do upnikov. Po odplačilu vseh obveznosti so lastniki kapitala edini upravičenci do sredstev podjetja, cena za uresničitev take opcije (exercise price) pa je enaka vrednosti vseh obveznosti. Vrednost lastniškega kapitala (nakupna opcija) je potemtakem enaka:

$$K = \max[S - O, 0] \tag{1}$$

pri čemer predstavlja:

K = kapital,
S = sredstva podjetja oziroma naložbe banke in
O = obveznosti.

Lastniški kapital ima pozitivno vrednost samo, če vrednost sredstev presega vrednost obveznosti. Sicer lastniki nikakor ne bi uresničili opcije do nakupa sredstev, saj bi morali zanje plačati več, kot znaša njihova vrednost. V takem primeru bi imeli upniki podjetja prodajno opcijo, saj bi svoje terjatve do podjetja prodali v zameno za prevzem vseh sredstev in tako minimizirali svojo izgubo. Vrednost kapitala lahko ocenjujemo enako kot vrednost nakupne opcije, vrednost obveznosti podjetja pa kot vrednost prodajne opcije.

Za izračun indikatorja oddaljenosti od plačilne nesposobnosti bomo uporabili model za ocenjevanje vrednosti opcij (Chan-Lau et. al., 2004, Crosbie and Bohn, 2003, Gapen et. al., 2004, Hull, 2006). Osnovna predpostavka je, da gibanje vrednosti sredstev podjetja sledi splošnemu Wienerjevemu procesu, upoštevajoč dolgoročno stopnjo rasti, ki je enaka pričakovani stopnji donosnosti sredstev in spremenljivosti (volatilnosti) stopnje donosnosti oziroma vrednosti sredstev:

$$dS_a = \mu S_a dt + \sigma_a S_a dz \tag{2}$$

kjer simboli pomenijo:

S_a, dS_a = vrednost sredstev in sprememba vrednosti sredstev,
μ, σ_a = pričakovana stopnja donosnosti in spremenljivost (volatilnost) stopnje donosnosti,
dz = Wienerjev proces (gibanje).

Gornja enakost opisuje spremembo vrednosti sredstev (naložb) banke, zato lahko iz nje izvedemo enačbo, ki določa vrednost sredstev v času t, če sta znani sedanja vrednost sredstev, pričakovana stopnja donosnosti in spremenljivost (volatilnost) stopnje donosnosti:[4]

$$\ln S_a^t = \ln S_a^0 + (\mu - \frac{\sigma_a^2}{2})t + \sigma_a \sqrt{t}\varepsilon \tag{3}$$

ε pa predstavlja slučajno komponento stopnje donosnosti, za katero se predpostavlja, da je normalno porazdeljena s povprečno vrednostjo 0 in standardnim odklonom 1, $\varepsilon \approx N(0,1)$.

V danih okoliščinah lahko predpostavimo, da je banka (ali podjetje) nesolventna in s tem tudi plačniško nesposobna, ko je vrednost njenih sredstev enaka ali manjša od vrednosti njenih obveznosti. Kreditno sposobnost banke (ali podjetja) je potemtakem mogoče meriti z razliko med vrednostjo sredstev in vrednostjo njenih obveznosti (oddaljenost od plačilne nesposobnosti, distance to default). Manjša ko je ta razlika, večja je možnost nastopa nesolventnosti in obratno. Razdaljo (distanco) med vrednostjo sredstev v času ″t″ in vrednostjo obveznosti lahko ponazorimo z naslednjo enakostjo:

[4] Enačbo je mogoče razviti z Itovim pomožnim teoremom iz enačbe, ki opisuje gibanje vrednosti sredstev z Winerjevim procesom, Hull, 2006, str. 273.

$$d = \ln S_a^t - \ln O^t = \ln S_a^0 + (\mu - \frac{\sigma_a^2}{2})t + \sigma_a \sqrt{t}\varepsilon - \ln O^t \qquad (4)$$

Uporabno je, če zgornji izraz normaliziramo s spremenljivostjo (volatilnostjo) sredstev, σ_a, s čimer dobimo indikator oddaljenosti od plačilne nesposobnosti, *dd*, oziroma občutljivosti banke, ki meri, koliko standardnih odklonov je banka oddaljena od nesolventnosti oziroma plačniške nesposobnosti (Crosbie and Bohn, 2003):

$$dd = \frac{\ln(\frac{S_a^t}{O^t}) + (\mu - \frac{\sigma_a^2}{2})t}{\sigma_a \sqrt{t}} \qquad (5)$$

Indikator oddaljenosti od plačilne nesposobnosti, ki ga prikazuje gornja enačba, je po mnenju nekaterih avtorjev (na primer Gropp at. al., 2002, Chan-Lau et. al., 2004, Gray et. al., 2006) celovit in nepristranski kazalnik občutljivosti banke oziroma sprememb v njenem profilu tveganosti. Taka ugotovitev temelji na dejstvu, da kazalnik zajema najpomembnejše determinante tveganja nesolventnosti: pričakovanja glede zaslužkov oziroma donosnosti, finančno vzvodje in tveganja, povezana s sredstvi oziroma naložbami. Pričakovanja glede povečevanja donosnosti zmanjšujejo tveganje nesolventnosti in zato povečujejo vrednost indikatorja *dd*. Prav tako se povečuje vrednost indikatorja, če se zmanjšuje finančno vzvodje (zadolženost banke) in če se zmanjšuje spremenljivost (volatilnost) naložb. K zmanjševanju vrednosti indikatorja vplivajo procesi v nasprotni smeri in s tem približujejo banko (podjetje) točki nesolventnosti.

Za izračun indikatorja *dd* je treba imeti podatke o vrednosti sredstev (naložb) banke in spremenljivosti (volatilnosti) sredstev. Ker ti podatki niso razpoložljivi ali pa so na voljo le v daljših časovnih intervalih, je direkten izračun z enakostjo (5) iz praktičnih razlogov manj primeren. Zato je večina dosedanjih raziskav uporabljala posredno pot, tako da so z uporabo modela, ki sta ga razvila Black in Scholes (Black and Scholes, 1973), izračunali implicitno vrednost sredstev in njihove volatilnosti. Za izračun je treba razpolagati s serijo tržnih cen delnic in njihove volatilnosti (standardni odklon donosnosti), tržno kapitalizacijo, dolg in netvegano stopnjo donosnosti.

Če sledimo Black-Scholesovemu modelu, lahko ocenimo vrednost kapitala kot vrednost nakupne opcije podjetja, pri čemer je izvršilna cena enaka nominalni vrednosti dolga, z uporabo naslednje formule (Hull, 2006)[5]:

$$K = SN(d_1) - Oe^{-rt}N(d_2) \qquad (6)$$

pri čemer je:

N(d..) = kumulativna verjetnostna funkcija normalne porazdelitve,

$$d_1 = \frac{\ln(\frac{S}{O}) + (r + \frac{\sigma_a^2}{2})t}{\sigma_a \sqrt{t}} \qquad (7)$$

$$d_2 = d_1 - \sigma_a \sqrt{t} \qquad (8)$$

r = netvegana stopnja donosnosti,
t = čas do dospetja.

Povezava med volatilnostjo lastniškega kapitala ter sredstvi in njihovo volatilnostjo je podana z naslednjo enakostjo:

$$\sigma_k = \frac{S}{K}\sigma_a N(d_1) \qquad (9)$$

Glede na dejstvo, da so tržne cene delnic bank, s katerimi se trguje na organiziranih trgih, kontinuirano na voljo, in ob dejstvu, da na njihovi osnovi lahko izračunamo tudi volatilnost oziroma standardni odklon donosnosti, je mogoče z uporabo omenjenih spremenljivk z iterativno metodo razrešiti sistem simultanih enačb (6) in (9) tako, da dobimo implicitne vrednosti sredstev in njihov standardni odklon. Tako izračunani spremenljivki nato uporabimo v enačbi (5) za izračun indikatorja *dd*.

Kot je bilo omenjeno, je bila opisana pot uporabljena v številnih doslej opravljenih raziskavah. Enak pristop za izračun indikatorja oddaljenosti od plačilne nesposobnosti posamezne banke (dd_b) bo uporabljen tudi v našem primeru, pri čemer bo izračun temeljil le na podatkih za tiste banke (5 bank), za katere razpolagamo z borznimi cenami delnic oziroma s serijo cen delnic s sivega trga. Po drugi strani uporabimo tržne cene delnic nekaterih podjetij kot reprezentante panog in

[5] Izpeljava Black-Scholes-Mertonovega modela je izvedena ob predpostavki, da gibanje cen delnic sledi splošnemu Wienerjevemu procesu (stohastični proces gibanja cene delnic) Več o tem v Hull, 2006, str. 291.

na njihovi osnovi ter z uporabo panožnih knjigovodskih podatkov in nekaterih razmerij, ki izhajajo iz tržnih parametrov (na primer razmerja med knjigovodsko vrednostjo in tržno vrednostjo kapitala), enako izračunamo oddaljenost do plačilne nesposobnosti, dd_p, za 3 panoge: trgovino, druge storitve in predelovalno industrijo.

Ker lahko indikator oddaljenosti od plačilne nesposobnosti, ocenjen na agregatni ravni, razumemo kot indikator finančne stabilnosti, bomo v nadaljevanju najprej na podlagi podatkov bank, za katere razpolagamo s tržnimi cenami delnic (z borznega ali s sivega trga), izračunali agregatni dd_a za skupino petih bank. Pomanjkljivost tega pristopa je, da imamo na razpolago podatke le za omejeno število bank. Zato bo za izračun indikatorja dd_a uporabljen še alternativni pristop z uporabo posrednih tržnih informacij na osnovi podatkov za isto skupino bank. Za oceno primernosti indikatorja oddaljenosti od plačilne nesposobnosti kot indikatorja finančne stabilnosti bo potrebna analiza na agregatnem nivoju na osnovi podatkov za vse banke skupaj. V okviru pričujočega članka bomo prikazali le ilustrativni izračun na osnovi prvega načina. Alternativni pristop bo predmet nadaljnjih raziskovanj in člankov, ki bodo sledili.

1. Pri prvem načinu izračuna časovne serije oddaljenosti do plačilne nesposobnosti na agregatni ravni za bančni sistem, dd_a, indikator izračunamo z upoštevanjem standardnega odklona tehtane donosnosti cen delnic petih bank, kjer so uteži določene na podlagi deleža posamezne banke v skupnem kapitalu petih bank. Tržna kapitalizacija in dolg sta izračunana kot vsota tržnih kapitalizacij oziroma dolga posameznih bank v skupini. Ker nas pa zanima predvsem variabilnost in izhajamo iz predpostavke, da so variabilnosti tržnih cen delnic bank, izračunane iz časovnih serij, s katerimi razpolagamo, dober reprezentant predpostavljene variabilnosti cen delnic za bančni sektor kot celoto, smo v nadaljevanju izbrali pristop, kjer je standardni odklon izračunan kot koren netehtanega povprečja varianc donosnosti delnic posameznih bank.

   Kazalnik je izračunan iz časovnih serij tržnih cen petih bank. S tržnimi cenami so mišljene cene s sivega trga, ki so nam jih posredovale nekatere borznoposredniške hiše, in cene z borznega trga za tiste banke, katerih delnice so kotirale na borzi. Tržni delež v izračun vključenih bank predstavlja po podatkih ob koncu leta 2007 52% bilančne vsote bančnega sistema. Nestanovitnost (volatilnost) cen, ki je izražena s sigmo, je izračunana na osnovi dnevnih podatkov z upoštevanjem enoletnega drsečega okna. Za obdobja, ko na sivem trgu ni bilo trgovanja z bančnimi delnicami, so cene opredeljene (generirane) z Wienerjevim procesom (Hull, 2006) s prilagoditvijo. Za vsak datum, kjer cena ni podana, se cena, izračunana z Wienerjevim procesom, popravi za določen del odmika do naslednje znane cene. Kazalnik oddaljenost do plačilne nesposobnosti je izračunan z mesečno frekvenco.

   Na prvi pogled bi bil opisani pristop lahko sporen, ker ne upošteva kovarianc (soodvisnosti) med posameznimi bankami, vendar je treba poudariti, da je to tudi namen, saj na variabilnost cen ne gledamo z vidika portfelja (delov, ki sestavljajo celoto), temveč z vidika neodvisnosti posamezne opazovane banke, kjer lahko cene neodvisno variirajo. Tako lahko kar najbolj »zadržimo« variabilnost na agregatni ravni, s katero bi pojasnjevali spremembe v tveganosti bank na agregatnem nivoju.

2. Na drug način bomo izračunali časovno serijo oddaljenosti do plačilne nesposobnosti za skupino petih bank z uporabo cenovne variabilnosti na osnovi posrednih tržnih podatkov in z variančno kovariančno matriko. Za izračun kazalnika oddaljenost do plačilne nesposobnosti uporabimo mero nestanovitnosti (sigmo), ki jo izračunamo iz variabilnosti tržnih cen za tri panoge, izračunane s pomočjo reprezentativnih podjetij, katerih delnice kotirajo na borznem trgu, variabilnosti obvezniških in delniških indeksov za portfelj vrednostnih papirjev ter za preostale bilančne kategorije iz variabilnosti izbranih obrestnih mer. V izračun indikatorja finančne stabilnosti dd_{at} na agregatni ravni vstopa σ_{at}, ki jo izračunamo na naslednji način:

$$\sigma_{at} = \sqrt{\sum_{i=1}^{n} w_{it}^2 \operatorname{var}_{it} + \sum_{i=1}^{n} \sum_{\substack{j=1; \\ i \neq j}}^{n} w_{it} w_{jt} \operatorname{cov}_{ijt}}$$

   pri čemer velja:
   $w_{..t}$, = deleži posameznih panog oziroma dolžniških in nedolžniških vrednostnih papirjev ter drugih naložb v portfelju bančnega sistema v določenem kvartalu,
   var_{it} = varianca donosnosti panog (tehtana varianca donosnosti delnic podjetij iz panog) obvezniških in delniških indeksov ter izbranih obrestni mer,
   cov_{it} = kovarianca donosnosti

   Podobno kot v prvem primeru tudi tu izhajamo iz dnevnih podatkov in izračunamo časovno serijo nestanovitnosti (sigme $\sigma_{at,}$), upoštevajoč enoletno drseče okno. Tako izračunana časovna serija je nato uporabljena za izračun kazalnika oddaljenost do plačilne nesposobnosti na agregatni ravni z mesečno frekvenco.

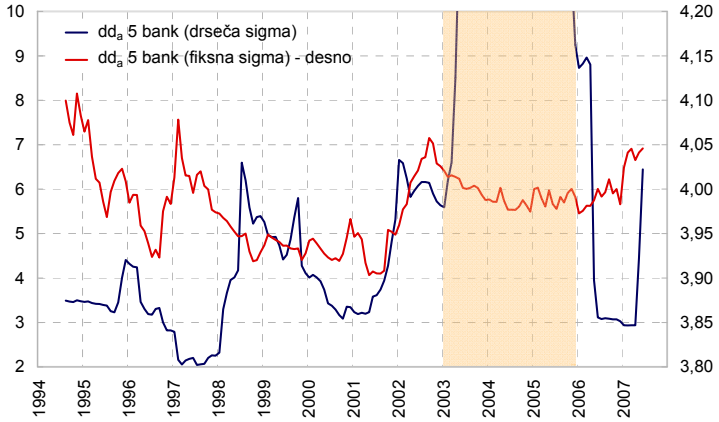
   Opisani način bo ključen pri ugotavljanju, ali lahko tako izračunani kazalnik oddaljenost do plačilne nesposobnosti (z uporabo posrednih tržnih informacij in strukture bančnih naložb) glede na dejstvo, da nimamo na voljo neposrednih tržnih cen delnic posamičnih bank, dovolj dobro odraža spremembe v tveganosti bančnih institucij.

5 Prikaz časovnih serij

V nadaljevanju prikazujemo izračunane serije kazalnika dd_a – oddaljenost do plačilne nesposobnosti, ki je izračunan iz podatkov za pet bank, za katere nam je uspelo pridobiti cene delnic z borznega oziroma sivega trga. Za skupino petih bank, za katero je izračunan agregatni kazalnik dd_a, je donosnost izračunana kot tehtana donosnost cen delnic posameznih bank, uteži pa so določene na podlagi deleža posameznih bank v njihovem skupnem kapitalu. Tržna kapitalizacija je izračunana kot vsota tržnih kapitalizacij posameznih bank, medtem ko je standardni odklon izračunan iz dnevnih podatkov tehtane donosnosti obravnavane skupine bank v drsečem enoletnem oknu. Prav tako smo naredili izračun kazalnika dd_a z uporabo nespremenjenega standardnega odklona tehtane donosnosti cen delnic posameznih bank, ki je bil izračunan na osnovi podatkov za celotno preučevano obdobje. Alternativno smo izračunali kazalnik dd_a tudi tako, da smo standardni odklon donosnosti cen delnic izračunali kot netehtano povprečje varianc cen delnic v enoletnem drsečem oknu.

Slika 1 prikazuje časovni seriji kazalnika dd_a, izračunanih z uporabo tehtanih donosnosti cen delnic v enoletnem drsečem oknu in fiksnega standardnega odklona, izračunanega iz tehtanih donosnosti v celotnem opazovanem obdobju.

Slika 1: Oddaljenost do plačilne nesposobnosti za slovenske banke



Vir: Banka Slovenije

Kazalnik dd_a, skupine petih bank se je v večini opazovanega obdobja gibal v razponu od 2 do 7 in je bil nižji od vrednosti, izračunanih za velike banke evroobmočja, ki so se gibale v intervalu med 6 in 8.[6] Navedena razlika lahko izhaja tudi iz razlik v povprečni velikosti med slovenskimi bankami in velikimi bankami evroobmočja, katerih delnice kotirajo na borznih trgih. Manjše banke imajo po navadi manjšo produktno in geografsko diverzifikacijo in so zato ranljivejše. Daleč nad referenčne vrednosti se je kazalnik dd_a, povzpel v obdobju 2003–2005 (osenčeni segment na sliki 1) kot posledica dejstva, da za to obdobje skoraj ni podatkov o cenah delnic bank na sivem trgu. Zaradi zagotovitve kontinuirane časovne vrste smo v tem obdobju, kot je že bilo omenjeno, generirali tržne cene s parametri iz predhodnega obdobja z Wienerjevim procesom s prilagoditvijo. Rezultat takega postopka je, da je nestanovitnost donosnosti cen nizka, banke pa dosegajo visoke vrednosti kazalnika dd_a. Uporaba kazalnika v analitične namene je v obravnavanem (osenčenem) obdobju zato vprašljiva.

Najnižje (najbolj tvegane) vrednosti je kazalnik dosegel v letu 1997, ko je bila tudi kreditna rast slovenskih bank najnižja. Samo v tem letu se je medletna rast posojil spustila pod raven 10%. Obdobja zelo nizkih vrednosti kazalnika so še ob koncu leta 1994, druga polovica leta 2000 in prva polovica 2001 in druga polovica leta 2006 in začetek leta 2007. Ob predpostavki, da so delničarji bank izvajali informirane odločitve, bi morala informacijska vsebina tržnih cen, ki se odraža v gibanju kazalnika dd_a, dobiti svojo potrditev v značilnostih poslovanja bank oziroma drugih (makroekonomskih) dejavnikih, ki so vplivali na tržni sentiment. Nadaljevanje raziskave bo usmerjeno prav v ugotavljanje, kakšna je informacijska vsebina preučevanega kazalnika in ali ga je mogoče uporabiti kot indikator sprememb tveganosti bančnih institucij. V pričujočem tekstu se omejujemo samo na nekatere osnovne značilnosti prikazanih serij dd_a.

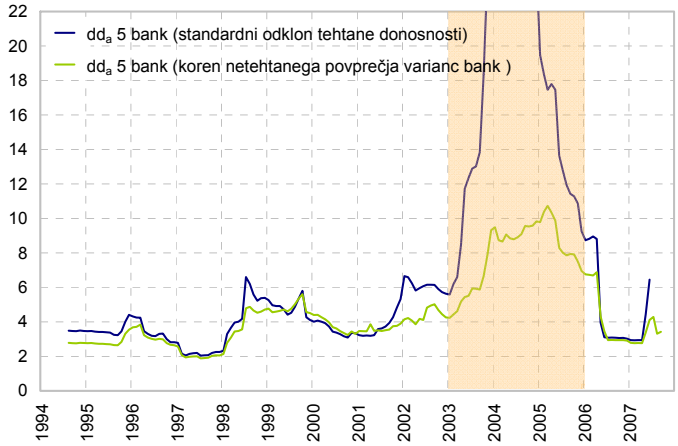
Slika 1 prikazuje tudi dolgoročno trendno oceno kazalnika, ki jo dobimo tako, da namesto enoletnega drsečega okna uporabimo za izračun standardnega odklona celotno opazovano obdobje. Nestanovitnost oziroma negotovost je v tem izračunu kazalnika konstantna in odraža dolgoročno povprečno vrednotenje tveganj v bankah s strani tržnih udeležencev. Dolgoročna ocena vrednosti kazalnika je bila okrog 4, na njegove marginalne spremembe pa sta v glavnem vplivali sprememba celotne zadolžitve bank in sprememba netvegane stopnje donosnosti.

Razlika med obema izračunoma dd_a na Sliki 1 je samo v izračunu sigme, ki je pri prvi seriji računana za drseče enoletno obdobje, pri drugi (trendni) pa je enaka za celotno opazovano obdobje. Primerjava pokaže obdobja, ko je trg vrednotil

[6] ECB Financial Stability Review, junij 2005, str. 91.

(ocenjeval) banke bolj tvegano od dolgoročnega povprečja (dd_a se giblje pod trendno črto) in obratno, obdobja, ko so bile banke po ocenah tržnih udeležencev manj tvegane (dd_a se giblje nad trendno črto). Izključujoč obdobje visokih vrednosti kazalnika (osenčeno področje), ko ni na voljo dovolj cen delnic bank s sivega trga, bi lahko sklepali, da so tržni udeleženci ocenjevali banke kot bolj tvegane v drugi polovici leta 1996 in letu 1997. Nekoliko presenetljiva in v nasprotju z intuicijo je nizka vrednost kazalnika v drugi polovici leta 2006 in na začetku leta 2007.
Ker nas zanima predvsem variabilnost, se v nadaljevanju osredotočamo na kazalnik dd_a, kjer je standardni odklon izračunan kot koren netehtanih varianc donosnosti cen delnic posameznih bank. Slika 2 prikazuje na alternativni način izračunano serijo v primerjavi s prvotno. Deviacija kazalnika navzgor v osenčenem obdobju kot posledica nižjega standardnega odklona je pri alternativnem načinu manjša, ker smo z netehtanim povprečjem varianc donosnosti cen delnic posameznih bank omejili vpliv večjih bank, za katere ne razpolagamo s tržnimi cenami njihovih delnic. Kljub temu lahko domnevamo, da je ocena kazalnika v osenčenem obdobju še vedno precenjena.

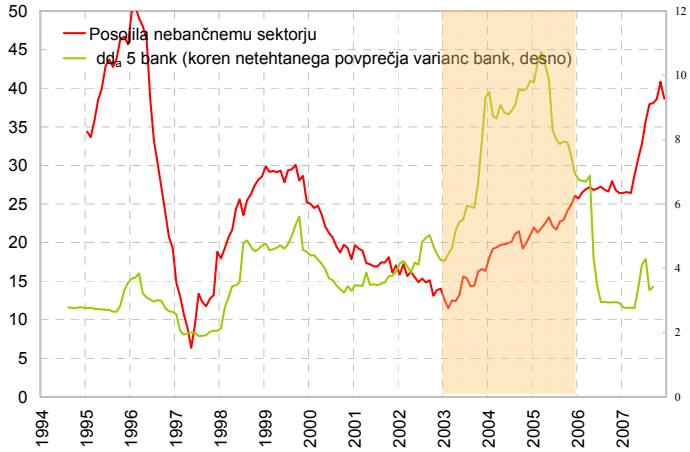
Slika 2: Oddaljenost od plačilne nesposobnosti za slovenske banke – primerjava glede na različen izračun agregatnega standardnega odklona



Vir: Banka Slovenije

Bolj kot gibanje vrednosti kazalnika v času je zanimiva primerjava z gibanjem katerega od indikatorjev bančnega poslovanja. Uspešnost poslovanja bank je lahko v tesni korelaciji s stopnjami rasti kreditne aktivnosti. Zanima nas, ali sta gibanji obeh pokazateljev korelirani. Slika 3 prikazuje dinamiko obeh pokazateljev – stopnje rasti kreditne aktivnosti bank in oddaljenost do plačilne nesposobnosti – v obravnavanem obdobju. Če tudi tokrat izvzamemo osenčeno obdobje, ko so vrednosti kazalnika dd_a nezanesljive, lahko ugotovimo, da je v osrednjem obdobju od 1997 do 2002 stopnja korelacije obeh pokazateljev pozitivna in relativno visoka, precej manjša pa v preostalih obdobjih oziroma v določenih krajših intervalih celo negativna, kar je v nasprotju z intuicijo. Plitkost in slaba transparentnost trga z bančnimi delnicami sta lahko pomembna razloga za dvom o zanesljivosti cen in njihovo uporabo pri presoji sprememb tveganosti bank z vidika trga oziroma, povedano drugače, upravičeno se lahko vprašamo, ali zagotavljajo tržne cene bančnih delnic ob nizko likvidnem in nerednem trgovanju kakšno dodatno informacijsko vsebino k tisti, ki jo imajo nadzorni organi na osnovi poročil oziroma pregledov v bančnih institucijah. Za odgovor na to vprašanja je treba izvesti ustrezno statistično analizo, ki bo predmet nadaljnjega raziskovanja.

Slika 3: Oddaljenost do plačilne nesposobnosti za slovenske banke in kreditna rast



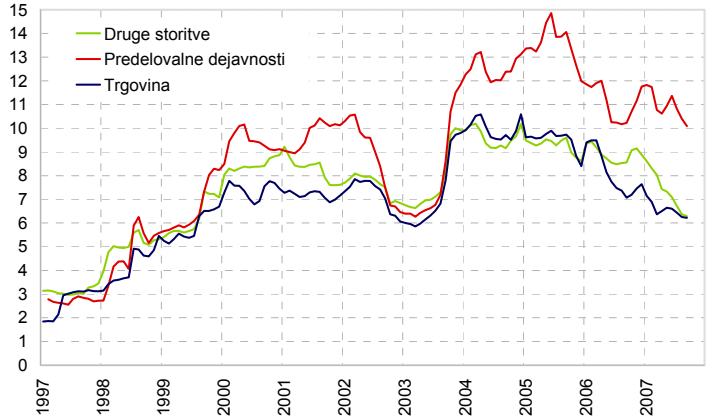
Vir: Banka Slovenije

Če bi se izkazalo, da so razpoložljive tržne cene delnic bank nezanesljiva osnova za izračun kazalnika oddaljenost od plačilne nesposobnosti, ki bi bil lahko uporabljen kot indikator sprememb v tveganosti bančnih institucij, bi lahko uporabili druge tržne informacije, ki so na voljo za navedeni namen. V primerjavi z bankami je precej več podjetij, ki kotirajo na borzi. Borzno trgovanje je kontinuirano in lahko bi trdili, da je trg tudi likvidnejši od fragmentiranega in netransparentnega trga z bančnimi delnicami. Predpostavimo, da bi lahko s posrednimi tržnimi informacijami, ki so v tesni povezavi s strukturo bančnih portfeljev, identificirali tržni sentiment, ki odraža kakovost bančnih portfeljev in s tem spremembe v tveganosti bank. V ta namen smo izbrali 12 podjetij iz treh panog: predelovalne dejavnosti, trgovina in ostale storitve. Kazalnik dd_p za posamezno panogo je bil izračunan preko tehtanih standardnih odklonov donosnosti delnic podjetij v panogi. Gibanje izračunanih kazalnikov v obravnavanem obdobju prikazuje Slika 4. Korelacije med kazalniki dd_p posameznih panog so izredno velike, čeprav med njimi obstajajo razlike. Najvišje vrednosti kazalnika, z največjim odmikom od plačilne nesposobnosti, dosegajo predelovalne dejavnosti, kazalnika trgovine in preostalih dejavnosti pa sta precej izenačena. Kazalniki dd_p so najnižje vrednosti dosegali tudi v letu 1997. Večja znižanja so posamezne panoge zabeležile še v letih 2002 in 2003 ter v letu 2007. Znižanje v letih 2002 in 2003 je mogoče pojasniti s šibko ekonomsko rastjo, ki pa je bila v letih 2006 in 2007 nadpovprečna in zato v nasprotju z gibanjem kazalnika v istem obdobju.

Veliko spodbudo nadaljnji uporabi kazalnika *dd* bi pomenila potrditev povezave med gibanjem kazalnikov za banke in kazalnikov za panoge ob upoštevanju deležev posameznih panog v strukturi kreditnega portfelja posamezne banke. Potrditev take povezave (vsaj v obdobjih, za katera so na voljo cene) bi pomenila, da bi lahko kljub pomanjkanju kotacij bank in cen s sivega trga kazalnik *dd* za posamezne banke in celoten bančni sektor ocenili prek gibanja kazalnikov dd_p za panoge.

Končni cilj je testiranje hipoteze, da je oddaljenost od plačilne nesposobnosti dober napovedovalec sprememb tveganosti bančnih institucij in bančnega sistema, ker predhaja knjigovodske podatke in kazalnike, ki odražajo tveganost bank, kot so: kapitalska ustreznost, neto obrestna marža, donosnost, oslabitve in rezervacije finančnih sredstev, z-indeks (alternativa izračunu *dd*, ki temelji na knjigovodskih podatkih) in podobno. Vendar pa je ob tem pomembno zavedanje omejenosti uporabe takega pristopa predvsem zaradi eksternih in drugih slučajnih vplivov na povečano nestanovitnost cen delnic na majhnem in manj likvidnem kapitalskem trgu.

Slika 4: Oddaljenost do plačilne nesposobnosti za tri panoge



Vir: Banka Slovenije

6 Sklep

Potrditev (ali zavrnitev) hipoteze, da je oddaljenost od plačilne nesposobnosti, dd_a, dober napovedovalec sprememb v tveganosti bančnega sistema, ker predhaja statične knjigovodske podatke, ki kažejo podobne spremembe z odlogom, je odvisna od rezultatov empiričnega testiranja. Če bi bila dokazana gornja hipoteza, potem je mogoče sklepati, da ima nadzornik na voljo učinkovit indikator, ki pomaga skrajšati spoznavni odlog pri spremembah v tveganosti bančnih institucij. Po drugi strani pa tržne informacije lahko tudi omejujejo diskrecijo nadzornikov in jih silijo k takojšnjemu ukrepanju. Možnost nadzorniške diskrecije je sicer pri statičnih informacijah, ki jih prejemajo z zamikom in so zaupne narave, večja kot pri uporabi tržnih informacij, ki jih nadzorniki »delijo« s preostalimi udeleženci na trgu.

Osnovna pomanjkljivost uporabljene metodologije tiči v razpoložljivosti tržnih informacij, ki jih v manj razvitih finančnih sistemih ni veliko. Ugotovitve kažejo, da so cene s sivega trga manj primerne, ker, prvič, niso na voljo kontinuirano in z visoko (dnevno) frekvenco. In drugič, rezultati, dobljeni v obdobjih, ko so uporabljene pretežno cene s sivega trga, so precej slabši kot v obdobju, ko so uporabljeni podatki z borznega trga. Bodisi so rezultati neuporabni zaradi premajhnega števila podatkov (obdobje 2003–2005) ali pa so vsebinske ugotovitve v nasprotju z intuicijo (obdobje 2006—2007). To je še dodaten motiv, da se bomo v nadaljevanju raziskave poskušali osredotočiti na uporabo posrednih

tržnih informacij (cen delnic podjetij, ki kotirajo na borzi, uporabo borznih indeksov in drugih tržnih parametrov) in tako vnesli v izračun indikatorja tržni sentiment, ki naj bi odražal tveganost bančnih institucij in s tem stabilnost bank. Na osnovi dosedanje analize lahko le intuitivno sklepamo, da izračunani kazalniki le delno izpolnjujejo izhodiščna pričakovanja. Z nadaljevanjem empirične raziskave bomo poskušali ugotoviti, ali lahko tudi v okolju, kjer nimamo neposrednih tržnih informacij (tržnih cen bančnih delnic), z uporabo posrednih tržnih informacij pridemo do indikatorja stabilnosti, ki bolj ažurno odraža spremembe v tveganosti bančnih institucij v primerjavi s statičnimi knjigovodskimi kazalniki, pri čemer pa bo treba uporabiti statistično testiranje, da bi lahko dokazali domnevo.

Poudariti velja tudi, da se v analizi osredotočamo na agregatni vidik. V primerjavi s številnimi dosedanjimi empiričnimi raziskavami, ki so se ukvarjale s posameznimi bančnimi institucijam in poskušale ugotoviti, ali je mogoče s tržnimi informacijami sklepati na morebitno spremembo kreditne ocene opazovane banke ali pa celo verjetnost plačilne nesposobnosti (stečaja), spada opisani pristop med makrovidike. Pri tem je predmet zanimanja celoten sektor bank, pri čemer ni poudarek na preučevanju verjetnosti nastopa proučevanih dogodkov (sprememba ocene bonitetne institucije – ratinga ali nastop stečaja), temveč zaznavanje sprememb indikatorja tveganosti. Navedeni način ima izvor v bilančnem pristopu analize finančne stabilnosti, ki uporablja pretežno zapoznele statistične podatke pri svoji analizi. Racionalno je pričakovati, da bi uporaba tržnih informacij, zaradi njihove aktualnosti, prispevala h kakovostnejši analizi sprememb v tveganosti bančnih institucij oziroma sektorja kot celote.

7 Uporabljena literatura

Black Fischer, Scholes Myron: The Pricing of Options and Corporate Liabilities. Journal of Political Economy, Chicago, vol. 81(1973), 3, str. 637– 654.

Chan-Lau Jorge, Jobert Arnaud, Janet Kong: An Option-Based Approach to Bank Vulnerabilities in Emerging Markets. IMF Working Paper, WP/04/33. Washington, D.C.: Intenational Monetary Fund, 2004, 21 str., 1 pril.

Chan-Lau Jorge: Market-Based Estimation of Default Probabilities and Its Application to Financial Market Surveillance. IMF Working Paper, WP/06/104. Washington, D.C.: Intenational Monetary Fund, 2006, 17 str.

Chan-Lau Jorge, Sy Amadou: Distance-to-Deafult in Banking: A Bridge Too Far? IMF Working Paper, WP/06/215. Washington, D.C.: Intenational Monetary Fund, 2006a, 17 str.

Crockett Andrew: Market Discipline and Financial Stability. Financial Stability Review, London, Junij 2001, Bank of England, 2001, str. 166–173.

Crosbie Peter, Bohn Jeff: Modeling Deafult Risk. Moody's KMV Research, White Papers. [URL: http://www.moodyskmv.com/research/files/wp/ModelingDefaultRisk.pdf], 18. december 2003.

Curry Timothy, Elmer Peter, Fissel Garry: Using Market Information to Help Identify Distressed Institutions. A Regulatory Perspective. FDIC Banking Review, Washington, D.C., Vol. 15(2003), No. 3, 16 str.

Flannery Mark: Using Market Information in Prudential Bank Supervision: A Review of the U.S. Empirical Evidence. Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 30(1998), 3, str. 273–305.

Gapen Michael et al.: The Contingent Claims Approach to Corporate Vulnerability Analysis: Estimating Default Risk and Economy-Wide Risk Transfer. IMF Working Paper, WP/04/121. Washington, D.C.: Intenational Monetary Fund, 2004, 44 str., 10 tbl.

Gray Dale, Merton Robert, Bodie Zvie: A New Framework for Analyzing and Managing Macrofinancial Risks of An Economy. NBER Working Paper Series No. 12637. Cambridge: national Bureau of Economic Research, 2006, 44 str., 3 pril.

Gunther Jeffrey, Levonian Mark, Moore Robert: Can the Stock Market Tell Bank Supervisors Anything They Don't Already Know? Economic and Financial Review. Dallas: Federal Reserve Bank of Dallas, Second Quarter 2001, str. 2–9.

Hull John: Options, Futures, and Other Derivatives. Sixth Edition. New Jersey: Prentice Hall, 2005. 789 str.

Financial Stability Review. Frankfurt: European Central Bank, Junij 2005.

Krainer John. Lopez Jose: How Might Financial Market Information Be Used for Supervisory Purposes? FRBSF Economic Review. San Francisco: Federal Reserve Bank of San Francisco, 2003a, str. 29–45.

Sahajwala Ranjana, Van den Bergh Paul: Supervisory Risk Assesment and Early Warning Systems. Basel Committee on Banking Supervision Working Papers, No. 4., December 2000. Basel: Bank for International Settlements, 53 str., 5 pril.

Vassalou Maria, Xing Yuhang: Default Risk and Equity Returns. The Journal of Finance, Vol. 59(2004), 2, str. 831–868.

CERTIFIKATI – NALOŽBENI PRODUKTI

Ana Gorišek in Miha Leber[1]

POVZETEK

Certifikati postajajo vedno pomembnejša oblika investiranja in že predstavljajo konkurenco varčevanju v vzajemnih skladih. V obdobju zadnjih dveh let so postali prepoznavni tudi med slovenskimi vlagatelji. Veliko zanimanja so deležni certifikati vezani na slovenske delnice, ki so jih začele izdajati avstrijske banke, sledile pa so jim nizozemske, francoske in nemške banke. Banke izdajateljice z izdajami certifikatov ne vstopajo v nove tvegane pozicije in lahko pomembno vplivajo na gibanje tečajev in volatilnost posameznih lokalnih, manj likvidnih kapitalskih trgov. To se je v določenih obdobjih pokazalo tudi na slovenskem trgu. Obstaja veliko različnih vrst certifikatov, ki so lahko manj ali pa tudi bistveno bolj tvegani od neposrednih investicij v instrumente na katere so izdani.

SUMMARY

Retail certificates are an increasingly important form of investment, and already constitute competition for saving in mutual funds. In the last two years they have established themselves also among Slovenian investors. There has been great interest in retail certificates tied to Slovenian shares, which Austrian banks began to issue, followed by Dutch, French and German banks. The issuing banks do not enter into any new risky positions by issuing retail certificates and can have a significant impact on the movement of prices and the volatility of individual local, low-liquidity capital markets. This has also proved to be the case on the Slovenian market at certain times. There are several types of retail certificate, which can be less or significantly more risky than direct investments in the instruments on which they are issued.

[1] Miha Leber in Ana Gorišek, Banka Slovenije.

1 Uvod

Certifikati (ang. retail certificates) so strukturirani finančni produkti, ki se uvrščajo med izvedene finančne instrumente. Višina terjatve, ki jo ima investitor do izdajatelja, je odvisna od gibanja vrednosti osnovnega instrumenta na katerega je certifikat vezan – posamezne delnice, košarice delnic, indekse, valute, surovine. Z njihovim izdajanjem so začele nemške banke, danes pa jih izdajajo tudi druge tuje banke z visoko boniteto. Pravno gledano so dolžniški finančni instrumenti, pri katerih ima investitor terjatev do izdajatelja. S številnimi pojavnimi oblikami nudijo možnosti investiranja sredstev tako konzervativnim kot špekulativnim vlagateljem in omogočajo ustvarjanja dobičkov v različnih fazah borznega cikla. Vendar pa so certifikati kompleksni finančni instrumenti, katerih cena ni nujno odvisna zgolj od gibanja cene osnovnega instrumenta in je zato lahko oblikovanje cene vlagateljem težje razumljivo (Deutsche Bank, 2007).

Z izdajanjem certifikatov na slovenske delnice so začele avstrijske, nemške in nizozemske banke predvsem v letu 2006, še posebej intenzivno pa v letu 2007. Poleg certifikatov na posamezne delnice izdajajo certifikate na indeks SBITOP, košarice delnic izbranih jugovzhodno in vzhodnoevropskih delnic, med katerimi so tudi slovenske delnice, ter indekse, ki vključujejo delnice iz srednjeevropskih, jugovzhodnih in vzhodnoevropskih borz (SETX, CECE Banking, CECExt, CECE Healthcare, CECE Mid Cap, CECE Oil&gas, CECE Telecom, NTX).

Pri izdaji certifikatov banke izdajateljice ne vstopajo v nove tvegane pozicije temveč se zavarujejo z nakupom oziroma prodajo osnovnih instrumentov na katere izdajajo certifikate. Izdaja certifikatov lahko tako pomembno vpliva na posamezne lokalne manj likvidne kapitalske trge, kot je slovenski. S certifikati na indekse trgov držav srednje, jugovzhodne in vzhodne Evrope izdajatelji vplivajo tudi na povečanje soodvisnosti med temi kapitalskimi trgi. Predvsem v letu 2007 se je vpliv izdaje certifikatov na slovenski kapitalski trg, zlasti delnice iz prve kotacije, povečal. V prvih osmih mesecih leta so tuje banke z izdajo certifikatov long certifikatov in neto nakupi delnic za zavarovanje svojih pozicij še dodatno pospešile rast tečajev na Ljubljanski borzi. V preostanku leta 2007 in začetku leta 2008 pa so predčasne zapadlosti certifikatov (ang. knock-out) in prodaje delnic, ki so jih banke posedovale za zavarovanje svojih pozicij, okrepile znižanje tečajev in vplivale na povečano volatilnost na slovenskem kapitalskem trgu.

Slovenski vlagatelji lahko investirajo v certifikate prek slovenskih borznoposredniških družb in bank, ki ponujajo te storitve, ali prek spletnih trgovalnih platform Veliko zanimanje za certifikate v Sloveniji je tudi posledica (zaenkrat še) neobdavčenih kapitalskih dobičkih na izvedene finančne instrumente.

2 Osnovne značilnosti trga certifikatov

Izdajatelji zaradi prilagoditve različnim profilom vlagateljev, tako glede donosnosti kot odnosa do tveganja, običajno strukturirajo certifikate iz različnih finančnih instrumentov. Pri tem so inovativni in se pri izdaji novih produktov hitro odzivajo na razmere na svetovnih finančnih trgih in trgih surovin. V splošnem izdajatelji z izdajami certifikatov ne vstopijo v nove tvegane pozicije, saj jih nevtralizirajo z ustreznim zavarovanjem (ang. hedging) prek nakupa/prodaje delnic oz. nakupa/prodaje ustreznih izvedenih finančnih instrumentov.

Investitor lahko vpiše certifikate v vpisnem obdobju na primarnem trgu ob izdaji ali jih kupi kasneje prek sekundarnega trga – borznega ali izven borznega. Po nekaterih ocenah je le manjši delež certifikatov (pod 10%) vpisan ob izdaji, okoli polovica transakcij pa je izvedena prek organiziranega trga. Pravilo je, da v primeru vpisa certifikatov (nakupa ob izdaji), izdajateljska cena vključuje tudi provizijo, ki jo izdajatelj preloži (delno ali v celoti) na distribucijske partnerje. Na sekundarnem trgu se s certifikati trguje prek vzdrževalcev trga (ang. market maker). Izdajatelji certifikatov so praviloma tudi njihovi vzdrževalci trga, ki vzdržujejo ponudbeno in povpraševano (ang. bid/ask) ceno za kotirajoče certifikate na sekundarnem trgu. Vzdrževalci trga tako omogočajo, da se s certifikati lahko trguje kadarkoli in hkrati povečujejo njihovo likvidnost. Razmik med ponudbeno in povpraševano ceno, ki se razlikuje med trgovalnimi platformami in vrstami certifikatov, predstavlja strošek investitorja, ki je plačan vzdrževalcu trga za njegovo storitev (Deutsche Bank, 2007).[2]

Cena posameznega certifikata je določena na podlagi splošno sprejetih finančnih modelov določanja cen (ang. financial pricing models), ki "pravo" vrednost certifikata določijo glede na cenovno pomembne faktorje. Ker je običajno, da vsak izdajatelj uporablja lastne modele določanja cen, se kotirajoče cene primerljivih produktov med izdajatelji lahko razlikujejo. Konkurenca med izdajatelji (okoli 40 izdajateljev z nad 30 izdanimi certifikati) naj bi zagotavljala učinkovito uporabo modelov določanja cen vsaj za standardizirane certifikate. Izdajateljska cena lahko vključuje premijo na "pravo" vrednost certifikata za stroške strukturiranja, distribucije in druge administrativne stroške.

Izdajatelj pred trženjem certifikatov izda prospekt, ki ga mora odobriti nadzorni organ in v katerem so določene bistvene značilnosti in pogoji produkta. V prospektu so med drugim določeni: način izračuna cene certifikata, stroški izdajatelja, pogoji za predčasno zapadlost ali odkup in načini poplačila v tem primeru ter načini poravnave pri nakupu ali prodaji

[2] Če trgovanje ni izvedeno po poštenih tržnih pogojih, lahko stranka zahteva razveljavitev transakcije. Odstopanje od poštenih tržnih cen naj bi se zgodilo predvsem kot posledica tehničnih napak ali nepravilnih vnosov posrednikov. Spletna stran, kjer je možno izpolniti prošnjo za razveljavite transakcije, če je bilo trgovanje izvedeno na organiziranem trgu: http://www.euwax-ag.de/

certifikata. Velja opozoriti, da si izdajatelj v primeru dogodkov, ki bi povzročili motnje v zavarovanju (ang. hedging disruption event), pridržuje možnost izdajateljskega odpoklica (ang. issuer call), ki mu v določenih okoliščinah omogoča predčasni odpoklic vrednostnih papirjev in poplačilo vlagateljev. V skladu s splošnimi pogoji ABN Amro so dogodki, ki povzročijo motnje zavarovanja (ang. hedging disruption event) tisti, ko iz praktičnih razlogov ni več smiselno oziroma je iz kateregakoli razloga postalo za izdajatelje neučinkovito vzpostavljati, nadomeščati ali vzdrževati relevantne transakcije za zavarovanje lastnih pozicij. Pri definiranju teh dogodkov si izdajatelji puščajo precej manevrskega prostora (ABN Amro Launch Pad Programme, Nr 3978, 2007).

Primerjava z vzajemnimi skladi

S pravnega vidika so certifikati dolžniški instrumenti, ki vsebujejo tveganje izdajatelja, medtem ko so investicijski skladi od upravljavca ločeno premoženje. Z izbiro ustreznih certifikatov lahko investitorji sami uravnavajo naložbene strategije, medtem ko pri naložbah v vzajemne sklade upravljavec sklada izbira investicije v skladu z naložbeno politiko in razpoložljivimi sredstvi vzajemnega sklada. Občutne razlike obstajajo tudi v izračunu cene posameznega instrumenta. Vrednotenje certifikatov je bistveno bolj kompleksno in temelji na modelih za vrednotenje opcij. Izdajatelji certifikatov ne zaračunavajo upravljavskih provizij, kot to velja v primeru vzajemnih skladov. Po veljavni slovenski zakonodaji so kapitalski dobički iz naložb v vzajemne sklade obdavčeni (20% davčna stopnja, ki se vsakih pet let znižuje za 5 odstotnih točk), medtem ko so dobički iz naložb v certifikate neobdavčeni, ker gre za izvedene finančne instrumente.

Zakonodaja, ki ima vpliv na certifikate

Zaenkrat v evropskem prostoru še ne obstaja poseben zakonodajni okvir (direktiva), ki bi enovito urejal delovanje certifikatov, tako kot na primer za vzajemne sklade (UCITS direktiva). Do določene mere so certifikati (izdajanje, trgovanje in ostale operacije) urejeni posredno, prek različnih drugih zakonodajnih okvirjev (Deutsche Bank, 2007):
(1) Direktiva o prospektu (2003/71/ES), ki se objavi ob javni ponudbi ali sprejemu vrednostnih papirjev v trgovanje. V slovenski pravni red je prenesena z Zakonom o trgu finančnih instrumentov (ZTFI; Ur.l. RS, št. 67/2007; 100/2007 - popr.). Prospektna zakonodaja omogoča evropski potni list za izdajatelje. Odobren prospekt vrednostnega papirja s strani pristojnega nadzornega organa v eni od držav članic, je priznan v vseh drugih državah članicah.
(2) Zakonodaja, ki določa pravila za trgovanje in distribucijo vrednostnih papirjev (MiFID – 2004/39/ES). V Slovenijo je bila prenesena prav tako z ZTFI.
(3) Trgovanje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev je prav tako delno urejeno v MiFID direktivi oziroma v Sloveniji z ZTFI. Pravila, ki veljajo za organizirano trgovanje, naj bi se večinoma uporabljala tudi pri trgovanju s certifikati zunaj organiziranega trga, saj si izdajatelji ne morejo privoščiti, da bi ponujali slabše pogoje za trgovanje prek drugih platform kot veljajo na organiziranem trgu.
(4) V Nemčiji so decembra 2006 člani Derivate foruma sprejeli minimalne standarde pri izdajanju certifikatov, da bi povečali zaupanje investitorjev v trg certifikatov (nem. Derivate Code). Gre za prostovoljno zavezo članov foruma, ki po nekaterih ocenah predstavljajo 60% vrednosti izdanih certifikatov.

Maja 2007 je Evropska komisija objavila zeleno knjigo o maloprodajnih finančnih storitvah na enotnem trgu, ki se dotika tudi področja certifikatov. Osnovni namen zelene knjige je pregled nad težavami s katerimi se soočajo potrošniki na področju ponudbe finančnih storitev. ECOFIN Council je maja 2007 predlagal Evropski komisiji, da preišče konsistentnost EU zakonodaje, ki je vezana na različne vrste retail investicijskih produktov (kot so življenjska zavarovanja z naložbenim tveganjem, investicijski skladi, določeni strukturirani produkti in certifikati), da se omogoči koherenten pristop k zaščiti investitorjev in se izogne nejasnostim v zvezi s prodajnimi možnostmi teh produktov.

3 Vrste certifikatov

Certifikate lahko glede na uporabo finančnega vzvoda in knock-out meje[3] razdelimo v dve večji skupini: naložbene in knock-out certifikate.

3.1 Naložbeni certifikati

Naložbeni certifikati praviloma ne vsebujejo knock-out meje in finančnega vzvoda, posledično so manj tvegani in primerni za bolj dolgoročne naložbe kot knock-out certifikati.[4] Obstajajo številne oblike in izpeljanke naložbenih certifikatov, ki so primerni za različne profile in pričakovanja vlagateljev ter so lahko manj ali pa bolj tvegani od naložbe v osnovni instrument. V nadaljevanju se bova omejila zgolj na štiri oblike naložbenih certifikatov, ki se izdajajo tudi na slovenske delnice ali indekse, ki vključujejo slovenske delnice.

Indeksni certifikati so najbolj preprosta oblika naložbenih certifikatov, njihova vrednost proporcionalno sledi gibanju vrednosti osnovnega instrumenta. Izdajajo se na posamezne finančne instrumente, indekse ali košarice finančnih instrumentov.

[3] Certifikat z knock-out mejo predčasno zapade, če vrednost osnovnega instrumenta doseže knock-out mejo.
[4] Nekatere posebne oblike naložbenih certifikatov npr. outperformace certifikati vsebujejo tudi finančni vzvod.

Garantirani certifikati so najbolj varna oblika naložbenih certifikatov, vlagateljem namreč jamčijo določeno minimalno izplačilo ob zapadlosti, običajno 100% vrednosti ob izdaji, nekatere oblike pa tudi določen del obresti. Udeležba v naraščanju vrednosti osnovnega instrumenta je zaradi garancije običajno podproporcionalna.

Diskontni certifikati omogočajo vlagateljem nakup osnovnega instrumenta z diskontom, torej po ceni, ki je nižja od trenutne cene osnovnega instrumenta. Vlagatelji pa so omejeni pri maksimalnem možnem donosu, ki ga lahko dosežejo. Izguba, ki jo lahko utrpi vlagatelj, je tako manjša kot pri neposredni investiciji v osnovni instrument.

Bonusni certifikati ob navzgor neomejenih donosih vlagateljem tudi jamčijo določeno izplačilo ob zapadlosti, če vrednost osnovnega instrumenta v času od izdaje do zapadlosti ne doseže spodnje varnostne meje (nem. Sicherheitsschwelle). V tem primeru bonusni certifikati de facto postanejo indeksni certifikati (Scoach, 2007).

3.2 Knock-out certifikati

Vlagateljem v knock-out certifikate delovanje finančnega vzvoda omogoča doseganje nadproporcionalnih donosov, pa tudi nadproporcionalnih izgub, ki lahko pripeljejo do izgube vseh vloženih sredstev. Ti certifikati lahko predčasno zapadejo, če vrednost osnovnega instrumenta doseže knock-out mejo. Glede na vrsto lahko pridobivajo na vrednosti tako v času naraščajočih (long certifikati) kot padajočih (short certifikati) tečajev osnovnih instrumentov. Vlagatelji jih običajno uporabljajo za doseganje dobičkov na podlagi kratko do srednjeročnih gibanj tečajev osnovnih instrumentov in jih le redko držijo do zapadlosti.

Knock-out certifikati se med seboj razlikujejo glede na to, ali vsebujejo varovalo pred izgubo celotnega premoženja (stop-loss meja) in glede na zapadlost (določena zapadlost, brez zapadlosti).

1. Knock-out certifikati brez varovala pred izgubo vseh vloženih sredstev (nem. Stop-loss Barierre): Knock-out meja je enaka osnovni ceni osnovnega instrumenta (nem. Basispreis), kar pomeni možnost izgube vseh vloženih sredstev.

- Z določeno zapadlostjo: Stroški financiranja se odrazijo v tečaju instrumenta (pribitek pri long in odbitek pri short certifkatih).
- Brez zapadlosti: Izdajatelj v vnaprej določenih časovnih intervalih prilagaja osnovno ceno oziroma knock-out mejo v skladu s stroški financiranja.

2. Knock-out certifkati z varovalom pred izgubo vseh vloženih sredstev: Knock-out meja se razlikuje od osnovne cene osnovnega instrumenta, zaradi česar ne pride do izgube vseh vloženih sredstev.

- Z določeno zapadlostjo: Stroški financiranja se kot pribitki (long) oz. odbitki (short) odrazijo v tečaju instrumenta.
- Brez zapadlosti: Izdajatelj v skladu s stroški financiranja v vnaprej določenih časovnih intervalih prilagaja osnovno ceno in knock-out mejo (Zertifikate Forum Austria, 2007; Scoach, 2007).

Ob izdaji certifikatov izdajatelj določi osnovno ceno certifikata in knock-out mejo, ki se pri certifikatih z določeno zapadlostjo ne spreminjata, pri certifikatih brez zapadlosti (angl. open-end) pa se spreminjata v skladu s stroški financiranja.

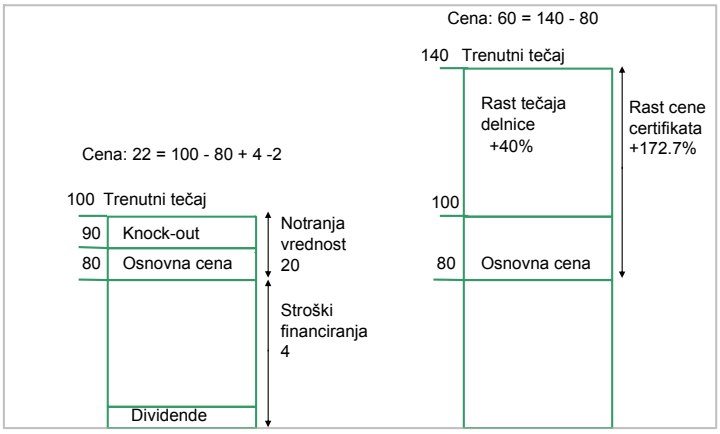
Pri prodaji long knock-out certifikatov izdajatelj kupuje ustrezen osnovni instrument na katerega je certifikat vezan. Nakup osnovnega instrumenta do višine osnovne cene financira izdajatelj, zaradi česar gre pri tej vrsti certifikata za finančni vzvod. Investitor plača le razliko med trenutnim tečajem osnovnega instrumenta in osnovno ceno, ki je enaka notranji vrednosti certifikata. Izdajatelj investitorju za svoj vložek zaračuna stroške financiranja. Zaradi učinka finančnega vzvoda mora izdajatelj za zavarovanje svoje pozicije investirati občutno več kapitala kot ga je dobil od vlagatelja. Velikost finančnega vzvoda je odvisna od razlike med tečajem osnovnega instrumenta in osnovno ceno certifikata (nem. Basispreis), manjša kot je, večji je finančni vzvod (Zertifikate Forum Austria, 2007).[5]

Način plačila stroškov financiranja se razlikujejo gleda na vrsto long knock-out certifikatov. Pri knock-out certifikatih z določeno zapadlostjo jih investitor plača v obliki pribitka[6] (nem. Aufgeld), ki je vključen v ceno certifikata. S približevanjem zapadlosti certifikata se pribitek, s tem pa tudi vrednost certifikata, zmanjšuje. Pri knock-out certifkatih brez zapadlosti pa izdajatelj za stroške financiranja dnevno ali tedensko bremeni vlagateljev kapitalski vložek. Izdajatelj tako v skladu s stroški financiranja sproti prilagaja osnovno ceno[7] in knock-out mejo, ki zaradi tega v času naraščata, vrednost certifikata pa se, ob nespremenjenem tečaju osnovnega instrumenta, znižuje (Zertifikate Forum Austria, 2007; Scoach, 2007; prospekti izdajateljic).[8]

[5] Trenutni finančni vzvod se izračuna po naslednji formuli: (tečaj osnovnega instrumenta * udeležbeno razmerje) / cena knock-out certifikata.
[6] Pribitek je enak stroškom financiranja zmanjšanim za pričakovane dividende v preostalem obdobju do zapadlosti.
[7] Trenutna osnovna cena = prejšnja osnovna cena + stroški financiranja - znesek dividend
[8] Vlagatelji se morajo pri tej vrsti certifikatov zavedati, da se z zviševanjem knock-out meje zaradi pripisa stroškov financiranja, povečuje tveganje knock-outa.

V nadaljevanju je prikazen poenostavljen primer delovanja long knock-out certifikata z varovalom pred izgubo celotne investicije, udeležbenim razmerjem 1:1 in s preostalo zapadlostjo 1 leto. V primeru, da je osnovna cena 80 evrov, knock-out meja 90 evrov in trenutni tečaj osnovnega instrumenta 100 evrov, je notranja vrednost certifikata 20 evrov. Ob upoštevanju stroškov financiranja v višini 5% in dividende v višini 2 evrov je cena certifikata 22 evrov (notranja vrednost 20 + stroški financiranja 4 – dividenda 2). V kolikor se vrednost osnovnega instrumenta v enem letu poveča za 40% (na 140 evrov), se vrednost certifikata poveča na 60 evrov, kar pomeni 172,7% donos.

Slika 3.1: Delovanje long knock-out certifikata



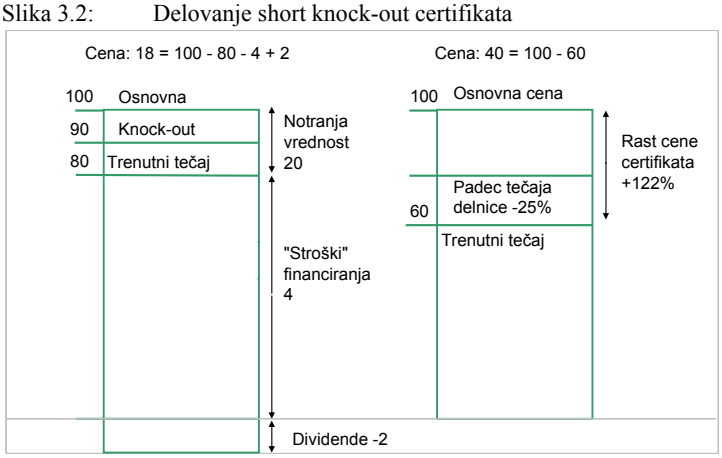
*Cena knock-out long = (tečaj osnovnega instrumenta - osnovna cena) * udeležbeno razmerje + pribitek*

Vir: Zertifikate Forum Austria

Pri prodaji short knock-out certifikatov se izdajatelj zavaruje s prodajo osnovnega instrumenta, pogosto v obliki short sellinga, za kar dobi kapital, ki ga lahko investira v obrestonosne instrumente. Short knock-out certifikati z določeno zapadlostjo zaradi tega pogosto kotirajo z negativnim pribitkom oz. odbitkom (nem. Abgeld).[9] V tem primeru je cena certifikata nižja od njegove notranje vrednosti, ki predstavlja razliko med osnovno ceno (nem. Basiswert) in tečajem osnovnega instrumenta. Pri short knock-out certifkatih brez zapadlosti se, enako kot pri long knock-out certifikatih, "stroški" financiranja (v tem primeru povečujejo vrednost certifikata) dnevno ali mesečno odražajo v povečevanju osnovne cene[10] in knock-out meje, kar ob nespremenjenem tečaju osnovnega instrumenta povečuje vrednost short certifikata (Zertifikate Forum Austria, 2007; Scoach, 2007; prospekti izdajateljic).

V nadaljevanju je prikazan poenostavljen primer delovanja short knock-out certifikata z varovalom pred izgubo celotne investicije, udeležbenim razmerjem 1:1 in z ročnostjo 1 leto. V primeru, da je osnovna cena 100 evrov, knock-out meja 90 evrov in trenutni tečaj osnovnega instrumenta 80 evrov, je notranja vrednost certifikata 20 evrov. Ob upoštevanju "stroškov" financiranja v višini 5% in dividende v višini 2 evrov je cena certifikata 18 evrov (notranja vrednost 20 - stroški financiranja 4 + dividenda 2). V kolikor vrednost osnovnega instrumenta pade za 33,3% na 60 evrov, se vrednost certifikata poveča na 40 evrov, kar pomeni 122% donos.

Slika 3.2: Delovanje short knock-out certifikata



*Cena knock-out short = (osnovna cena - tečaj osnovnega instrumenta) * udeležbeno razmerje - odbitek*

Vir: Lastni prikazi

[9] Odbitek je enak stroškom financiranja zmanjšanim za pričakovane dividende v preostalem obdobju do zapadlosti.
[10] Tekoča osnovna cena = prejšnja osnovna cena + stroški financiranja - znesek dividend

V primeru predčasne zapadlosti knock-out certifikata s stop-loss mejo dobi vlagatelj izplačano trenutno vrednost certifikata, ki se izračuna na podlagi povprečne stop-loss cene[11] osnovnega instrumenta. Izplačilo se zmanjša za stroške izdajatelja. Certifikati brez stop-loss so ob knock-outu brez vrednosti. Zaradi davčne optimizacije pri napovedi kapitalskih dobičkov, jih izdajatelj odkupi po 0,1 centa (Deutsche Bank, 2007).

4 Prednosti in tveganja certifikatov

Certifikati nudijo številne prednosti glede na ostale investicijske možnosti, a hkrati vlagatelje izpostavljajo tudi številnim novim tveganjem. V nadaljevanju so našteta le nekatera izmed njih (Deutsche Bank, 2007).

Prednosti investiranja v certifikate so:

(1) Malim investitorjem omogočajo širok spekter naložbenih strategij.
(2) Vlagateljem z relativno nizkimi stroški omogočajo dostop do bolj eksotičnih kapitalskih trgov, do katerih sicer ne bi imeli dostopa, in kompleksnejših finančnih produktov ter enostavno investiranje v surovine.
(3) Omogočajo optimizacijo razmerja med tveganjem in donosnostjo portfelja. Z naložbo v nekatere vrste certifikate se lahko doseže nižja izpostavljenost tveganju kot z neposredno investicijo.
(4) Z udeležbenimi razmerji manjšimi od 1 (običajno 0,01 ali 0,1) omogočajo malim vlagateljem posredno naložbo v delnice, ki kotirajo z visokimi cenami.
(5) Možen je daljši čas trgovanja, tudi izven časa delovanja borz, saj trgovanje lahko poteka tudi prek posebnih elektronskih trgovalnih platform.
(6) Vzdrževalci likvidnosti trga zagotavljajo višjo likvidnost trgovanja s certifikati.
(7) Z uporabo finančnega vzvoda omogočajo doseganje visokih dobičkov.
(8) V Sloveniji so kapitalski dobički iz naložb v certifikate kot izvedene finančne instrumente (po veljavni dohodninski zakonodaji) neobdavčeni.

Tveganja investiranja v certifikate so:

(1) Investitorji se z naložbo v certifikat izpostavijo tveganju bonitete izdajatelja. Pravno gledano so certifikati dolžniški instrumenti, zato investitorji prevzemajo kreditno tveganje izdajatelja. Glede na visoke bonitete bank izdajateljic certifikatov je dejansko tveganje propada izdajatelja majhno.
(2) Vlagatelji morajo biti pri investiranju v certifikate pozorni na razmik med ponudbeno in povpraševano ceno (ang. bid/ask spread), ki je zlasti pri knock-out certifikatih in certifikatih na manj likvidne delnice lahko visok.[12] Izdajatelj ima možnost spremeniti bid/ask spread v ceni certifikata, čeprav se naj to ne bi dogajalo neupravičeno, tudi zaradi konkurence, ki obstaja na trgu.[13]
(3) Način določanja cene nekaterih certifikatov je precej zapleten, saj temelji na razumevanju delovanja trga z opcijami. Certifikati so namenjeni predvsem malim vlagateljem, ki ni nujno, da so pred tem že imeli izkušnje z izvedenimi finančnimi instrumenti. Do nakupov certifikatov lahko prihaja tudi s strani vlagateljev, ki ne razumejo njihovega delovanja oziroma se ne zavedajo vseh tveganj.
(4) Na vrednost certifikatov poleg ravni obrestnih mer in izplačila dividend osnovnega instrumenta, vpliva tudi skrajševanje preostale zapadlosti. Pri certifikatih z omejeno ročnostjo skrajševanje preostale zapadlosti pomeni, da se verjetnost za nadomestitev izgub do zapadlosti, v primeru padcev vrednosti osnovnega instrumenta certifikata, zmanjšuje.
(5) Knock-out certifikati se nadproporcionalno odzivajo na gibanje vrednosti osnovnega instrumenta, kar se lahko odrazi v nadproporcionalnih izgubah. Pri določenih vrstah certifikatov lahko vlagatelji izgubijo svoj celoten vložek.
(6) Za vse vrste certifikatov si izdajatelj pridržujejo pravico, da v določenih okoliščinah predčasno odpokliče in poplača vlagatelje glede na trenutno pošteno tržno vrednost certifikata zmanjšano za stroške. Pri certifikatih, ki ob zapadlosti zagotavljajo nek minimalni dosežen donos, mora vlagateljem le-tega izplačati (ustrezno diskontiranega).
(7) Zajamčeni donosi nekaterih certifikatov se lahko realizirajo šele ob njihovi zapadlosti.
(8) Pri certifikatih vezanih na osnovni instrument denominiran v tuji valuti obstaja tudi valutno tveganje (izjema so npr. Quanto certifikati, ki vlagatelja ščitijo pred spremembo deviznega tečaja).
(9) Za certifikate ne obstaja enovit zakonodajni okvir. Vzpostavljajo se razne interesne skupine, predvsem okoli vzajemnih skladov, ki so jim certifikati vedno večja konkurenca, in težijo k vzpostavitvi konsistentne zakonodaje za vse retail investicijske produkte.

[11] Povprečna stop-loss cena pomeni povprečno vrednost po kateri izdajatelj ob knock-outu certifikata proda osnovni instrument na katerega je certifikat izdan. Izdajatelj certifikatov mora vrednostne papirje, ki jih ima za namene zavarovanja svojih pozicij prodati v razumnem obdobju takoj po knock-outu. Kako dolgo je to razumno obdobje je v diskreciji izdajatelja, odvisno je tudi od likvidnosti osnovnega instrumenta, vendar naj ne bi bilo daljše od 3 ur. V kolikor pride do knock-outa manj kot tri ure pred koncem trgovanja na trgu za osnovni instrument, se to obdobje podaljša v naslednji trgovalni dan (prospekt ABN Amro: LaunchPAD Programme, Offering Supplement Nr 3978, 16.8.2007).

[12] V primeru certifikatov na slovenske delnice so razmiki najnižji pri diskontnih in indeksnih certifikatih (običajno manj kot odstotek do dveh odstotkov), pri konck-out certifikatih pa so višji in lahko v skrajnem primeru presežejo tudi 10%.

[13] V prospektih certifikatov od ABN Amro je določen minimalni in maksimalni razmik.

5 Pregled mednarodnega trga certifikatov

Po podatkih Derivate Foruma se je stanje izdanih certifikatov leta 2007 do novembra povečalo za 30%, na skoraj 143 mrd EUR (tržna kapitalizacija delnic na LJSE je ob koncu leta dosegla manj kot 20 mrd EUR). Po podatkih Deutsche Derivate Instituta naj bi imelo že več kot 6% nemških malih vlagateljev v svojem portfelju certifikate. V strukturi certifikatov prevladujejo naložbeni certifikati, medtem ko knock-out certifikati zaenkrat predstavljajo le okoli 1,6% izdane vrednosti certifikatov.

Tabela 5.1: Stanje izdanih certifikatov v mrd EUR

	2005	2006	jan. 2008
Stanje izdanih certifikatov	80.0	109.6	131.3
	Za članice Derivate foruma		
Število članov združenja	7	9	13
Stanje izdanih certifikatov	45.2	65.8	96.8
Naložbeni certifikati	44.6	65.1	95.2
Knock-out certifikati	0.6	0.8	1.6

Vir: Derivate Forum

Promet s certifikati

Promet s certifikati se je v letu 2006 po podatkih BöGA[14] povečal za 77%, na 462 mrd EUR (promet z delnicami na LJSE je leta 2007 znašal slabe 2 mrd EUR). Od tega je predstavljal delež prometa z knock-out certifikati okoli 45% in se povečuje (Deutsche Bank, 2007). Večji delež knock-out certifikatov v prometu kot v izdani vrednosti oz. številu izdanih certifikatov je predvsem posledica dejstva, da se z knock-out certifikati izvaja več trgovanja in se jih običajno ne drži do zapadlosti. Nasprotno pa so naložbeni certifikati praviloma bolj dolgoročna investicija.

Tabela 5.2: Promet s certifikati v mrd EUR

	2005	2006
Promet s certifikati (v mrd EUR)	260.9	461.6
Letna st. rasti (v %)		76.9
Naložbeni certifikati (v mrd EUR)	141.7	240.9
Knock-out certifikati (v mrd EUR)	119.2	220.7
	Struktura (v %)	
Naložbeni certifikati	54.3	52.2
Knock-out certifikati	45.7	47.8

Opomba: Podatki BÖGA iz poročila Deutsche Bank: "Retail investors: A German success story" vključujejo promet z in izven organiziranega trga.
Vir: Deutsche Bank – BÖGA

Število izdanih certifikatov

Izdanih naj bi bilo več kot 150.000 certifikatov (podatek za september 2007), in sicer na okoli 20.500 različnih osnovnih instrumentov. Po številu izdanih certifikatov prevladujejo indeksni (skoraj 40%) in bonusni certifikati (27%), ki jim sledijo knock-out certifikati (okoli 22%).

Tabela 5.3: Število izdanih certifikatov prvih petih izdajateljev (podatek iz sredine januarja 2008)

	Vrste certifikatov			Tržni deleži
Izdajatelji	Naložbeni	Knock-out	Skupaj	(skupaj)
1 Commerzbank AG	24,530	4,223	28,985	15.9
2 BNP Paribas	17,011	6,729	23,746	13.0
3 Sal. Oppenheim jr. & Cie.	16,916	1,834	18,785	10.3
4 Deutsche Bank	11,915	3,978	16,065	8.8
5 UBS Investment Bank	12,599	99	12,899	7.1
Drugi	57,507	22,030	81,491	44.8
Skupaj 72 izdajateljev	140,478	38,893	181,971	100.0

Opomba: ABN Amro, Erste Bank, Raiffeisen Centrobank, Societe Generale in Hypovereinsbank imajo izdanih več certifikatov na slovenske delnice.
Vir: http://www.zertifikateweb.de/emittent

[14] BÖGA – Börsengeschäftsabwicklungssystem (ang. Stock exchange transaction completion system).

6 Naložbe slovenskih gospodinjstev v certifikate

V strukturi finančnega premoženja slovenskih gospodinjstev so izvedeni finančni instrumenti konec leta 2007 z okoli 45 mio EUR predstavljali komaj 0,1%, vendar pa se vrednost v zadnjih letih izrazito povečuje. Z več kot 90% prevladujejo izvedeni finančni instrumenti tujih izdajateljev. Med naložbami gospodinjstev v tuje vrednostne papirje predstavljajo izvedeni finančni instrumenti že okoli 4,7% (konec leta 2006 le 2,3%).[15] Veliko zanimanje za izvedene finančne instrumente je tudi posledica (zaenkrat še) neobdavčenih kapitalskih dobičkov na izvedene finančne instrumente. Slovenski vlagatelji lahko investirajo v certifikate prek slovenskih borznoposredniških družb in bank, ki ponujajo te storitve, ali prek spletnih trgovalnih platform.

Tabela 6.1: Vrednost naložb gospodinjstev v tuje izvedene finančne instrumente – pravice (garancije) in opcije

	2004	2005	2006	2007
Skupaj naložbe v tujino (v mio EUR)	125.3	340.8	654.7	950.2
delnice	104.3	321.5	626.1	886.8
obveznice	20.5	11.6	8.8	16.3
drugo	0.5	7.8	19.7	47.0
Izbrani izvedeni fin. inst. (v mio EUR)[1]	0.1	2.9	15.2	44.9
Struktura: država (v mio EUR oz. v %)	0.1	2.6	14.9	41.8
Avstrija		4.9	44.2	52.4
Nemčija	88.0	59.3	33.5	38.1
Nizozemska	12.0	35.7	22.4	9.5
Struktura: izdajatelj (v mio EUR oz. v %)	0.1	2.6	14.9	41.8
Erste Bank		0.9	20.2	21.7
Raiffeisen Centrobank		4.7	24.7	38.2
ABN Amro	14.4	61.4	41.1	16.9
druge	85.6	32.9	13.9	23.2

Opomba: [1] Izbrani so vrednostni papirji glede na CFI kode: RW – pravice, garancije; OC – opcije call (nakupne); OP – opcije put (prodajne).
Vir: Banka Slovenije

Tabela 6.2: Naložbe rezidentov v izdane certifikate vezane na slovenske delnice oziroma indekse in košarice, ki vključujejo slovenske delnice

	2005	2006	2007
Vrednost (v mio EUR)	0.1	5.6	17.6
Struktura: izdajatelj (v %)[1)]	100.0	100.0	99.9
Raiffeisen Centrobank (AUT)	97.0	93.7	37.1
Erste Bank (AUT)	3.0	6.3	30.3
ABN Amro (NLD)			17.6
Societe Generale (FRA)			14.9
Struktura: osnovni instrument (v %)[2)]	100.0	58.0	84.5
Krka		21.1	63.6
Srednje evropski indeksi/košarice	100.0	22.6	8.2
SBITOP		13.8	6.7
Pivovarna Laško		0.4	5.9
Delež v lasti gospodinjstev (v %)[3)]	100.0	80.8	89.7
Delež knock-out certifikatov (v %)[4)]	0.0	63.9	86.4

Opombe: [1)] Med izdajatelji certifikatov vezanih na slovenske delnice se pojavlja tudi Hypovereinsbank. [2)] Pomembni so še certifikati vezani na delnice Gorenja, Petrola, Luke Koper, Telekoma Slovenije, Mercatorja, Merkurja in Intereurope. [3)] Med lastniki se v manjšem deležu pojavljajo tudi podjetja in finančne institucije. [4)] Med ostalimi vrstami certifikatov izstopajo še indeksni in garantirani.
Vir: Banka Slovenije, Stuttgartska borza in nekatere druge spletne strani o certifikatih

Med izdajatelji izvedenih finančnih instrumentov, katere imajo slovenska gospodinjstva v svojem portfelju, prevladujejo avstrijske (Erste Bank, Raiffeisen Centrobank), nizozemske (ABN Amro), nemške (Deutsche Bank, Commerzbank) in francoske banke (Societe Generale). Skoraj 40% izvedenih finančnih instrumentov predstavljajo certifikati vezani na slovenske delnice in indekse, med katerimi prevladujejo bolj tvegani knock-out certifikati.[16] To potrjuje že znano dejstvo,

[15] Vključene so le tiste naložbe gospodinjstev v tujino, ki so izvedene prek borznih posrednikov (borzno posredniških družb in bank). Torej, naložbe gospodinjstev v certifikate mimo domačih borznih posrednikov, neposredno prek raznih trgovalnih platform, niso vključene.

[16] Pri tem velja opozoriti, da niso zajeti vsi certifikati na slovenske delnice, saj ne obstaja nek uradni seznam certifikatov izdanih na slovenske delnice. Seznam je bil oblikovan na podlagi različnih spletnih strani, predvsem pa Stuttgartske borze. Predvidevamo, da so med ostalimi izvedenimi finančnimi instrumenti v lasti slovenskih gospodinjstev vključeni predvsem drugi certifikati, ki niso vezani na slovenske delnice, CFD-ji oziroma t.i. pogodbe za razliko in garancije (ang. warrants).

da so slovenska gospodinjstva, ki se odločajo za naložbe na kapitalske trge, izrazito nagnjena k tveganju. Med certifikati vezanimi na slovenske delnice v letu 2007 prevladujejo tisti, ki sledijo delnicam Krke (64%), v precejšnem deležu pa tudi raznim indeksom in košaricam, ki vključujejo slovenske delnice (8%), indeksu SBI TOP (7%) in delnicam Pivovarne Laško (6%).

Promet rezidentov s certifikati

S povečevanjem vrednosti naložb se povečuje tudi obseg transakcij slovenskih gospodinjstev z izvedenimi finančnimi instrumenti, ki je v letu 2007 dosegel skoraj 200 mio EUR, kar je več kot trikrat toliko kot v celotnem letu 2006. Od tega je slabo tretjino predstavljal promet s certifikati vezanimi na slovenske delnice. V prometu rezidentov s certifikati na slovenske delnice z več kot 95% prevladujejo knock-out certifikati, in sicer predvsem vezani na delnice Krke.

Tabela 6.3: Promet gospodinjstev s tujimi izvedenimi finančnimi instrumenti

(v mio EUR)	Prodaja	Nakup	Neto nakup	Promet
2003	1.0	1.0	-0.1	2.0
2004	1.1	1.4	0.3	2.5
2005	3.7	6.1	2.4	9.8
2006	24.1	36.8	12.8	60.9
2007	85.8	110.5	24.7	196.3

Opomba: Izbrani so vrednostni papirji glede na CFI kode: RW – pravice, garancije; OC – opcije call (nakupne); OP – opcije put (prodajne).
Vir: Banka Slovenije

Glede na visoke realizirane dobičke vlagateljev v certifikate (tudi na slovenske delnice), ki zaenkrat po slovenski zakonodaji niso obdavčeni, je pričakovati nadaljnje povečevanje investiranja v izvedene finančne instrumente. Do sedaj dve banki (Volksbank in Reiffeisen bank) neposredno tržita certifikate v Sloveniji, v prihodnje pa lahko pričakujemo dodatno ponudbo za neposredno trženje v Sloveniji zlasti tistih bank, katerih matične banke izdajajo certifikate. Do sedaj se v Sloveniji vlagateljem ponujajo štirje garantirani certifikati: Volksbank Garant TOP, Volksbank Garant TOP 20 II, Agrar Garant in CECxt Winner ter en indeksni certifikat SBI TOP.

Tabela 6.4: Promet rezidentov s certifikati izdanimi na slovenske delnice

(v mio EUR, drugače v %)	Prodaja	Nakup	Neto nakup	Promet
2005 v mio EUR	0.02	0.14	0.12	0.16
2006 v mio EUR	0.60	5.97	5.37	6.57
Krka	25.6	22.4	22.0	22.7
Srednje evropski indeksi/košarice	2.9	20.0	21.9	18.5
Gorenje	24.5	11.9	10.5	13.1
SBITOP	0.6	12.8	14.1	11.7
2007 v mio EUR	28.41	31.67	3.26	60.08
Krka	45.3	52.2	111.7	48.9
Telekom Slovenije	8.7	10.8	28.9	9.8
Pivovarna Laško	10.4	7.8	-14.5	9.0
Mercator	7.8	6.1	-9.2	6.9

Opomba: Kot osnovnimi instrumenti certifikatov so pomembne še delnice Petrola, Gorenja, Luke Koper, Merkurja, Istrabenza in Intereurope.
Vir: Banka Slovenije, Stuttgartska borza in nekatere druge spletne strani o certifikatih

7 Vpliv izdaje certifikatov na slovenski kapitalski trg

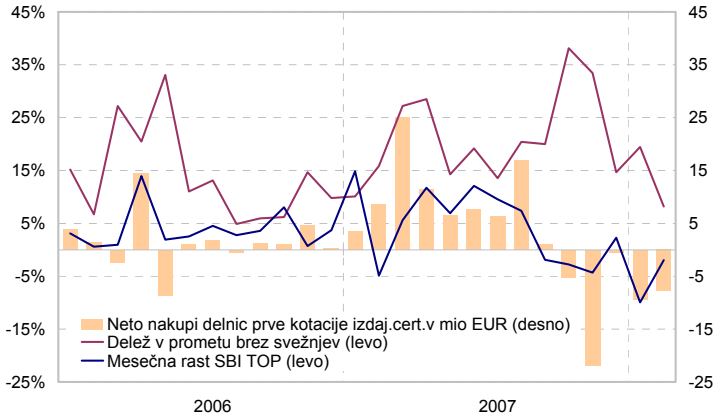
Izdaja certifikatov lahko pomembno vpliva na gibanje tečajev in volatilnost posameznih lokalnih kapitalskih trgov, predvsem manj likvidnih in plitkih, kot je slovenski. Banke izdajateljice certifikatov se zavarujejo predvsem z nakupom oziroma prodajo osnovnih instrumentov na katere izdajajo certifikate, s tem pa lahko vplivajo na gibanje njihovih tečajev. V primeru izdaje certifikatov na slovenske delnice je ta vpliv razviden tudi iz prometa, ki ga s temi delnicami opravijo banke izdajateljice, ter njihovega deleža v celotni tržni kapitalizaciji posameznih delnic.

V letu 2006 so banke, ki izdajajo certifikate na slovenske delnice, opravile 14,8% prometa z delnicami prve kotacije, v letu 2007 pa 24,6%.[17] V prvih osmih mesecih leta 2007 so z neto nakupi delnic še dodatno pospešile rast tečajev na Ljubljanski borzi. V preostanku leta 2007, zlasti oktobru in novembru, ter začetku leta 2008 pa so izdaje short knock-out certifikatov, redne in predvsem predčasne zapadlosti certifikatov ter posledične prodaje delnic, ki jih banke izdajateljice držijo za zavarovanje svojih pozicij, vplivale na povečano volatilnost na slovenskem kapitalskem trgu in okrepile padanje tečajev. Neto nakupi bank izdajateljic certifikatov so bili v zadnjih treh mesecih leta 2007 in prvih mesecih leta 2008 negativni.

[17] Delež, ki so ga z delnicami opravile banke izdajateljice v celotnem prometu brez svežnjev s temi delnicami.

Po nam dostopnih podatkih je septembra 2007 je predčasno zapadlo 5, oktobra 7, novembra pa kar 25 certifikatov izdanih na slovenske delnice ali indekse, ki vključujejo slovenske delnice. Število predčasnih zapadlosti knock-out certifikatov izdanih na slovenske delnice ali indekse, ki vključujejo slovenske delnice, se je v letu 2008 še povečalo. Januarja je predčasno zapadlo 23 knock-out certifikatov, februarja 10, marca 26 in do sredine aprila še nadaljnjih 29.[18] Predčasne zapadlosti certifikatov so v proučevanem obdobju pomembno okrepile kratkoročne padce tečajev delnic na Ljubljanski borzi.

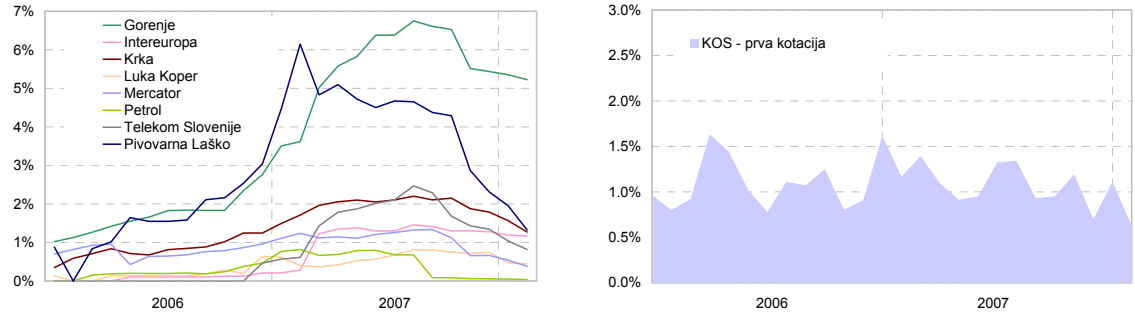
Slika 7.1: Neto nakupi in promet z delnicami prve kotacije, ki so ga opravile banke izdajateljice certifikatov na slovenske delnice in indekse[19]



Vir: Banka Slovenije, LJSE

Vpliv bank izdajateljic certifikatov je razviden tudi iz njihovega deleža v celotni tržni kapitalizaciji posameznih delnic. Ti deleži so v prvih treh četrtletjih leta 2007 naraščali, v zadnjem oziroma proti koncu tretjega četrtletja 2007 in v letu 2008 pa so, zaradi predčasnega in rednega zapadanja certifikatov ter izdaje certifikatov na kratko pozicijo (ang. short knock-out certificate), začeli upadati. Čeprav so deleži bank izdajateljic certifikatov pri večini delnic relativno nizki, lahko te tuje banke, glede na nizek mesečni koeficient obračanja sredstev delnic iz prve borzne kotacije, kratkoročno precej vplivajo na gibanje tečajev, predvsem v smislu okrepitve padcev njihovih cen.

Slika 7.2: Deleži bank izdajateljic certifikatov v tržni kapitalizaciji posameznih delnic (levo) in mesečni koeficient obračanja sredstev (KOS) za delnice iz prve borzne kotacije[20] (desno) v odstotkih



Vir: KDD, preračuni Banka Slovenije

Največ prometa in neto nakupov s strani izdajateljev certifikatov je bilo v obdobju od januarja 2006 do konca februarja 2008 opravljenih z delnicami Krke, na katere je bilo izdanih tudi največ certifikatov. Za banke izdajateljice certifikatov so bile zelo zanimive tudi delnice Gorenja, Telekoma Slovenije, Mercatorja ter v letu 2007 tudi Petrola. Delež prometa, ki so ga opravile izdajateljice certifikatov s posamezno delnico v celotnem prometu brez svežnjev s posamezno delnico je bil v letu 2006 najvišji z delnicami Mercatorja (37,5%), sledile so delnice Pivovarne Laško, Krke in Gorenja. V letu 2007 so se ti deleži v povprečju še nekoliko povečali in so bili najvišji z delnicami Gorenja (36,9%), Mercatorja (34,1%) in Krke (33,5%), sledile so še delnice Telekoma Slovenije, Pivovarne Laško, Petrola in Save. V prvih dveh mesecih leta 2008 so se ti deleži zmanjšali in bili najvišji z delnicami Mercatorja (29,6%), Krke (21,1%), Luke Koper (14%) in Gorenja (12,4%).

[18] Vir: Stuttgart Borse.
[19] Vključene so delnice Gorenja, Intereurope, Krke, Mercatorja, Merkurja, Petrola in Telekoma Slovenije. Brez delnic Droga Kolinske, na katero banke niso izdajale certifikatov.
[20] V izračunu mesečnega koeficienta korelacije za delnice iz prve kotacije se upošteva promet brez svežnjev.

Tabela 7.2: Promet in neto nakupi, ki so ga s posamezno delnico opravile banke izdajateljice certifikatov na slovenske delnice[21]

	Neto nakupi			Promet			Promet[1]/celoten promet s posamezno delnico[2]		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
(v mio EUR)	21.2	63.8	-20.3	91.4	357.5	36.0			
	Struktura glede na delnice (v %)								
Gorenje	13.5	36.2	2.8	5.5	12.7	5.1	17.0	36.9	12.4
Krka	58.6	27.6	51.4	58.7	47.7	52.6	18.1	33.5	21.1
Telekom Slovenije	0.8	14.4	10.6	0.2	11.3	7.3	0.4	17.7	11.2
Mercator	3.5	6.1	9.4	26.0	9.3	18.6	37.5	34.1	29.6
Intereuropa	0.1	5.5	1.6	0.1	1.3	0.9	0.7	7.1	4.1
Luka Koper	1.4	5.2	5.3	0.6	2.1	4.5	2.2	6.1	14.0
Petrol	6.9	3.9	8.6	2.5	8.4	3.1	1.7	11.6	6.3
Sava	1.8	1.9	5.3	0.9	1.4	2.1	8.0	10.1	10.9
Istrabenz	0.0	0.7	0.6	0.0	0.6	0.4	0.0	3.8	7.8
NKBM	0.0	0.1	-0.7	0.0	0.0	1.0		0.3	2.1
Merkur	0.0	-0.6	0.0	0.0	0.7	0.1	0.0	5.2	3.9
Pivovarna Laško	13.4	-0.9	5.0	5.4	4.6	4.3	19.6	15.8	6.5

Opombi: [1] Promet, ki so ga s posamezno delnico opravile tuje banke izdajateljice certifikatov na slovenske delnice. [2] Promet brez svežnjev.
Vir: Banka Slovenije, LJSE

Na Stuttgartski borzi, kjer kotira večina certifikatov na slovenske delnice, je v začetku maja 2008 kotiralo 85 certifikatov izdanih neposredno na slovenske delnice (od tega 73 knock-out certifikatov) in 186 certifikatov izdanih na indekse ali košarice, ki vključujejo slovenske delnice (od tega 68 knock-out certifikatov). S certifikati na indekse trgov držav srednje, jugovzhodne in vzhodne Evrope izdajatelji vplivajo na povečanje soodvisnosti med temi kapitalskimi trgi. Med knock-out certifikati je bila večina long certifikatov, ki pridobivajo na vrednosti ob naraščanju tečajev osnovnih instrumentov, in 31 short certifikatov (14 neposredno na slovenske delnice in 17 na indekse, ki vključujejo slovenske delnice), ki pridobivajo na vrednosti ob padanju tečajev osnovnih instrumentov. Med certifikati izdanimi na indekse ali košarice, ki vključujejo slovenske delnice, prevladujejo naložbeni certifikati, in sicer indeksni, diskontni, bonusni ter nekaj garantiranih certifikatov.

Tabela 7.3: Na Stuttgartski borzi kotirajoči certifikati izdani na slovenske delnice in indekse, ki vključujejo slovenske delnice, na dan 7.5.2008

Osnovni instrument - delnice	Število certifikatov	Osnovni instrument - indeksi, ki vključujejo slo. delnice	Število certifikatov
Krka	19	SETX	44
Telekom Slovenije	15	NTX	41
Gorenje	11	CECExt	24
Mercator	7	CECE Healthcare	14
Pivovarna laško	9	CECE Telecom	16
Petrol	7	SBI20	8
Intereuropa	5	CECE Oil&gas	16
Istrabenz	2	CECE Mid Cap	3
NKBM	6	CECE Banking	16
Luka Koper	2	S-BOX Balkan	1
		SBI TOP	3
Skupaj	83	Skupaj	186
		Skupaj delnice + indeksi	**269**

Vir: Stuttgart Borse

[21] Podatki za leto 2008 se nanašajo na prva dva meseca leta.

Tabela 7.4: Slovenske delnice v posameznih izvedenih indeksih na katere se izdajajo certifikati

Indeks	Vključene delnice	Delež slovenskih delnic
SETX	Gorenje, Krka, Mercator, Petrol, Sava, Pivovarna Laško	40.4%
NTX	Krka, Petrol, Telekom Slovenije	5.0%
CECExt	Gorenje, Krka, Mrecator, Petrol, Pivovarna Laško, Sava, Telekom Slo.	9.0%
CECE MID	Luka Koper, Intereuropa, Aerodrom Ljubljana, Žito	12.0%
CECE Oil&gas	Petrol	9.5%
CECE Healthcare	Krka	25.5%
CECE Telecom	Telekom	19.0%
CECE Banking	NKBM	0.8%
SLOWENIEN BASKET	Krka, Petrol, Telekom, Luka, Mercator, Gorenje, Pivovarna Laško	100.0%

Vir: http://www.indices.cc/cms

Vpliv izdaje certifikatov, zlasti na manj likvidne kapitalske trge, povečuje intenzivnost gibanja tečajev delnic. V času naraščajočih tečajev banke izdajateljice certifikatov z izdajo long certifikatov in nakupom osnovnih instrumentov za zavarovanje svojih pozicij dodatno pripomorejo k rasti tečajev. Nasprotno predčasne zapadlosti long knock-out certifikatov v času negativnih trendov na borzi dodatno okrepijo padce tečajev. Certifikat predčasno zapade, ko vrednost osnovnega instrumenta doseže knock-out mejo. Takrat banka izdajateljica proda delnice, ki jih je držala za zavarovanje svojih pozicij, kar se odrazi v povečani ponudbi in pretiranem padcu tečajev.[22] To je posebej izrazito v primeru večjega števila predčasno zapadlih certifikatov. Povečana ponudba na trgu (ne nujno samo s strani same izdajateljice certifikata) sproži nižje knock-out meje pri drugih certifikatih na posamezno delnico, kar še dodatno okrepi pritisk na padanje njene cene. Padci tečajev so še posebej izraziti, če je takšnih delnic več. Na Ljubljanski borzi se je to na primer dogajalo 21. in 22. januarja, ko je zapadlo kar 14 certifikatov izdanih neposredno na slovenske delnice in 29 certifikatov izdanih na indekse ali košarice, ki vključujejo slovenske delnice. V ponedeljek 21. januarja je indeks SBI20 izgubil 4,14%, v torek 22. januarja pa 6,15% vrednosti. V sredo 23. januarja je sledil močan odboj indeksa SBI20 v višini 5,7%. Brez predčasnih zapadlosti knock-out certifikatov, bi bili padci tečajev na borzi verjetno manjši. Podoben razvoj dogodkov je bil v letu 2008 tudi med 17. in 20. marcem ter 14. in 15. aprilom.

Pri izdaji knock-out certifikatov velja opozoriti tudi na dejstvo, da javno objavljene knock-out meje razkrivajo naložbeno politiko bank izdajateljic (znano je pri katerem nivoju tečaja bo izdajatelj certifikata začel prodajati delnice). Špekulativni vlagatelji lahko to izrabijo v svojo korist in s sprožitvijo knock-outa kupujejo delnice po nižji ceni, ko banka izdajateljica zmanjšuje svoje pozicije.

8 Sklep

Zanimive možnosti posrednega investiranja v različne finančne instrumente in surovine, ki jih nudijo certifikati, hitra odzivnost njihovih izdajateljev in po slovenski zakonodaji zaenkrat še neobdavčeni kapitalski dobički iz izvedenih finančnih instrumentov, bodo v prihodnje verjetno še povečevali zanimanje slovenskih vlagateljev za to naložbeno obliko. K temu bodo z neposrednim trženjem novih certifikatov v Sloveniji pripomogle tudi tuje banke, katerih matične banke izdajajo certifikate. Večina certifikatov izdanih na slovenske delnice in indekse ter košarice, ki vključujejo slovenske delnice, kotira na Stuttgartski borzi. V začetku maja 2008 jih je kotiralo skoraj 270.

Izdaja certifikatov vezanih na slovenske delnice povečuje intenzivnost gibanja tečajev na slovenskem kapitalskem trgu. V prvih osmih mesecih leta 2007 so tuje banke z izdajo certifikatov in pozitivnimi neto nakupi slovenskih delnic še dodatno okrepile rasti tečajev. V oktobru in novembru 2007 ter letu 2008 pa so z neto prodajami slovenskih delnic, tesno povezanimi s predčasnimi zapadlostmi long knock-out certifikatov, prispevale k padcu tečajev in povečani volatilnosti. Izdaje certifikatov na slovenske delnice povečujejo tudi povezanost s tujimi kapitalskimi trgi, zlasti s tistimi na katerih kotirajo delnice vključene v izvedene indekse držav srednje, jugovzhodne in vzhodne Evrope na katere so izdani certifikati.

9 Literatura in viri

- ABN Amro: LaunchPAD Programme. Base Prospectus Relating to Turbos. 1.julij 2007.
- ABN Amro: LaunchPAD Programme. Offering Supplement Nr 3978. 16.avgust 2007.
- ABN Amro: LaunchPAD Programme. Offering Supplement Nr 3976. 16.avgust 2007.
- ABN Amro: Optionsscheine und MINI Future Zertifikate (Kleiner Einsatz – grosse Wirkung). Marec 2007. 32 str.
- Deutsche Bank: Retail investors: A German success story. Marec, 2007. 16 str.
- IMA: Green paper on retail financial services in the single market. Julij 2007.
- Raiffeisen Centrobank: Asset Allocation – Zertifikate 1x1. Oktober 2006. 40. str.
- Scoach: Anlageprodukte – Investieren mit Zertifikaten. September 2007. 24. str.

[22] Rok v katerem banka proda delnice je določen v splošnem prospektu. Običajno je to v nekaj urah po knock-outu certifikata.

- Scoach: Hebelprodukte – Optionsscheine und Knock-outs. September 2007. 24. str.
- Zertifikate Forum Austria: Z wie Zertifikat (Basiswissen für Anleger). Julij 2007. 36 str.
- Zakon o trgu finančnih instrumentov. Ur.l. RS 67/2007 z dne 27.7.2007

Spletne strani
- Zertifikateweb: http://www.zertifikateweb.de/
- Scoach: http://www.scoach.de/DE/Showpage.aspx?pageID=19
- Deutsche Bank: http://www.db.com/index.htm?ghpmeta=ENG_deutsch
- Derivate Forum – nemško združenje bank izdajateljic: http://www.derivate-forum.de/
- Deutsche Derivate Institut: http://www.ddi.de/./ddi/
- Ecofin: http://www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms_Data/docs/pressData/en/ecofin/94033.pdf
- Volksbank: http://www.volksbank.si/prebivalstvo/strukturirani_produkti/;
- Raiffeisen bank: http://www.raiffeisen.si/nalozbe/certifikati.
- http://www.indices.cc/cms
- Finanztreff: www.finanztreff.de
- Stuttgart Borse: http://www.boerse-stuttgart.de/isgndex.phtml?

OBDAVČITEV DOHODKOV IZ KAPITALA ZA FIZIČNE OSEBE

Mitja Čok[1]

POVZETEK

V članku, ki je predstavljen v nadaljevanju, so prikazane bistvene značilnosti in posebnosti obdavčitve dohodkov iz kapitala za fizične osebe v Republiki Sloveniji (RS). Za vse oblike obdavčitev od dohodkov od kapitala (tj. obresti, dividende in kapitalski dobički) so nato tudi predstavljene rešitve na nivoju Evropske unije (EU), kjer se uporablja načelo, da vse obdavčitve osebnih dohodkov posameznikov ostajajo v pristojnosti posameznih držav članic, ob upoštevanju rešitev iz meddržavnih sporazumov o izogibanju dvojnega obdavčevanja. Minimalna stopnja koordinacije v obliki izmenjave informacij o višini obdavčljivih dohodkov je vzpostavljena pri obdavčevanju dohodkov v obliki obresti. Na podlagi prikazanega lahko ugotovimo, da so z najnovejšo slovensko zakonodajo razlike v obdavčevanju posameznih vrst dohodkov iz kapitala za fizične osebe v veliki meri odpravljene in da so uveljavljene rešitve, ki jih poznajo tudi druge države članice EU.

SUMMARY

The paper presents the essential features and characteristics of the taxation of personal income from capital in Slovenia. For all forms of taxation of capital income (interest, dividends and capital gains) it then examines the solutions at EU level, where the principle applied is that all taxation of personal income remains the competence of the individual member-states, the solutions in bilateral double taxation avoidance agreements being taken into consideration. The minimum level of coordination in the form of the exchange of information about the amount of taxable income has been established for the taxation of interest income. On the basis of the material presented, it can be concluded that the latest Slovenian legislation has to a great extent eliminated the differences in the taxation of individual types of personal income from capital, and has applied solutions recognised in other EU member-states.

[1] Mitja Čok, Ekonomska fakulteta, Univerza v Ljubljani

1 Uvod

Namen članka je predstaviti bistvene značilnosti obdavčitve dohodkov iz kapitala za fizične osebe v RS, izpostaviti morebitne nekonsistentnosti ter prikazati rešitve iz slovenske davčne zakonodaje v kontekstu davčnih ureditev na nivoju EU oziroma po posameznih državah članicah EU.

Evropska Komisija je v svoji izjavi leta 2001 (»Tax Policy in the European Union – Priorities for the years ahead«), COM(2001), zapisala, da obdavčitev osebnih dohodkov posameznikov (personal income) ostaja v pristojnosti posameznih država članic, čeprav bi EU v prihodnosti dosegla višjo stopnjo integracije, kot je bila vzpostavljena v času izjave. Istočasno pa je Komisija izrecno izpostavila nujnost koordinacije na ravni EU zato, da bi se zaščitilo izvajanje svoboščin iz Pogodbe o Evropski uniji (Treaty freedoms) in odpravile davčne ovire za čezmejne aktivnosti. Posebej je Komisija pozvala h koordinaciji obdavčitve osebnih dohodkov, da bi se preprečilo dvojno obdavčevanje (double taxation), nenamerno neobdavčevanje (unintentional non-taxation) pri čezmejnih transakcijah ali celo čezmejno davčno izogibanje (tax evasion).

Tudi odločitve Evropskega sodišča (European Court of Justice) jasno kažejo, da se na področju osebnih davkov poudarja pomen pristojnosti posameznih držav članic in spoštovanje temeljnih načel iz Pogodbe o Evropski uniji (Treaty principles), ki se nanašajo na prosti pretok delovne sile, storitev, kapitala in svobodno gospodarsko iniciativo, pri čemer se posebej poudarja, da kakršna koli diskriminacija, neposredna ali posredna zaradi nacionalne pripadnosti, ni sprejemljiva. Taka praksa, ko se torej ne poskuša usklajevati način obdavčevanja na ravni EU, ampak se zasleduje načelo nediskriminatorne obravnave davčnih zavezancev iz različnih držav članic, se kaže tudi na primerih, kot so obdavčevanje pokojnin (Communication on the taxation of pensions, april 2001), dividend (Communication on the taxation of dividends, december 2003) in dohodkov od obresti

Struktura analize je naslednja. Uvodu sledi poglavje, ki obravnava dohodke od kapitala, kakor so določeni v slovenskem zakonu o dohodnini, nato pa sledi obravnava posameznih vrst dohodkov od kapitala v EU. V tretjem poglavju je tako predstavljena obdavčitev obresti v EU, v četrtem poglavju obdavčitev dividend in kapitalskih dobičkov v EU ter v petem poglavju drugi davki, ki jih plačujejo finančne institucije v Republiki Sloveniji. Na koncu sledi sklep.

2 Obravnava dohodkov od kapitala v Zakonu o dohodnini (ZPOD)[2]

V zakonu o dohodnini (ZDOH-2) so natančno definirani in uporabljani naslednji pojmi:

1) »Dohodek iz oddajanja premoženja v najem in prenosa premoženjske pravice«, ki vključuje najemnine in dohodek iz prenosa premoženjske pravice.
2) »Dohodek iz kapitala«, ki vključuje obresti, dividende in dobiček iz kapitala.

Najprej si na kratko poglejmo, kako je v zakon zajeto obdavčenje posameznih vrst dohodka od kapitala:

1. Dohodek iz oddajanja premoženja v najem (najemnine)
Zakon določa, da se v osnovo za dohodnino vključijo najemnine od oddajanja premičnega in nepremičnega premoženja, zmanjšane za dejanske dokazane stroške vzdrževanja premoženja, ki ohranjajo uporabno vrednost premoženja oziroma za 40% normiranih stroškov.

2. Dohodek iz prenosa premoženjske pravice
Zakon določa, da se v osnovo za dohodnino vključi dohodek iz prenosa premoženjske pravice, zmanjšan za 10% normiranih stroškov.

3. Obresti
Zakon definira naslednje vrste obresti, ki so predmet davčne obravnave: obresti od posojil, od dolžniških vrednostnih papirjev, od depozitov pri bankah in hranilnicah ter drugih podobnih finančnih terjatev do dolžnikov, dohodek od oddajanja v finančni najem, dohodek iz življenjskega zavarovanja ter dohodek, ki ga zavezanec doseže na podlagi delitve prihodkov vzajemnega sklada v obliki obresti.

Davčna osnova so dosežene obresti.
Pri finančnemu najemu je davčna osnova tisti del plačila najemodajalcu, ki ne predstavlja vračila glavnice.
Pri dohodku iz življenjskega zavarovanja je davčna osnova razlika med prejetim izplačilom in vplačilom.

Pri obrestih se ne plačuje dohodnina od:

- obresti iz naslova neupravičeno ali preveč plačanih davkov in prispevkov,
- obresti na TRR (do višine, ki velja za depozite na vpogled),
- dohodka iz življenjskega zavarovanja, ki je sklenjeno za primer smrti, in se dohodek izplača zaradi smrti osebe,

[2] Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije: Zbirka predpisov o dajatvah. Ljubljana, 2008.

- dohodka iz življenjskega zavarovanja, če pride do izplačila zavarovalne vsote po preteku desetih let od sklenitve pogodbe o življenjskem zavarovanju,
- obresti iz varčevalne pogodbe po nacionalni stanovanjski shemi, ki je sklenjena najmanj za pet let,
- 50% obresti od denacionalizacijskih obveznic,
- obresti od vplačil etažnih lastnikov v rezervni sklad, ustanovljen v skladu s Stanovanjskim zakonom.

Obresti so obdavčene s cedularno dohodnino v višini 20% (v letu 2007 so bile 15%).

Zakon določa, da so obresti na denarne depozite fizičnih oseb pri bankah in hranilnicah, ustanovljenih v skladu s predpisi v Sloveniji ali drugih držav EU obdavčene nad zneskom 1.000 EUR.

4. Dividende

Zakon določa, da se med dividende štejejo dividende in drugi dohodki, določeni na podlagi lastniškega deleža. Davčna osnova so dosežene dividende. Za obdavčitev se uporabi 20-odstotna davčna stopnja.

5. Dobiček iz kapitala (kapitalski dobiček)

Med kapital se štejejo nepremičnine, vrednostni papirji in deleži v gospodarskih družbah ter investicijski kuponi.
Davčna osnova je dobiček, izračunan kot razlika med vrednostjo kapitala pri odsvojitvi in vrednostjo pri pridobitvi, ob upoštevanju stroškov pridobitve/odsvojitve, ki jih natančno določa zakon. Kapitalska izguba, ki jo zavezanec doseže pri odsvojitvi kapitala, se v posameznem letu lahko odšteje od realiziranega kapitalskega dobička.

Pomembnejši izjemi, tj. kapitalski dobiček ni obdavčen, veljata v primeru prve odsvojitve delnic ali kapitala, pridobljenega v procesu lastninskega preoblikovanja podjetij in pri odsvojitvi stanovanja (stanovanjske hiše), kjer ima zavezanec prijavljeno stalno bivališče in je tam dejansko prebival zadnja tri leta pred odsvojitvijo, ter stanovanje odsvoji po treh letih lastništva.

V vseh preostalih primerih pa se osnovna 20-odstotna cedularna stopnja dohodnine vsakih pet let lastništva kapitala zmanjša za ¼, tj. po 20 letih lastništva kapitala, na njegovi osnovi realizirani kapitalski dobiček ni več obdavčen.

Zakon torej neenako obravnava posamezne vrste dohodkov od kapitala, in to neenako obravnavanje lahko smiselno združimo v naslednje skupine:

1. *Neenakost z vidika vključitve v »integralno« davčno osnovo in cedularne obdavčitve:*
   - dohodek iz oddajanja premoženja v najem in dohodek iz prenosa premoženjske pravice sta vključena v integralno davčno osnovo, ki je obdavčena s stopničasto progresijo in mejnimi davčnimi stopnjami 16%, 27% in 41%,
   - obresti, dividende in dobiček iz kapitala so obdavčeni s cedularno stopnjo 20%.

2. *Neenakost glede upoštevanja obdobja, v katerem so realizirani kapitalski dobički predmet davčne obravnave:*
   - stanovanje, kjer ima zavezanec dejansko stalno prebivališče; po treh letih kapitalski dobiček ni več obdavčen,
   - kapitalski dobiček, ki izvira iz drugih oblik kapitala, je enako davčno obravnavan (tj. začetna 20-odstotna cedularna davčna stopnja se vsakih pet let zniža za ¼),
   - za obdavčitev obresti se ne glede na ročnost naložbe, ki prinaša obresti, uporablja 20-odstotna cedularna davčna stopnja, kar zlasti pri dolgoročnih naložbah predstavlja bistveno večjo davčno obremenitev dohodkov v obliki obresti.

3. *Neenakost glede višine prejetega dohodka iz kapitala, ki je obdavčen:*
   - dohodek iz prenosa premoženjske pravice se vključi v »integralno« davčno osnovo, potem ko se zniža za 10% normiranih stroškov,
   - najemnine se vključijo v »integralno« davčno osnovo, potem ko se znižajo za dokazane dejanske stroške vzdrževanja premoženja ali za 40% normiranih stroškov,
   - kapitalski dobički so cedularno obdavčeni v celoti (po upoštevanju stroškov pridobitve/odsvojitve ter po eventualnem odštetju davčne izgube), s tem da se začetna 20-odstotna cedularna stopnja znižuje,
   - obresti so cedularno obdavčene v celoti, razen 50% denacionalizacijskih obresti in obresti na denarne depozite fizičnih oseb pri bankah in hranilnicah, ustanovljenih v skladu s predpisi v Sloveniji ali drugih držav EU, ki so obdavčene nad zneskom 1.000 EUR.

Pri preostalih dohodkih od kapitala, razen pri obrestih na denarne depozite fizičnih oseb pri bankah in hranilnicah, njihova absolutna velikost ni pomembna z vidika vštevanja v davčno osnovo. V davčno osnovo se vštejejo v celoti ali po eventualnem znižanju (dejanski ali 40-odstotni normirani stroški pri najemninah, 10-odstotni normirani stroški pri prenosu premoženjskih pravic, 50-odstotno znižanje pri denacionalizacijskih obrestih). Edina izjema so obresti na denarne depozite fizičnih oseb pri bankah in hranilnicah, ki so obdavčene v znesku, ki presega mejo 1.000 EUR. Z drugimi besedami, to so edina oblika dohodka iz kapitala, ki je diskriminirana z vidika absolutne višine.

Povzetek: sprejeti zakon zelo heterogeno obravnava posamezne vrste dohodkov od kapitala in s tem poleg eksplicitne cedularnosti uvaja tudi prikrito cedularnost v siceršnji koncept integralne dohodnine.

3 Obdavčitev obresti v EU

Obdavčitev obresti ureja Direktiva 2003/48/EC, ki se nanaša na urejanje obdavčitve dohodkov iz varčevanja v obliki obresti, izplačanih državljanom držav članic EU. Pred nastankom direktive, kljub številnim poprejšnjim poskusom, to področje na nivoju EU ni bilo usklajeno. Še posebno problematično je bilo vprašanje obdavčitve obresti, ki so jih državljani posameznih držav članic EU dobili izplačane v nematičnih državah, torej kot nerezidenti. Zaradi priviligiranega davčnega statusa nerezidentov v nekaterih državah članicah EU in zaradi precejšnjih razlik v načinu (in davčnih stopnjah) obdavčitve po posameznih državah članicah EU, je bilo mogoče, da so državljani z naložbami svojih prihrankov zunaj matične države svojega domicila dosegli efektivno nižjo davčno stopnjo ali pa so se plačilu davka na obresti v celoti izognili. Dodaten problem so, in delno še vedno predstavljajo tudi države nečlanice EU, ki bodisi zaradi svoje geografske bližine (npr. Švica, Andora, Monaco, San Marino) in/ali zaradi tradicionalne atraktivnosti tamkajšnjih finančnih centrov za finančne naložbe (npr. ZDA) predstavljajo pomembne destinacije, na katere se stekajo tudi prihranki iz držav članic EU. Atraktivnost teh držav za finančne prihranke iz drugih držav seveda temelji predvsem na relativno ugodnejši davčni obravnavi obresti, ki jo te države praviloma zagotavljajo nerezidentom na svojem ozemlju.

Končni (glavni) cilj Direktive o obdavčitvi obresti, kot je zapisan v preambuli same direktive, je učinkovita obdavčitev obrestnih dohodkov iz varčevanja, ki se izplačajo rezidentom posameznih držav članic (individuals resident in Member State) v drugih državah članicah, v skladu z davčnimi predpisi rezidenčne države. Za obdavčitev obresti se torej uporabljajo nacionalne davčne zakonodaje posameznih držav – direktiva sama ne pomeni poskusa uvajanja nadnacionalnih davčnih predpisov. Tako obdavčitev obresti je mogoče doseči z dosledno uveljavitvijo sistema avtomatične izmenjave informacij, prek katerega se informacije o izplačanih obrestih vsakemu posamezniku zbirajo pri davčnemu organu njegove rezidenčne države.

Direktiva 2003/48/EC pa trem državam članicam EU, tj. Belgiji, Luksemburgu in Avstriji, dodeljuje prehodno obdobje (do leta 2009) za uvedbo sistema avtomatične izmenjave informacij. Glavni razlog, ki so ga navedene tri države članice EU v pogajanjih o davčnem paketu navajale kot argument za uveljavitev pravice prehodnega obdobja, je bila tajnost podatkov o bančnih komitentih – nerezidentih pri bankah v teh državah. V prehodnem obdobju navedene tri države ne zagotavljajo informacij o izplačanih obrestih posameznim rezidentom drugih držav članic, pač pa v prehodnem obdobju za obdavčitev vseh obresti, izplačanih rezidentom drugih držav članic uporabljajo davek po odbitku s proporcionalno 15-odstotno stopnjo, ki se postopoma zvišuje. Tako zbrani davki pa ne pripadajo v celoti tem trem državam, ki jih poberejo, pač pa je bila v pogajanjih dogovorjena formula delitve, po kateri 75% zbranih davkov pripada državi, iz katere prihajajo imetniki depozitov, 25% zbranih davkov pa državi, v kateri so davki na izplačane obresti pobrani. Hkrati pa lahko vse tri države, ki so si izborile tak položaj, nemoteno in v celoti uporabljajo informacije o obrestih, izplačanih njihovim državljanom v drugih državah članicah.

V vmesnem obdobju (tj. do vstopa teh treh držav v sistem avtomatične izmenjave podatkov) obstaja določena verjetnost, da bi se del slovenskih depozitov iz razloga nižje obdavčitve prelil v te države. Delno je bila ta nevarnost zmanjšana s slovensko prehodno cedularno davčno stopnjo za obresti (v dohodnini) v višini 15% (namesto 20%), ki sovpada s 15-odstotnim davkom po odbitku v teh treh državah, in s pragom neobdavčenih obresti v višini 1.000 EUR (prag ni prehoden, ampak permanenten). Ker bodo z letom 2009 v sistem izmenjave podatkov vstopile Avstrija, Belgija in Luksemburg, bo davčni motiv za prenos slovenskih depozitov v te države odpadel. Ostane pa seveda vprašanje prenosa prihrankov v Švico ter klasična »off-shore« področja, ki so zunaj slovenske davčne jurisdikcije.

Povzetek: direktiva o obdavčitvi obresti ureja izključno področje obdavčitve obresti, ki se v posameznih državah izplačujejo nerezidentom in nikakor ne posega v nacionalne davčne predpise. Izbor načina obdavčitve in davčnih stopenj, po katerih se obdavčijo obresti, izplačane rezidentom po posameznih državah članicah EU, je torej povsem v pristojnosti nacionalnih držav. Prav zato se sheme obdavčitve obresti med državami članicami kar precej razlikujejo[3]. Z letom 2009, ko v sistem avtomatične izmenjave podatkov vstopata tudi Avstrija in Belgija, bo celotna EU pokrita s sistemom avtomatične izmenjave podatkov. Še vedno pa ostane odprto vprašanje prenosa depozitov na področja izven tega sistema.

[3] Če nekoliko posplošimo, so v uporabi trije pristopi:
1. Obdavčitev obresti z davkom po odbitku, pri katerem se obresti ne glede na znesek ali pa v znesku nad določenim pragom obdavčijo proporcionalno z enotno stopnjo (tj. cedularno). V teh primerih davek praviloma obračuna in tudi odvede izplačevalec obresti (npr. banka) ob njihovem izplačilu in je tak davek tudi dokončen.
2. Vključitev obresti kot ene od oblik dohodka od kapitala v integralno dohodninsko osnovo. V tem primeru je davčna obremenitev obresti odvisna od tega, kako visoki so skupni dohodki (obrestni in neobrestni) zavezanca in kakšne so dohodninske stopnje. Ker so v večini držav dohodninske lestvice progresivne, je posledično z vključevanjem obresti v sistem dohodnine tudi davčna obremenitev obresti progresivna.
3. Davčni zavezanec iz naslova prejetih obresti se sam odloči, ali se mu prejete obresti upoštevajo v celoti vseh prejetih dohodkov in so torej obdavčene prek dohodnine, ali pa se odloči za dokončno obdavčitev z davkom po odbitku.

4 Obdavčitev dividend in kapitalskih dobičkov v EU

4.1 Obdavčitev dividend v državah članicah EU

Obdavčitev dividend, ki so izplačane fizičnim osebam v EU ni harmonizirana, niti ne obstajajo načrti o tem, da bi Evropska komisija vzpostavila enoten sistem njihovega obdavčevanja. Kljub temu je Evropska komisija leta 2003 izdala poziv (»Communication«) »Dividend taxation of the individuals in the Internal Market«[4], v katerem poziva države članice k taki ureditvi obdavčenja dividend, ki ne bo v nasprotju z načeli razvijanja notranjega trga in ki bo preprečevala kakršne koli oblike dvojnega obdavčevanja dividend. Upoštevajoč dejstvo, da imajo države članice za svoje rezidente vzpostavljen sistem, ki preprečuje dvojno obdavčevanje dividend, se z vidika nediskriminatorne obravnave dividend pojavljata dva problema:

- možnost, da bi bile dividende, izplačane v drugih državah članicah, z vidika posameznega rezidenta obdavčene bolj kot dividende, izplačane v državi rezidenta,
- možnost, da bi bile dividende, ki se izplačajo rezidentom drugih držav članic, obdavčene bolj kot dividende, izplačane rezidentom.

Na omenjene težave pri obdavčevanju dividend v EU je bilo opozorjeno že v t. i. Rudingovem poročilu »Ruding report« (1992), kjer je bilo izrecno opozorjeno na to, da diskriminatorno obdavčevanje dividend lahko ovira pretok kapitala med državami članicami in vodi v fragmentacijo kapitalskega trga v EU. Preprečitev diskriminatornih praks pri obdavčevanju dividend bi tako zagotovila povečanje konkurenčnosti na finančnih trgih EU, prispevala k večji likvidnosti trgov, k racionalnejši alokaciji kapitala in večjim možnostim izbire investitorjev, kar vse so tudi cilji iniciative FSAP (Financial Services Action Plan). V praksi se težave ne pojavljajo zaradi samega dvojnega obdavčevanja dividend, ki ga večina držav preprečuje ali vsaj omili z uporabo sistema imputacije (imputation system) ali cedularnega sistema, pač pa lahko resen problem predstavlja drugačna davčna obravnava domačih dividend v primerjavi z dividendami, ki so izplačane v tujino (outbound dividends), ali dividend, ki jih rezidenti prejmejo od izplačevalcev v tujini (inbound dividends).

Izhajajoč iz poziva Evropske komisije, naj bi se torej države članice odločale za ustrezno koordinacijo pri obdavčevanju dividend. Pri tem je pomembno, da vsaka država članica ne obdavči dividend, ki prihajajo v državo (inbound dividends), bolj kot so obdavčene domače dividende. Podobno velja za dividende, ki odhajajo iz države (outbound dividends), saj te ne smejo biti bolj obdavčene kot domače dividende. Upoštevanje teh dveh pravil naj bi zagotavljalo ohranjanje mobilnosti kapitala med državami članicami EU, nemoten razvoj trga kapitala in optimalno alokacijo kapitala na notranjem trgu EU.

4.2 Obdavčitev kapitalskih dobičkov v državah članicah EU

Tudi obdavčitev kapitalskih dobičkov v državah članicah EU ni poenotena oziroma harmonizirana, kar pomeni, da na ravni EU ne obstajajo predpisi, ki bi urejali bodisi davčno stopnjo bodisi davčno osnovo pri obdavčevanju kapitalskih dobičkov, doseženih v članicah EU. To pomeni, da je obdavčitev kapitalskih dobičkov urejena z nacionalnimi davčnimi zakonodajami posameznih držav članic, problem dvojne obdavčitve pa se razrešuje s podpisom meddržavnih sporazumov o izogibanju dvojne obdavčitve dohodkov in premoženja, ki jih države članice sklepajo na bilateralni osnovi.

Prav zaradi take ureditve so razlike pri obdavčevanju kapitalskih dobičkov med državami članicami EU relativno velike, saj se (lahko) razlikujejo opredelitve davčnih osnov ter način določanja in same višine davčnih stopenj. Kapitalski dobički so tako obdavčeni v večini držav članic. Pri neposredni primerjavi sistemov obdavčenja kapitalskih dobičkov v različnih državah članicah izstopata dve značilnosti, prek katerih skušajo države z načinom obdavčenja dosegati tudi določene makroekonomske učinke, in ne gre samo za pobiranje davkov zato, da bi se polnil državni proračun. Prva od teh značilnosti je, da se pogosto loči obdavčevanje kratkoročno doseženih kapitalskih dobičkov od dolgoročno doseženih, s čimer se poskušajo spodbujati dolgoročnejše naložbe in/ali poskuša omejevati kratkoročno špekuliranje. Druga od značilnosti pa se nanaša na favoriziranje naložb v vrednostne papirje domačih izdajateljev oziroma vrednostne papirje, ki kotirajo na domačih borzah vrednostnih papirjev. Omenjene posebnosti so vidne v preglednici, ki je predstavljena v tabeli.

Pomembna razlika med državami članicami EU se kaže tudi v načinu obdavčevanja kapitalskih dobičkov, kjer sta uveljavljena dva različna pristopa:

- Obdavčevanje kapitalskih dobičkov v sklopu integralne dohodnine. V tem primeru je neposredna primerjava davčne obremenitve kapitalskih dobičkov lahko samo približna, saj so zlasti v primeru progresivnih dohodninskih

[4] Commission of the European Communities: »Communication from the Commission to the Coucil, the European Parliament and the European Economic and Social Committee: Dividend Taxation of Individuals in the Internal Market«, COM(2003) 810, Brussels, 19.12.2003.

lestvic dejansko aplicirane stopnje pri zavezancih zelo različne, poleg tega pa zavezanci svoje individualne davčne obremenitve znižujejo tudi z dohodninskimi olajšavami.

– Cedularno obdavčevanje kapitalskih dobičkov. Ta način obdavčenja načeloma zagotavlja večjo preglednost in primerljivost obdavčitev kapitalskih dobičkov in je praviloma tudi bistveno enostavnejši od obdavčenja v sklopu integralne dohodnine.

Tabela 1: Obdavčitev kapitalskih dobičkov državah članicah EU

Država	Davek na kratkoročni kapitalski dobiček		Davek na dolgoročni kapitalski dobiček
	Obdobje (v letih)	Stopnja	
Avstrija	1	50	0
Belgija	5	33[1]	0
Bolgarija	---	24	24
Ciper	---	0	0
Češka	0.5	32	0
Danska	3	28[2]	0[3]
Estonija	---	24	24
Finska	---	28	28
Francija	---	0[4]	0
Grčija	---	5[5]	5
Irska	---	20	20
Italija	1	12,5	12,5
Latvija	---	0	0
Litva	1	15	0[6]
Luksemburg	---	38	38
Madžarska	---	25	25
Malta	---	35[7]	35
Nemčija	1	42[8]	0
Nizozemska	---	0	0
Poljska	---	19	19
Portugalska	1	10	0
Romunija	---	16	16
Slovaška	---	19	19
Slovenija	5	20	0
Španija	1	45	15
Švedska	---	30	30
Velika Britanija	---	40[9]	40[10]

Vir: European Tax Handbook, 2006; Income Tax Rates Worldwide, 2006; Golob, 2006

Opombe k tabeli 1:

1 Za kapitalske dobičke, dosežene s prodajo vrednostnih papirjev, ki kotirajo na nacionalni borzi, velja 0-odstotna stopnja.

2 Za kapitalske dobičke do zneska 5.700 EUR velja 28-odstotna davčna stopnja, za kapitalske dobičke nad tem zneskom pa 43-odstotna davčna stopnja.

3 Kadar tržna vrednost prodanih delnic preseže 18.200 EUR, veljajo enake davčne stopnje kot za davek na kratkoročni kapitalski dobiček.

4 Za kapitalske dobičke nad zneskom 15.000 EUR velja 16-odstotna davčna stopnja, ki se uporabi za kratkoročne in dolgoročne kapitalske dobičke.

5 Za dobiček, realiziran s prodajo vrednostnih papirjev, ki kotirajo na nacionalni borzi, je davčna stopnja 0-odstotna, pri kapitalskem dobičku, doseženem pri prodaji vseh drugih vrednostnih papirjev, pa je davčna stopnja 5-odstotna.

6 Nič odstotna davčna stopnja velja, kadar ima davčni zavezanec vrednostne papirje v lasti več kot 1 leto in ima hkrati v lasti manj kot 10% kapitala družbe.

7 Za kapitalske dobičke, dosežene s prodajo vrednostnih papirjev, ki kotirajo na nacionalni borzi vrednostnih papirjev, velja davčna stopnja 0%.

8 Pri obdavčitvi kratkoročnih in kapitalskih dobičkov iz naslova pretežnih lastniških deležev je obdavčena samo polovica kapitalskega dobička.

9 Delež doseženega kapitalskega dobička, ki se upošteva kot davčna osnova, se z leti postopoma znižuje. Prvi dve leti se v osnovo vključuje 100% doseženega kapitalskega dobička, tretje leto 95%, četrto leto 90%, peto leto 85%, od šestega leta naprej pa samo 80% doseženega kapitalskega dobička.

10 Če je zavezanec vsaj tri leta lastnik vrednostnih papirjev podjetij, ki jih določi država, velja 10-odstotna davčna stopnja.

Povzetek: obdavčitev dividend in kapitalskih dobičkov, podobno kot obdavčitev obresti, ni harmonizirana na ravni EU, kar pomeni, da se za obdavčitev teh dveh vrst dohodkov od kapitala, doseženih v EU, uporabljajo nacionalne davčne

zakonodaje posameznih držav članic. V primerjavi z obdavčitvijo obresti, kjer je bil vzpostavljen sistem avtomatične izmenjave informacij, za obdavčitev dividend in kapitalskih dobičkov tak sistem ni bil vpeljan. Obdavčitev se izvede v skladu z nacionalno zakonodajo vsake države posebej, ob tem pa se upoštevajo tudi določila meddržavnih sporazumov o izogibanju dvojnega obdavčevanja.

5 Drugi davki, ki jih plačujejo finančne institucije (ZPOD)[5]

Davek na dodano vrednost (DDV)

Slovenski DDV je v celoti usklajen s šesto smernico EU, zato je tudi obdavčitev finančnih podukov primerljiva z drugimi članicami EU. Med promet, ki je oproščen DDV, so tako vključeni:
- Zavarovalni in pozavarovalni posli, vključno s povezanimi storitvami, ki jih opravljajo zavarovalniški posredniki in zastopniki.
- Finančne storitve (odobravanje in upravljanje kreditov, storitve v zvezi z upravljanjem depozitov, hranilnih vlog, bančnih računov, opravljanjem plačilnega prometa, promet z delnicami in drugimi vrednostnimi papirji, upravljanje z investicijskimi skladi itd.).
- Dobava zlata Banki Slovenije.

S standardno 20-odstotno stopnjo pa so obdavčene druge storitve, ki jih opravljajo banke, npr. oddajanje sefov.

Davek od prometa zavarovalnih poslov

Davek se plačuje od opravljenih zavarovalnih poslov premoženjskega in osebnega zavarovanja, osnova je zavarovalna premija, ki se plačuje na podlagi zavarovalne pogodbe. Davek pa se ne plačuje od:
- obveznih pokojninskih, invalidskih in zdravstvenih zavarovanj,
- osebnih (zdravstvenih, nezgodnih in življenjskih zavarovanj), pri katerih zavarovalno razmerje ni krajše od 10 let,
- zavarovanj, ki krijejo nevarnosti zunaj območja RS,
- pozavarovanj.

Davčna stopnja je 6,5-odstotna. Davčni zavezanci so zavarovalnice in druge pravne osebe, ki opravljajo zavarovanje na območju RS. Z vidika finančnih institucij je predvsem pomembno, da dolgoročna življenjska zavarovanja, ki predstavljajo pomemben finančni produkt, s tem davkom niso obdavčena.

Davek od dohodkov pravnih oseb

Davčni zavezanec je pravna oseba domačega prava (davčni rezident), in sicer za davek od vseh dohodkov, ki imajo vir v RS ali zunaj RS. Zavezanec je tudi pravna oseba tujega prava (davčni nerezident) za davek od dohodkov, ki imajo vir v Sloveniji.

Davčna stopnja se z začetnih 25% potopoma znižuje h končni vrednosti 20%, ki bo doseževa v letu 2010 (23% v letu 2007, 22% v letu 2008 in 21% v letu 2009), ter bo med nižjimi z zakonom predpisanimi stopnjami v EU.

Hkrati pa veljajo izjeme, saj so investicijski skladi, ki do 30. novembra razdelijo najmanj 90% poslovnega dobička prejšnjega davčnega obdobja, obdavčeni po stopnji 0%. Po stopnji 0% so obdavčeni tudi pokojninski skladi in zavarovalnice v tistem delu poslovanja, ki se nanaša na izvajanje pokojninskega načrta.

Pri ugotavljanju davčne osnove se kot odhodek prizna 50% oblikovanih rezervacij (za dana jamstva, pokojnine, jubilejne nagrade, odpravnine ob upokojitvi), pri bankah, borznoposredniških družbah in zavarovalnicah pa v celoti do višine, ki jo predpisujejo zakon o bančništvu, trgu vrednostnih papirjev oziroma zavarovalništvu.

Z vidika finančnih institucij je pri aktualnem sistemu davka od dohodkov pravnih oseb vprašljivo področje 15% davka po odbitku (»davčnega odtegljaja«) pri izplačilu obresti v tujino. Zakon namreč določa, da se pri izplačilu dividend in dividendam podobnih dohodkov, obresti (razen obresti, ki jih izplača RS, zanje jamči RS, ter obresti, ki jih banke plačujejo drugim bankam in finančnim institucijam), plačil za uporabo premoženjskih pravic, zakupnin itd., plača davčni odtegljaj po stopnji 15%. Davčni odtegljaj se ne plača, kadar gre za izplačila RS, občini, Banki Slovenije, zavezancu rezidentu, ki sporoči svojo davčno številko, ter zavezancu nerezidentu, kadar gre za izplačila njegovi poslovni enoti v RS ter sporoči svojo davčno številko. Če je v mednarodnih pogodba določena nižja stopnja od 15%, se ta lahko uporabi.

Davek se ne odtegne, kadar gre za izplačila dividend, obresti ali plačil za uporabo premoženjskih pravic podjetjem, za katere se uporablja skupen sistem obdavčenja, ki velja za odvisne družbe iz različnih držav EU. Osnovni pogoj za to je, da je prejemnik vsaj 24 mesecev lastnik najmanj 10-odstotnega deleža v kapitalu ali glasovalnih pravicah družbe

[5] Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije: Zbirka predpisov o dajatvah. Ljubljana, 2008.

izplačevalke v primeru dividend in 25-odstotnega deleža v primeru obresti ali premoženjskih pravic. S tem so v slovensko zakonodajo uvedene vsebine Direktive 90/435/EEC in Direktive 2003/49/EC, katerih namen je odpraviti dvojne obdavčitve pri izplačilih med povezanimi družbami.

Problem oziroma nejasnost je pri plačilih obresti na obveznice, ki so izdane v tujini in pri katerih banka običajno ne pozna končnega prejemnika oziroma upravičenega lastnika obresti. Zato se banke lahko izogibajo izdajam obveznic, kolikor je to mogoče, vendar se lahko kljub temu znajdejo v situaciji, ko so možnosti dodanega kreditnega zadolževanja izčrpane in so prisiljene v davčno neugodno izdajo obveznic.

Povzetek: z vidika treh davkov, ki so na kratko obravnavani, je z vidika nevtralnosti do finančnih institucij vprašljiva predvsem implementacija določila o 15-odstotnem davčnem odtegljaju.

Sklep

RS je z zadnjo reformo dohodnine, tj. novim zakonom, ki velja od 1. januarja 2007 naprej, v veliki meri zmanjšala neenako davčno obravnavo posameznih vrst dohodkov iz kapitala, saj so obresti, dividende in kapitalski dobički obdavčeni s cedularno 20-odstotno davčno stopnjo. V integralno dohodnino pa so še vedno vključene najemnine. Ob upoštevanju še preostalih posebnosti, ki veljajo pri posameznih vrstah dohodkov od kapitala (časovna obdobja, normirani stroški ipd.), vidimo, da dohodninski sistem ni popolnoma davčno nevtralen do vseh vrst dohodkov od kapitala.

Čeprav v EU obstajajo razlike pri dohodninski obravnavi obresti, sistem avtomatične izmenjave podatkov, v katerega bodo z letom 2009 vstopile vse članice EU, odpravlja mednarodno davčno diskriminacijo znotraj EU. Še vedno pa ostane odprto vprašanje prenosa sredstev zunaj EU v okolja, ki niso dosegljiva domači davčni zakonodaji. Po drugi strani podobna rešitev ne obstaja za dividende in kapitalske dobičke, saj je mednarodni vidik njihove obdavčitve primarno zajet prek sporazumov o izogibanju dvojne obdavčitve, in zato so naložbe, ki prinašajo dividende in kapitalske dobičke za domače finančne institucije, bolj »izmuzljive« od naložb, ki prinašajo obresti. Kljub vsemu lahko zaključimo, da slovenski sistem dohodnine domačim finančnim institucijam ni nenaklonjen, saj zagotavlja mednarodno primerljivo davčno obravnavo dohodkov iz kapitala na ravni dohodnine.

Tudi drugi pomembnejši davki, ki jih plačujejo slovenske finančne institucije: DDV, davek od dohodkov pravnih oseb in davek od prometa zavarovalnih poslov, ne odstopajo od mednarodne prakse. Med njimi velja omeniti implementacijo 15-odstotnega davčnega odtegljaja pri davku od dohodkov pravnih oseb, kjer je treba zakonodajo popraviti na način, ki bo slovenskim bankam omogočal mednarodno enakopraven položaj.

Literatura

Commission of European Communities: Communication from the Commission to the Council, the European Parliament and the European Economic and Social Committee. Dividend taxation of individuals in the Internal Market, COM(2003) 810, Brussels, 19.12.2003.

Commission of European Communities: Communication from the Commission to the Council, the European Parliament and the European Economic and Social Committee. Tax policy in the European Union - Priorities for the years ahead, COM(2001) 260, Brussels, 23.5.2001.

Commission of European Communities: Communication from the Commission to the Council, the European Parliament and the European Economic and Social Committee. The elimination of tax obstacles to the cross-border provision of occupational pensions, COM(2001) 214, Brussels, 19.4.2001.

Council Directive 2003/48/EC of June 3 2003 on taxation of savings income in the form of interest payments. Official Journal of the European Union, 26. 6. 2003.

Council Directive 2003/49/EC of 3 June 2003 on a common system of taxation applicable to interest and royalty payments made between associated companies of different Member States. Official Journal of the European Union, 26. 6. 2003.

Council Directive 90/435/EEC of 23 July 1990 on the common system of taxation applicable in the case of parent companies and subsidiaries of different Member States.

European Commission, Taxation and Customs Union, http://ec.europa.eu/taxation_customs/

European Financial Services Forum (2002): Taxation of financial services in the European Union, www.epfst.org

European Tax Handbook, International Bureau of Fiscal Documentation (IBFD), Amsterdam, 2006.

Golob N. (2006): »Obdavčitev kapitalskih dobičkov in agentski stroški«, Diplomsko delo, Ekonomska fakulteta v Ljubljani.

Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije: Zbirka predpisov o dajatvah. Ljubljana, 2008.