

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

MAGISTRSKO DELO

**UPORABA IZVEDENIH FINANČNIH INSTRUMENTOV ZA
ZAVAROVANJE VALUTNEGA TVEGANJA V SLOVENSKIH
DEPOZITNIH FINANČNIH INSTITUCIJAH**

ERMINA BAJUK

Ljubljana, maj 2005

IZJAVA

Študentka Ermina Bajuk izjavljam, da sem avtorica tega magistrskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom doc. dr. Silve Deželan, in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

Ljubljana, maj 2005

Podpis:_____

KAZALO

1 UVOD	1
1.1 <i>Oprelitev problematike in namen dela</i>	1
1.2 <i>Cilji, metode proučevanja in zasnova magistrskega dela</i>	3
2 VALUTNO TVEGANJE	5
2.1 <i>Oprelitev valutnega tveganja</i>	7
2.2 <i>Vrste valutnega tveganja</i>	8
2.2.1 Transakcijsko tveganje.....	8
2.2.2 Ekonomsko tveganje	9
2.2.3 Prenosno tveganje	10
2.3 <i>Instrumenti zaščite pred valutnim tveganjem</i>	10
3 ZAVAROVANJE PRED VALUTNIM TVEGANJEM Z IZVEDENIMI FINANČNIMI INSTRUMENTI	12
3.1 <i>Opcije</i>	14
3.1.1 Dejavniki, ki vplivajo na vrednost opcij	15
3.1.2 Uporaba opcij	16
3.1.3 Trgovanje z opcijami	18
3.1.4 Primeri uporabe valutnih opcij.....	20
3.1.5 Slovenski trg opcij	21
3.2 <i>Terminske pogodbe</i>	22
3.2.1 Trgovanje s terminskimi pogodbami	23
3.2.2 Primeri uporabe terminskih pogodb.....	26
3.2.3 Slovenski trg terminskih pogodb	26
3.3 <i>Terminski posli</i>	27
3.3.1 Primeri uporabe terminskih poslov	28
3.3.2 Slovenski trg terminskih poslov.....	30
3.4 <i>Zamenjave</i>	30
3.4.1 Primeri uporabe valutnih zamenjav	31
3.4.2 Slovenski trg zamenjav	33
3.5 <i>Primerjava izvedenih finančnih instrumentov</i>	34
4 OSNOVNE ZNAČILNOSTI TRGA IZVEDENIH FINANČNIH INSTRUMENTOV IN UPORABA SLEDNJIH V SVETU	37
4.1 <i>Pogoji za učinkovit trg izvedenih finančnih instrumentov</i>	37
4.2 <i>Udeleženci trga izvedenih finančnih instrumentov</i>	38
4.3 <i>Trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti po svetu</i>	39
4.3.1 Trgovanje z valutnimi izvedenimi instrumenti	44
5 UVOD V RAZISKAVO	46
5.1 <i>Finančne institucije v Sloveniji in nasploh</i>	46
5.1.1 Depozitne finančne institucije.....	47
5.1.2 Depozitne in druge finančne institucije v Sloveniji	48
5.2 <i>Uporaba izvedenih finančnih instrumentov v Sloveniji</i>	51

5.3	<i>Izbrana metoda analize uporabe izvedenih finančnih instrumentov v Sloveniji</i>	52
5.3.1	Vzorec in metodologija	52
5.3.2	Prednosti in slabosti izbrane metode raziskave	53
6	ANALIZA UPORABE IZVEDENIH FINANČNIH INSTRUMENTOV V DEPOZITNIH FINANČNIH INSTITUCIJAH V SLOVENIJI	54
6.1	<i>Depozitne finančne institucije v Sloveniji, ki ne uporabljajo izvedenih finančnih instrumentov</i>	54
6.2	<i>Depozitne finančne institucije v Sloveniji, ki uporabljajo izvedene finančne instrumente</i>	59
6.2.1	Splošne lastnosti uporabnikov izvedenih finančnih instrumentov	59
6.2.2	Zneski, ki jih banke zavarujejo za svoj račun ali za račun svojih klientov	61
6.2.3	Klienti bank	62
6.2.4	Izvedeni finančni instrumenti in njihova uporaba v bankah	65
6.2.4.1	<i>Struktura premoženja izvedenih finančnih instrumentov</i>	65
6.2.4.2	<i>Vrednotenje izvedenih finančnih instrumentov</i>	67
6.2.4.3	<i>Zaščita valutnih izpostavljenosti</i>	68
6.2.5	Prednosti in slabosti uporabe izvedenih finančnih instrumentov	69
6.2.6	Terminske borze, na katerih banke poslujejo	71
6.2.7	Obseg in valutna struktura transakcij na deviznih trgih	72
6.3	Povzetek najpomembnejših rezultatov raziskave	74
7	SKLEP	75
	LITERATURA	79
	VIRI	81
	PRILOGE	
	SLOVAR TUJIH IZRAZOV	

SEZNAM SLIK IN TABEL:

Slika 1:	Shematičen prikaz primera vzporednega posojila	12
Slika 2:	Diagram dobička/izgube kupca in prodajalca nakupne opcije.	17
Slika 3:	Diagram dobička/izgube kupca in prodajalca prodajne opcije.....	17
Slika 4:	Gibanje tečaja EUR/USD, v obdobju oktober 2003 – december 2004 na CME borzi.....	29
Slika 5:	Prikaz valutne zamenjave	32
Slika 6:	Obseg trgovanja z valutnimi zamenjavami v letu 2004 po posameznih mesecih (v milijardah SIT)	33
Slika 7:	Gibanje števila pogodb z izvedenimi instrumenti po svetu v obdobju 2001 2003	39
Slika 8:	Gibanje števila opsijskih pogodb po svetu v obdobju od leta 1973 do 2003 (v milijonih)	40
Slika 9:	Obseg trgovanja (število pogodb v milijonih) z izvedenimi finančnimi instrumenti v desetih vodilnih svetovnih borzah v letu 2002	41
Slika 10:	Trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti po geografskih območjih v letu 1994 (levi graf) in 2002 (desni graf).....	43
Slika 11:	Število sklenjenih pogodb v milijonih in letne stopnje rasti trgovanja z valutnimi izvedenimi finančnimi instrumenti v svetu v letih 2001–2003	44
Slika 12:	Stopnje rasti števila trgovanih pogodb z valutnimi izvedenimi finančnimi instrumenti v posameznih borzah v letu 2003 (glede na leto 2002 v %).....	45
Slika 13:	Delitev finančnih institucij.....	46
Tabela 1:	Kotacije opcij na CME, 8. november 2004	19
Tabela 2:	Primeri terminskih pogodb, vezanih na kmetijske proizvode na CBOT	24
Tabela 3:	Kotacije terminskih pogodb na evro na CME 23. novembra 2004	25
Tabela 4:	Pogodbene valute in vrednosti terminskih pogodb na CME	25
Tabela 5:	Struktura bilančne vsote slovenskega finančnega sistema v obdobju 1997– 2003	48
Tabela 6:	Število finančnih institucij v Sloveniji v obdobju 1997 do 2003	49
Tabela 7:	Razlogi za neuporabo izvedenih finančnih instrumentov.....	55
Tabela 8:	Slabosti uporabe izvedenih finančnih instrumentov.....	57
Tabela 9:	Prednosti uporabe izvedenih finančnih instrumentov.....	58
Tabela 10:	Načini zavarovanja valutnega tveganja	58
Tabela 11:	Leto uvedbe izvedenih finančnih instrumentov v slovenskih bankah	59
Tabela 12:	Število zaposlenih, ki se ukvarjajo z izvedenimi finančnimi instrumenti v bankah.....	60
Tabela 13:	Zneski, ki jih banke zavarujejo za svoj račun s pomočjo izvedenih finančnih instrumentov	61
Tabela 14:	Zneski, ki jih banke zavarujejo za račun svojih klientov s pomočjo izvedenih finančnih instrumentov.....	62
Tabela 15:	Gibanje števila klientov bank na deviznih trgih v zadnjih desetih letih	63

Tabela 16: Klienti bank, ki uporabljajo izvedene finančne instrumente za zavarovanje valutnega tveganja.	64
Tabela 17: Povprečen odstotek udeležencev na deviznih trgih	64
Tabela 18: Primerjava uporabe izvedenih finančnih instrumentov v bankah med letoma 2003 in 2004	65
Tabela 19: Uporaba valutnih izvedenih finančnih instrumentov v slovenskih bankah.	65
Tabela 20: Pogostost vrednotenja portfelja izvedenih finančnih instrumentov v bankah	67
Tabela 21: Viri vrednotenja izvedenih finančnih instrumentov	68
Tabela 22: Pogostost zaščite valutnih izpostavljenosti.....	68
Tabela 23: Najpogosteje uporabljen izvedeni finančni instrument za zaščito valutnih izpostavljenosti	69
Tabela 24: Prednosti uporabe izvedenih finančnih instrumentov.....	70
Tabela 25: Slabosti uporabe izvedenih finančnih instrumentov.....	71
Tabela 26: Obseg transakcij na promptnih in terminskih deviznih trgih v slovenskih bankah v obdobju 1992–2003.....	73
Tabela 27: Valutna struktura transakcij anketiranih bank na trgu izvedenih finančnih instrumentov v obdobju 1994–2003 (v %)	74

1 UVOD

Problematika pričujočega magistrskega dela je valutno tveganje in instrumenti za njegovo zavarovanje. Instrumentov za zavarovanje valutnega tveganja je več. V pričujoči nalogi bodo v ospredju izvedeni finančni instrumenti, kot oblika zavarovanja valutnega tveganja. Uporaba izvedenih finančnih instrumentov je v svetu v naraščajočem trendu, česar pa v zadnjih letih tega ne moremo trditi tudi za Slovenijo. V Sloveniji uporaba izvedenih finančnih instrumentov v preteklih letih ni bila ravno obetavna, zato je tudi namen naloge analizirati uporabo izvedenih finančnih instrumentov v slovenskih depozitnih institucijah, bolje rečeno v bankah. Cilj je podati v kolikšni meri slovenske depozitne finančne institucije uporabljajo izvedene finančne instrumente za zavarovanje valutnega tveganja. V zvezi s tem bodo podane hipoteze magistrske naloge ter metode, ki so bile uporabljene pri preučevanju.

1.1 *Opredelitev problematike in namen dela*

Po razpadu brettonwoodskega sistema v sedemdesetih letih ter z uvedbo sistema drsečih deviznih tečajev je prišlo do povečane tečajne nestabilnosti in s tem tudi do povečanega valutnega tveganja. Tečajna nestabilnost ter visoke stopnje valutnega tveganja nista bili značilni samo za podjetja, ki so poslovala na mednarodnih trgih, vendar tudi podjetja, ki so poslovala na nacionalnih trgih. Nepredvidljiva nihanja deviznih tečajev so povzročila, da se je večina podjetij in bank začela srečevati z neugodnimi nihanjem v svojem premoženju, z drugimi besedami povedano je to za mnoga podjetja pomenilo soočenje s potencialnimi velikimi izgubami, ki so izvirale iz spremembe vrednosti aktive in pasive tuje valute. Ravno ta nihanja tečajev ter obrestnih mer so povzročili negotovost v poslovnem svetu. To je mnogim bankam in podjetjem, dalo misliti kako se zaščititi pred tovrstnim tveganjem. Tako so bile spremembe na mednarodnih finančnih trgih v zadnjih treh desetletjih vzrok za nastanek mnogih instrumentov za uspešno obvladovanje tveganj.

Mnoge banke in podjetja so svojo izpostavljenost valutnemu tveganju odločile zavarovati s pomočjo izvedenih finančnih instrumentov. Ime izvedenih finančnih instrumentov izhaja iz same definicije in sicer, da predstavljajo pogodbo, katere vrednost je izvedena ali odvisna od cene osnovnega instrumenta. Osnovi instrumenti so lahko: tuja valuta, vrednostni papir, blago, višina obrestne mere, tržnega indeksa. Če govorimo o izvedenih finančnih instrumentih, ki veljajo za tujo valuto, pa je osnova cena tuje valute. Izvedeni finančni valutni instrumenti omogočajo omejevanje izpostavljenosti tveganju spremembe deviznih tečajev. V splošnem jih lahko razdelimo na finančne terminske pogodbe (angl. futures), terminske posle (angl. forwards), opcije (angl. options) in zamenjave (angl. swaps). Zamenjave so se pojavile v začetku osemdesetih let, zato jih uvrščamo med novejšje izvedene finančne instrumente.

V Zakonu o bančništvu, so izvedeni finančni instrumenti definirani kot pravice ali obveznosti, katerih vsebina v zvezi z vrednostjo posredno ali neposredno odvisna od cene vrednostnega papirja, tuje valute ali blaga, višine obrestne mere ali indeksa oziroma ocene kreditne sposobnosti ali podobnih spremenljivk, ki ne zahteva začetne čiste finančne naložbe ali zahteva le majhno začetno čisto finančno naložbo in ki se poravnava v prihodnosti.¹

Poznamo izvedene finančne instrumente prve generacije, v katere uvrščamo finančne terminske pogodbe, terminske posle, opcije in zamenjave, pri katerih je osnova dogajanje, ali cena na promptnem trgu. Pri izvedenih finančnih instrumentih druge generacije so osnova izvedeni finančni instrumenti prve generacije (opcije na finančne terminske pogodbe). Poleg omenjenih že nastajajo novi – morda instrumenti naslednjih generacij. Te včasih označujemo kot hibridne, eksotične, strukturirane (Ribnikar, 1996, str. 53).

Veselinovič (1998, str. 62–64) vidi vzroke za razvoj finančnih inovacij, predvsem pa za razvoj izvedenih finančnih instrumentov, ob spremenljivosti cen osnovnih instrumentov, tudi v inflaciji, razvoju informacijske tehnologije, povečanju znanja udeležencev globalnega finančnega trga in večanju splošne učinkovitosti trgov, mednarodni konkurenčnosti finančnih institucij, v selitvi pozornosti od finančnega posredovanja k finančnemu trgovanju ter v hitrem razvoju svetovnega monetarnega sistema.

Trgovanje s finančnimi izvedenimi instrumenti ali terminskimi instrumenti predstavlja eno izmed vodilnih dejavnosti v poslovnem svetu na mednarodni ravni. Kljub majhnosti finančnega prostora pa so se v Sloveniji že izvajali poskusi uvedbe trga izvedenih finančnih instrumentov. Uporaba le-teh v Sloveniji v prejšnjih letih po narejenih raziskavah ni bila ravno obetavna. Do leta 1995 so se v Sloveniji s terminskim poslovanjem nekoliko ukvarjale le banke. Prvi poskusi uvedbe terminskega trgovanja so se zgodili z odprtjem blagovne borze v januarju leta 1994. Ta se je zaradi visokih stroškov in slabega upravljanja znašla v težavah, ki so povzročile njeno zaprtje. Nato je Ljubljanska borza leto pozneje ustanovila Terminsko borzo Ljubljana, ki tudi ni obrodila sadov, saj so jo zaradi majhnega obsega poslovanja zamrznili. Za njeno ponovno oživitev, ali bolj za oživitev terminskega trgovanja, pa se zavzemajo predvsem banke.

Nekatere banke pri svojem poslovanju v Sloveniji ne uporabljajo izvedenih finančnih instrumentov. Za opravljanje tovrstne dejavnosti morajo imeti dovoljenje Banke Slovenije za opravljanje dodatnih finančnih storitev, med katere uvrščamo med drugim izvedene finančne instrumente. Katere pogoje mora izpolniti banka za pridobitev dovoljenja za opravljanje dodatnih finančnih storitev, je tudi vprašanje, na katerega želi raziskava odgovoriti.

Namen pričujoče magistrske naloge je prikazati, kako depozitne finančne institucije v Sloveniji uporabljajo izvedene finančne instrumente, in ugotoviti, kakšne prednosti/slabosti depozitne

¹ Zakon o spremembah in dopolnitvah Zakona o bančništvu (Zban-B), Uradni list RS, št. 55/03.

finančne institucije vidijo v uporabi izvedenih finančnih instrumentov. Dejansko imajo izvedeni finančni instrumenti, tako kot ponujajo določene prednosti ob njihovi uporabi, tudi nekatere slabosti. Katere prednosti in slabosti vidijo nekateri avtorji v uporabi izvedenih instrumentov bom povzela v teoretičnem delu naloge. V empiričnem delu pa bom skušala ugotoviti, katere prednosti in slabosti vidijo naše banke v uporabi izvedenih finančnih instrumentov.

Pri institucijah, ki ne uporabljajo izvedenih finančnih instrumentov v svojem poslovanju, pa sem skušala ugotoviti, ali je edini razlog za neuporabo pomanjkanje dovoljenja Banke Slovenije za opravljanje dodatnih finančnih storitev ali pa so za neuporabo krivi nekateri drugi razlogi, kot je pomanjkljivo znanje o izvedenih finančnih instrumentih.

1.2 Cilji, metode proučevanja in zasnova magistrskega dela

Cilj pričujoče magistrske naloge je ugotoviti, v kolikšni meri depozitne finančne institucije v Sloveniji uporabljajo izvedene finančne instrumente za zavarovanje valutnih tveganj. Nekatere od bank so že trgovale z izvedenimi finančnimi instrumenti in so že začele ponujati te storitve tudi svojim komitentom. Namen magistrskega dela je tudi ugotoviti, katere instrumente uporabljajo za zaščito valutnega tveganja, v kolikšni meri in kolikšne zneske zavarujejo za svoj račun ali za račun svojih strank ter kako se je obseg poslovanja z izvedenimi finančnimi instrumenti spreminjal v zadnjem desetletju. Cilj naloge je med drugim tudi ugotoviti, kdo so komitenti, ki zavarujejo svojo izpostavljenost valutnemu tveganju s pomočjo izvedenih finančnih instrumentov (ali so to velika, srednja, mala podjetja ali samostojni podjetniki ter fizične osebe). Ali se tisti, ki uporabljajo te instrumente pojavljajo na deviznih trgih le kot arbitražniki, zavarovanci ali kot špekulanti? Glede na to, da bil je ameriški dolar v mednarodnih financah med vodilnimi valutami, je cilj moje naloge tudi podati valutno strukturo trgovanja v zadnjih letih v Sloveniji.

V Sloveniji imamo finančne institucije, ki se zelo dobro zavedajo, da je trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti v svetu ena vodilnih dejavnosti ter da je slovenski prostor ob tem vprašanju še vedno ni dovolj razvit. Same vlagajo veliko energije v to dejavnost, na drugi strani pa obstajajo finančne institucije, ki ne uporabljajo izvedenih finančnih instrumentov za zavarovanje svojih tveganj. Zakaj nekatere od teh institucij v svojih dejavnostih nimajo niti omenjenih izvedenih finančnih instrumentov kot oblike za zavarovanje pred valutnim tveganjem? Ali so razlogi za neuporabo teh instrumentov v nezadostnem poznavanju le-teh ali je krivo slabo pravno regulirano področje izvedenih finančnih instrumentov ali se institucije sploh ne zavarujejo ter kateri so drugi načini, ki jih uporabljajo za zavarovanje valutnega tveganja?

Na koncu bi rada tudi prišla do spoznanj, katere prednosti ali slabosti vidijo v uporabi izvedenih finančnih instrumentov institucije, ki jih uporabljajo, in institucije, ki jih ne uporabljajo v svojem poslovanju. V zvezi s tem podajam naslednji hipotezi:

1. Uporaba izvedenih finančnih instrumentov v zadnjih letih se v slovenskih finančnih depozitnih institucijah povečuje, vendar vse depozitne finančne institucije še ne uporabljajo slednjih za zavarovanje tveganj.
2. Glavni razlog za nezadostno uporabo izvedenih finančnih instrumentov v slovenskih finančnih depozitnih institucijah je, da nimajo vse depozitne institucije dovoljenja Banke Slovenije za opravljanje dodatnih finančnih storitev, med katere štejemo tudi trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti.

Magistrsko delo je razdeljeno na teoretični in empirični del. Teoretični del temelji na preučevanju strokovne literature tujih in domačih avtorjev, virov ter člankov s področja izvedenih finančnih instrumentov. Pri tem sem uporabila deskriptivno, metodo klasifikacij in komparativno metodo, s katero sem ugotovila razlike ter podobnosti med obravnavanimi pojmi. Metodo analize sem uporabila pri opredelitvah posameznih izvedenih finančnih instrumentov.

Empirični del je sestavljen iz raziskave uporabe izvedenih finančnih instrumentov v slovenskih depozitnih finančnih institucijah. Nekatere podatke za raziskavo sem našla tudi na spletnih straneh, metoda, ki sem jo uporabila, pa je anketiranje z vprašalnikom. Vsem depozitnim institucijam v Sloveniji sem zastavila vprašalnik, ki je obsegal 29 vprašanj. Vprašanja so različnega tipa. S pomočjo odgovorov na zastavljena vprašanja sem od anketiranih institucij dobila informacije, na osnovi katerih sem naredila analizo o uporabi izvedenih finančnih instrumentov kot oblike zavarovanja pred valutnim tveganjem v slovenskih depozitnih institucijah. Rezultate ankete, sem zaradi preglednosti in boljšega razumevanja oblikovala v tabelarnih prikazih. Nekatere od njih sem primerjala med seboj, na koncu pa sem na osnovi teoretične podlage in pridobljenih informacij s pomočjo ankete podala smiselne sklepne ugotovitve.

Naloga je sestavljena iz sedmih poglavij. V prvem uvodnem poglavju bo opredeljena problematika naloge ter cilji, ki sem jih želela z raziskovanjem doseči. Pri tem bo opredeljena tudi metoda, ki sem jo uporabila pri raziskovanju, in na kratko prikazan strnjen načrt vsebine poglavij.

Drugi del naloge bo posvečen analizi valutnega tveganja. Podrobneje bo opisano valutno tveganje, zakaj pride do njega, s katerimi vrstami valutnega tveganja se srečamo, ter bodo opredeljeni instrumenti, s katerimi se lahko zavarujemo pred neugodnimi spremembami deviznega tečaja.

Tretje poglavje predstavlja teoretično analizo najpomembnejših izvedenih finančnih instrumentov, ki jih lahko uporabimo za zavarovanje pred valutnim tveganjem. Podrobneje bom opisala vsakega od teh instrumentov, poudarila njihove prednosti in slabosti ter poizkusila prikazati bistvo uporabe v praksi. Vsakega od instrumentov bom ponazorila s konkretnim primerom ter povedala nekaj o njegovi uporabi v Sloveniji doslej. V istem poglavju, bo predstavljena uporaba izvedenih finančnih instrumentov v svetu s poudarkom na opcijah in terminskih pogodbah, na katerih borzah in s katerimi vrstami izvedenih instrumentov se največ trguje.

V četrtem poglavju bodo predstavljene glavne značilnosti trga izvedenih finančnih instrumentov ter kakšno je trgovanje s slednjimi po svetu.

V petem uvodnem delu v raziskavo bodo predstavljene finančne institucije nasploh ter v Sloveniji ter metode raziskave z njihovimi prednostmi in slabostmi.

Šesto poglavje je namenjeno predstavitvi same raziskave ter analize uporabe izvedenih finančnih instrumentov kot oblike za zavarovanje pred valutnim tveganjem v slovenskih finančnih depozitnih institucijah. Iz odgovorov na zastavljena vprašanja v anketi, ki sem jo izvedla pri depozitnih institucijah sem dobila informacije, na osnovi katerih sem izvedla analizo. Cilj pa je pridobitev čim več informacij, ki mi bodo v veliko pomoč pri analizi. Rezultate ankete bom med seboj primerjala in podala v obliki tabel in grafov za lažjo predstavitev.

V sedmem, zadnjem poglavju, bodo podane sklepne ugotovitve, ki izhajajo iz vsebine magistrskega dela.

2 VALUTNO TVEGANJE

V tem poglavju bomo opredelili valutno tveganje, njegove značilnosti, našteji vrste valutnega tveganja in možne načine njegovega zavarovanja. Preden se dotaknemo samega valutnega tveganja, naj povemo nekaj o osnovnih pojmi deviznega trgovanja. Nekateri pojmi deviznega trgovanja se različno interpretirajo, zato bomo najprej opredelili, kaj se pod določenimi pojmi običajno razume. Začeli bomo z devizo, valuto in deviznim tečajem.

Pojem *devize* različni avtorji zelo drugače razlagajo. V zakonu o spremembah in dopolnitvah zakona o deviznem poslovanju (Uradni list RS, št. 23/99 in 35/2001 – ZOU), so devize opredeljene kot denarne terjatve v tuji valuti do bank zunaj Republike Slovenije. Ribnikar (2003, str. 79) pod devizami poimenuje imetja pri bankah v tujini in nekatere druge terjatve (v tujem denarju) do tujine.

Valuta ali veljava je pojem, na katerega naletimo v zvezi z denarjem, npr. kot papirna, zlata, vezana valuta ipd. Pojem valute nam pove, na kakšen način je določena vrednost denarne enote. S tem, ko nam pove, kako je določena vrednost denarja, nam tudi pove, kako prihaja denar v obtok, kakšna je vloga denarnih oblastvenih institucij ipd. (Ribnikar, 2003, str. 49). Država, ki ima v obtoku zlatnike, ni nujno, da ima tudi zlato valuto, ali če ima v obtoku samo listinski denar, ni nujno, da ima tudi papirno ali prosto valuto (Ribnikar, 1995a, str. 47).

Prva delitev valut je na vezane in proste ali papirne. Značilnost vezanih valut je, da je vrednost denarja določena ali enaka vrednosti nekega blaga. Tako velja za vezano valuto, da je količina denarja v obtoku odvisna od razpoložljive količine valutnega blaga ter da ima denarna obvlastvena institucija vezane roke glede emisije denarja. Papirna ali prosta valuta je takšen denarni sistem, kjer vrednost denarja ni določena z vrednostjo vnaprej določene količine nekega konkretnega blaga. Torej je za slednjo značilno, da o emisiji denarja lahko popolnoma avtonomno odločajo ljudje (centralna banka) (Ribnikar, 2003, str. 49–50).

Devizni tečaj je cena enote tujega denarja v domačem denarju. Pri devizi govorimo o tečaju, če mislimo na njeno ceno (Ribnikar, 1998, str. 76). Peterlin (1999, str. 62) definira devizni tečaj kot razmerje med vrednostima dveh valut. Mrak (2002, str. 46–47) imenuje devizni tečaj, ki nam pove, koliko enot ene valute lahko na deviznem trgu kupimo z eno enoto druge valute (cena ene valute izražena v drugi valuti), *bilateralni nominalni devizni tečaj*. Le-ta se največkrat objavlja v dnevnih časopisih. Takšen nominalni devizni tečaj lahko izrazimo z:

- *direktno kotacijo*: vrednost enote tujega denarja izražena s številom enot domačega denarja (npr. za 1 EUR je bilo treba plačati 239,720 SIT na dan 7.marca 2005).
- *indirektno kotacijo*: vrednost enote domačega denarja, izražena s številom enot tujega denarja (npr. za 1 SIT je bilo treba plačati 0,00417 EUR na dan 7.marca 2005).

Nominalni tečaj med valutama dveh držav, ki upošteva tudi gibanje cen v teh dveh državah, imenuje Mrak (2002, str. 47) *realni bilateralni devizni tečaj*². *Nominalni efektivni devizni tečaj* je tečaj, ki nam pove, kako se giblje posamezna valuta (apreciira oz. deprecira) v odnosu na tehtano povprečje valut drugih držav (v odnosu na košarico valut). Izraža se v obliki indeksa (Mrak, 2002, str. 50).

Pri deviznem poslovanju vsake države se pojavi tveganje zaradi sprememb deviznega tečaja ali valutno tveganje. Več o samem valutnem tveganju tudi v nadaljevanju.

² Izraža se v obliki indeksa S_t : $S_t = sp^*/p$, kjer je S_t indeks realnega bilateralnega tečaja; s nominalni bilateralni devizni tečaj, izražen v obliki indeksa; p^* indeks cen v tuji državi; p indeks cen v domači državi.

2.1 Opredelitev valutnega tveganja

Po prehodu s sistema fiksnih deviznih tečajev na sistem fleksibilnih deviznih tečajev v sedemdesetih letih prejšnjega stoletja je prišlo do hitrih sprememb na svetovnih finančnih trgih. Pojavilo se je namreč tveganje zaradi spremembe tečajev valut. To lahko opredelimo kot nevarnost izgube zaradi nenadnih sprememb tekočih in terminskih deviznih tečajev. Winstone (1995, str. 7) opredeli valutno tveganje kot možnost spremembe vrednosti premoženja, ki izhaja iz gibanja deviznega tečaja.

Podjetje je izpostavljeno valutnemu tveganju, kakor hitro je njegovo poslovanje povezano s tujimi plačilnimi sredstvi. Valutno tveganje pomeni, da vrednost deviznega tečaja ni znana vnaprej, vendar ga je zgolj z večjo ali manjšo stopnjo zaupanja mogoče napovedati (Berk et al., 2005, str. 201).

Prohaska (2004, str. 190) razume pod valutnim tveganjem nevarnost spremembe deviznega tečaja od trenutka naložbe do vrnitve kapitala, naloženega v tujo valuto. Merimo ga s standardnim odklonom, kaže pa možnost nihanja deviznega tečaja neke valute glede na njeno pričakovano srednjo vrednost. Na ta način se lahko ustvari dobiček ali izguba zaradi sprememb deviznega tečaja določene valute. To pa se kaže v depreciaciji ali apreciaciji valute.

Valutno tveganje se pri izvozniku pojavi v primeru povečanja vrednosti domače valute, ker se lahko zgodi, da bo manj iztržil v domači valuti, kot je bilo načrtovano ob sklenitvi posla. Za uvoznika pa je nevarno zmanjšanje vrednosti domače valute, ker ga v tem primeru uvoženo blago stane več, kot je bilo sprva načrtovano. Zaradi valutnih tveganj, ki se pojavijo tako pri uvoznikih kot izvoznikih, je potrebna ustrezna izbira zavarovanja pred valutnim tveganjem.

Kakšen pomen ima valutno tveganje v posameznem podjetju, je odvisno od deviznih poslov in na ta način od velikosti deviznih sprememb in njihove intenzivnosti. Glede na to, da večina podjetij in bank danes posluje neposredno ali posredno s tujimi valutami, so na ta način izpostavljeni tudi valutnemu tveganju. Pogoj za uspešno poslovanje podjetja pa predstavlja tudi učinkovito obvladovanje valutnega tveganja. V želji za čim bolj uspešnim obvladovanjem valutnega tveganja so razvili izvedene finančne instrumente, ki omogočajo učinkovito upravljanje s tveganjem spremembe deviznega tečaja. Izvedeni finančni instrumenti bodo natančneje predstavljeni v naslednjih poglavjih.

Poslovne banke se poleg valutnega tveganja srečujejo še z osmimi vrstami tveganja: tveganjem spremembe obrestne mere, tržnim tveganjem, kreditnim tveganjem, tveganjem izvenbilančnega poslovanja, tehnološkim in operativnim tveganjem, deželnim tveganjem, likvidnostnim

tveganjem in solventnim tveganjem. Mi se bomo posvetili v le valutnemu tveganju in njegovi zaščiti.³

2.2 Vrste valutnega tveganja

Valutno tveganje opredeljujemo kot možnost spremembe vrednosti premoženja, ki izhaja iz gibanj deviznih tečajev. V daljšem časovnem obdobju nastanejo različne vrste valutnega tveganja. Večina avtorjev deli valutna tveganja na: transakcijsko ali kratkoročno tveganje, ekonomsko ali dolgoročno tveganje in pretvorbena tveganje spremembe deviznega tečaja, katerih značilnosti si bomo podrobneje pogledali v nadaljevanju.

2.2.1 Transakcijsko tveganje

Pravimo, da so podjetja podvržena transakcijskemu tveganju, če kupujejo ali prodajajo blago in/ali storitve v tuji valuti, pogodbeno vrednost pa določijo na podlagi deviznega tečaja v času sklenitve pogodbe. Transakcijsko tveganje se pojavi poleg nakupa ali prodaje blaga v tuji valuti tudi zaradi izposojanja sredstev, katerih plačilo se mora opraviti v tuji valuti. V času od sklenitve pogodbe do dejanske poravnave obveznosti pride do sprememb deviznih tečajev, zato rečemo, da so podjetja podvržena transakcijskemu tveganju.

Po Eiteman et al. (2001, str. 156) transakcijsko tveganje nastane zaradi:

- prodaje in nakupa blaga ter storitev na kredit, če so cene izražene v tuji valuti;
- posojanja sredstev, če je odplačilo izvedeno v tuji valuti;
- pri udeležencih nestandardizirane terminske pogodbe;
- če so na kateri koli drugi način pridobljena sredstva ali obveznosti denominirane v tuji valuti.

Transakcijsko tveganje je tveganje, ki je posledica kratkoročnih sprememb deviznih tečajev, zato ga imenujemo tudi kratkoročno tveganje spremembe deviznega tečaja. Če ga primerjamo z ekonomskim in prenosnim tveganjem, je zelo kratko. Ekonomsko in prenosno tveganje namreč trajata neprestano.

³ Več o drugih vrstah tveganj najdemo v Saunders (2000, str. 103 – 115).

Berk, et al. (2005, str. 215), opredeljujejo transakcijsko izpostavljenost kot možno spremembo vrednosti trenutno še neplačanih obveznosti ali terjatev, ki jih prevzamemo, ter za katere obstaja nevarnost, do bodo realizirane šele po spremembi deviznega tečaja.

Vsi podatki o transakcijskem tveganju niso razvidni iz bilance stanja, zato je treba slednjo pri merjenju transakcijskega tveganja dopolnjevati z načrtovanimi denarnimi tokovi. Če želimo izmeriti transakcijsko tveganje, je treba poznati zapadlosti aktiv in obveznosti v bilanci stanja ter vseh pritokov in odtokov v prihodnosti. Če imamo poleg finančne tudi nefinančno aktivo in pasivo, lahko postane merjenje transakcijskega tveganja zelo zapleteno.

2.2.2 Ekonomsko tveganje

Ekonomsko tveganje ali ekonomsko izpostavljenost lahko definiramo kot nevarnost nepredvidene spremembe pričakovane neto sedanje vrednosti bodočih denarnih tokov, ki so med drugim lahko tudi posledica deviznih tečajev tujih valut, v katerih so izraženi pričakovani denarni tokovi (Berk et al., 2005, str. 218).

Pri ekonomskem tveganju gre za nepričakovane, dolgoročne spremembe deviznih tečajev, ki so posledica sprememb relativnih ekonomskih pogojev med državami (Smithson, 1995, str. 7). Sprememba mora biti nepričakovana, ker lahko na ta način povzroči nenadne spremembe v prodani količini, prodajnih cenah in proizvodnih stroških. Ekonomska izpostavljenost se pojavi zaradi posrednih učinkov tečajnih sprememb na stroške in prihodke iz mednarodne menjave. Spremembe deviznih tečajev ne vplivajo le na podjetja, ki so neposredno vključena v mednarodno menjavo, ampak tudi na podjetja na domačem trgu, saj so lahko uvoženi izdelki zaradi sprememb tečajev bolj ali manj konkurenčni.

Ekonomsko tveganje imenujemo tudi dolgoročno, saj traja neprestano in velja izključno za prihodnost. Njegovo obvladovanje je veliko težje kot obvladovanje transakcijskega tveganja, saj je pogosto ukoreninjeno v temeljnih ekonomskih silah. Ponavadi skušajo podjetja uskladiti naložbe in obveznosti v tujih valutah. Izvozno podjetje se lahko osredotoči na nakup materiala v državah, v katere izvaža ali uporabi lokalno financiranje, tako da se naložbe in obveznosti v domači valuti gibljejo enako. Ekonomsko tveganje se imenuje tudi konkurenčno tveganje, nekateri mu rečejo tudi poslovno tveganje, ker je del strateškega načrtovanja podjetja. Shapiro (1996, str. 247) konkurenčno ali poslovno in transakcijsko tveganje, merjeno na podlagi denarnih tokov, imenuje skupaj ekonomsko tveganje.

Za oceno ekonomske izpostavljenosti je treba upoštevati vpliv spremembe deviznega tečaja za konkretno podjetje in tudi vpliv na njegove konkurente na posameznem trgu. Z merjenjem ekonomske izpostavljenosti želimo ugotoviti, kako gibanje deviznih tečajev spreminja sedanjo vrednost denarnih tokov.

2.2.3 Prenosno tveganje

Prenosno tveganje velja za spremembe vrednosti podjetja v domači valuti zaradi sprememb vrednosti naložb in obveznosti v tuji valuti. Spremembe vrednosti naložb in obveznosti, ki se pojavijo zaradi sprememb deviznih tečajev, povzročijo spremembe vrednosti podjetja.

Sredstva, obveznosti do virov sredstev, prihodki ter stroški v tujih valutah se pretvorijo v domačo valuto za primerjavo z ostalimi računi podjetja. Podjetje ima lahko po pretvorbi računovodski dobiček ali izgubo, tudi če nima dohodka. Prenosno tveganje imenujejo nekateri tudi računovodsko tveganje, saj je treba na koncu računovodskega leta preračunati vrednost postavk v tuji valuti v domačo valuto.

Shapiro (1996, str. 247) imenuje prenosno in transakcijsko tveganje, merjeno na osnovi računovodskih podatkov, računovodsko tveganje. Nekateri avtorji ga imenujejo translacijska ali bilančna izpostavljenost. Berk et al. (2005, str. 217) definirajo translacijsko izpostavljenost kot potencialno bilančno spremembo zaradi spremembe tržne cene – deviznega tečaja ali drugih ne povsem tržnih podlag za vrednotenje. Podjetje se lahko odloči, da sredstva in dolgove podjetja vrednoti po vnaprej določenem modelu, ki je določen v računovodskem pravilniku podjetja.

Z merjenjem prenosnega tveganja želimo ugotoviti, kako vplivajo spremembe deviznih tečajev na izkaz poslovnega uspeha, gledano z računovodskega stališča, ki je lahko merjen na podlagi knjigovodskih ali tržnih vrednosti.

2.3 Instrumenti zaščite pred valutnim tveganjem

Cilj zavarovanja pred valutnim tveganjem ali upravljanjem je zmanjševanje tečajnih izgub, zato je zelo pomembno, katero vrsto zavarovanja pred valutnim tveganjem bo podjetje izbralo.

Izpostavljenost valutnemu tveganju lahko podjetje zmanjšuje z različnimi metodami in finančnimi instrumenti. Na voljo so različne notranje in zunanje metode zaščite. Najpogosteje uporabljane notranje metode, ki so se razvile za zavarovanje pred valutnim tveganjem, so:

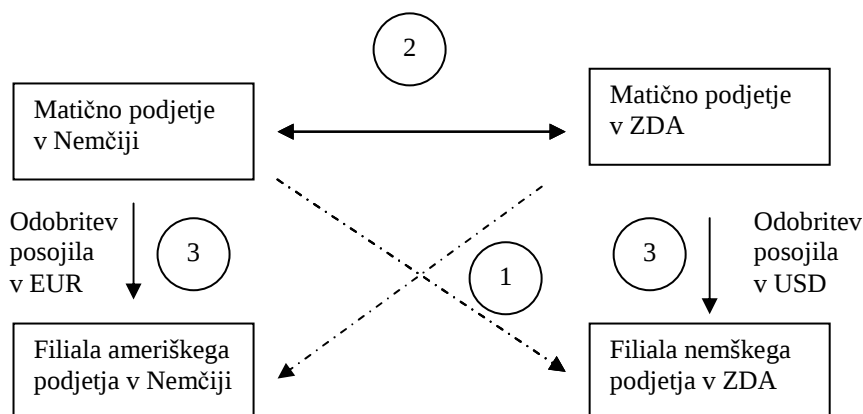
- *nakup in prodaja v določeni valuti*: če bi podjetje, ki deluje na mednarodnih trgih plačevalo račune in prejemale plačila v domači valuti, ne bi bilo izpostavljeno valutnemu tveganju. Valutno tveganje bi prevailo na poslovne partnerje, in sicer na dobavitelje in kupce. V kateri valuti se bodo opravljale transakcije, je odvisno od pogajalske moči poslovnih partnerjev in predmeta trgovanja (Winstone, 1995, str. 13).

- *predčasno plačevanje ali zavlačevanje pri plačilu računov (angl. leading and lagging):* v teh primerih podjetje skuša izkoristiti vedenje o pričakovanih gibanjih deviznih tečajev. Če imamo obveznosti v tuji valuti in se pričakuje deprecijacija domače valute, se lahko izkoristi skrajšanje roka plačila ter lahko tako uvozniki poravnajo svoje obveznosti pred rokom zapadlosti po deviznem tečaju, ki je za njih ugoden. Zavlačevanje pri plačilu računov se izkoristi, kadar ima podjetje obveznosti izražene v valuti, katere vrednost se zmanjšuje. Pravno gledano pomeni to kršitev pogodbe in običajno ne doseže pozitivnih učinkov. Zato sta ti dve metodi uporabni le med povezanimi podjetji in ne med podjetji, ki bi jim ta način zaščite tveganj praktično prinesel slabitev medsebojnih odnosov (Bennett, 1997 str. 75).
- *pobot:* je ena izmed metod, pri kateri med dvema ali več podjetji, obstajajo pogoste transakcije, ki vsakega od podjetij postavljajo v izmenično vlogo dolžnika ali upnika (Winstone, 1995, str. 15). Torej gre za to, da imamo čim manj transakcij v čim bolj ugodnih količinah, če je le možno. Pobot izniči hkratno plačilo obveznosti in prejem terjatev v isti valuti, če sta zneska enaka. Če pa ima eno podjetje večji dolg kot drugo, plača drugemu le razliko.
- *ujemanje:* podjetje vzpostavi čim boljše ravnovesje med prilivi in odlivi v določeni valuti, tako da so devizni računi čim bolj časovno in zneskovno usklajeni. Predpostavimo, da podjetje pričakuje priliv v določeni valuti ter da ima tudi plačilo v tej isti valuti. Najbolje je, da ta priliv izkoristi za plačilo v tej valuti.

Ob omenjenimi metodami za zavarovanje pred valutnimi tveganji naj omenim še vzporedna ali t. i. „back-to-back“ posojila. Pri *vzporednih posojilih* gre za to, da se dve podjetji iz različnih držav dogovorita, da bosta svojima filialama dodelili posojilo v valuti države, v kateri se filiala nahaja. Ob zapadlosti se posojila vrnejo v enaki valuti, tako da ni posredovanja deviznih trgov, kar tudi pomeni, da ni tudi valutnega tveganja (Prohaska, 2004, str. 191). Primer vzporednega posojila prikazujemo na sliki 1.

V opisanem primeru predpostavljamo, da želi nemško podjetje odobriti posojilo svoji filiali v ZDA (označeno s številko 1). Potem nemško podjetje poišče ameriško matično podjetje, ki želi odobriti posojilo svoji filiali v Nemčiji. Podjetji se dogovorita (označeno s številko 2), da bosta posojilo v enakem znesku in z enakim rokom dospelja v svoji valuti odobrili filiali drugega matičnega podjetja (označeno s številko 3).

Slika 1: Shematičen prikaz primera vzporednega posojila



Vir: Prohaska, 2004, str. 192.

Izpostavljenost valutnemu tveganju lahko podjetja zavarujejo tudi s pomočjo zunanjih tehnik zavarovanja, med katere štejemo izvedene finančne instrumente. Glede na potek posla jih lahko razdelimo na simetrične in asimetrične. Med simetrične izvedene instrumente uvrščamo standardizirane terminske pogodbe, terminske posle in zamenjave. Njihova značilnost je, da sta kupec in prodajalec zavezana k izpolnitvi dožnosti, ki je določena v pogodbah. Pri asimetričnih izvedenih instrumentih, med katere uvrščamo opcije, pa ima kupec možnost izbire izpolnitve pogodbe, odvisno od trenutnih razmer na trgu, za kar plača prodajalcu določeno premijo. Ena od bistvenih značilnosti teh instrumentov je, da omogočajo z začetnim vložkom, nižjim od izpostavljene devizne pozicije, popolno zaščito pred spremembami vrednosti tečajev posameznih valut.

Osnovne valutne izvedene finančne instrumente torej predstavljajo valutni terminski posel, valutne zamenjave, valutne terminske pogodbe in valutne opcije. V nadaljevanju bodo natančneje predstavljeni posamezni naštet instrumenti.

3 ZAVAROVANJE PRED VALUTNIM TVEGANJEM Z IZVEDENIMI FINANČNIMI INSTRUMENTI

Izvedeni finančni instrumenti so instrumenti, katerih vrednost je povezana z osnovnim instrumentom, na katerega je pisana ali je zanj izdana. V zadnjih letih se pomembnost izvedenih finančnih instrumentov na svetovni ravni zelo povečuje (Hull, 2000, str. 1).

Med osnovne oblike izvedenih instrumentov prištevamo terminske pogodbe, opcije in zamenjave. Izvedeni instrumenti predstavljajo premoženjsko obliko, katere vrednost je odvisna

od vrednosti nekega drugega premoženja, in je vrednost izvedena iz vrednosti tega premoženja (Cuthbertson, Nietzsche, 2001, str. 587).

Izvedeni finančni instrumenti so po Zakonu o spremembah in dopolnitvah zakona o trgu vrednostnih papirjev (ZTVVP-1A), (Uradni list RS, št. 56/99, 31/2000 – ZP-L in 52/02 – ZJA) pravice oziroma obveznosti:

- katerih vsebina je glede vrednosti posredno ali neposredno odvisna od cene vrednostnega papirja, tuje valute, blaga, višine obrestne mere, indeksa ali ocene kreditne sposobnosti ali podobnih spremenljivk,
- ki ne zahtevajo začetne čiste finančne naložbe ali ki zahtevajo le majhno začetno čisto finančno naložbo,
- ki se poravnavajo v prihodnosti,
- ki niso vrednostni papirji po 3. členu tega zakona.

Za izvedene finančne instrumente po tem istem zakonu se štejejo zlasti:

- terminske pogodbe, ki veljajo za finančne instrumente, indekse ali obrestne mere, valutne terminske pogodbe, in njim enakovredni instrumenti, če se obveznosti, ki izhajajo iz teh instrumentov, ali obveznosti, ki nastanejo na podlagi sklenjenih poslov s temi instrumenti, izpolnijo z denarnimi sredstvi,
- obrestne in valutne zamenjave ter zamenjave, katerih višina poravnave s strani ene ali obeh strank zamenjave je odvisna od gibanja delniškega indeksa ali gibanja cene oziroma donosnosti posamezne vrste delnic,
- opcije na finančne instrumente, opcije na obrestno mero, valutne opcije in njim enakovredni instrumenti, če se obveznosti, ki izhajajo iz opcij ali obveznosti, ki nastanejo na podlagi sklenjenih poslov z opcijami, izpolnijo z denarnimi sredstvi,
- izvedeni finančni instrumenti na blago.

Prva oblika izvedenih finančnih instrumentov, ki so se razvili po prehodu s sistema fiksnih na sistem fleksibilnih deviznih tečajev, so bili izvedeni finančni instrumenti na tujo valuto. Razviti pa so bili, da bi omogočili uspešno zavarovanje pred spremembami deviznega tečaja. Definicija izvedenih finančnih instrumentov poudarja, da so to instrumenti, katerih cena je odvisna ali izvedena iz vrednosti osnovnega instrumenta, na katerega je pisana. Osnova je lahko cena tuje valute, vrednostnega papirja, blaga, višina obrestne mere ali tržnega indeksa. Če govorimo o izvedenih finančnih instrumentih, ki veljajo za tujo valuto, pa je osnova seveda cena tuje valute.

Izvedeni finančni instrumenti se najprej uporabljajo za zavarovanje ali zaščito pred različnimi tveganji. Gre za zaščito kateregakoli tveganja, kjer lahko pride do spremembe cene osnovnega instrumenta. Tako izvedeni finančni valutni instrumenti omogočajo omejevanje izpostavljenosti tveganja spremembe deviznih tečajev. Z ustreznimi izvedenimi finančnimi instrumenti se lahko

zmanjša spremenljivost obrestnih mer, sprememba cen blaga, sprememba cene vrednostnega papirja itd.

Poleg uporabe izvedenih finančnih instrumentov za zavarovanje pred tveganji lahko le-te uporabljamo tudi v špekulativne namene. Osnovna prednost, ki jo vidijo špekulanti v izvedenih finančnih instrumentih, je v tem, da ne zahtevajo večje začetne investicije. Tako lahko investitor z najmanjšim vložkom upravlja premoženje, ki je lahko tudi do deset- ali več krat večje od vložene investicije.

Naslednja možnost uporabe izvedenih finančnih instrumentov so arbitražni posli, ki jih na trgu uporabljajo tisti ekonomski subjekti, ki želijo brez prevzemanja tveganja ustvariti dobiček. V tej vlogi arbitražnika se običajno pojavljajo komercialne banke. Ta možnost se pojavi, kadar cene na promptnem trgu niso usklajene s cenami na terminskem trgu ali če sta promptni in terminski trg sta v neravnovesju.

O posameznih vrstah izvedenih finančnih instrumentov, njihovih osnovnih značilnostih, konkretnih primerih uporabe za zaščito valutnega tveganja in o uporabi posameznega instrumenta na slovenskem finančnem trgu, bomo povedali več v nadaljevanju.

3.1 Opcije

Opcija je izveden finančni instrument, ki daje kupcu pravico, vendar ne obveznosti, da kupi (v primeru nakupne ali call opcije) ali proda (v primeru prodajane ali put opcije) določeno količino osnovnega instrumenta po vnaprej določeni pogodbeni ceni. Če ga proda na točno določen dan v prihodnosti, govorimo o *evropski opciji*. Če gre za prodajo v določenem obdobju po vnaprej dogovorjeni ceni, pa gre za *ameriški tip opcije* (Veselinovič, 1998, str. 72).

Kupec opcije ima možnost, da kupi ali proda kakšen osnovni instrument, za katerega opcija velja. Po drugi strani pa je prodajalec opcije dolžan izpolniti obveznosti, ki so določene po pogodbi, če to od njega zahteva kupec. Ta prilagodljivost, ki jo ima kupec, se kaže v premiji, ki jo kupec plača prodajalcu. Ta je dokaj visoka, ker se giblje v razponu od 1 do 5 odstotkov vrednosti pogodbe.

Med osnovne elemente opcije uvrščamo *izvršilno ceno* (angl. exercise ali strike price), ki je cena, po kateri je možno kupiti ali prodati kakšen instrument. Če govorimo o valutnih opcijah, je to cena, po kateri je mogoče kupiti ali prodati tujo valuto. *Premija* je cena opcije (angl. cost, price ali value of the option), ki predstavlja nepovraten strošek, ne glede na to, ali bomo opcijo izvedli ali ne, in *čas do zapadlosti* ali *dospetja* (angl. expiration).

Glede na odnos med izvršilno in trenutno tržno ceno osnovnega instrumenta lahko delimo opcije na tiste, katerih izvršitev se izplača (angl. in the money), opcije, katerih izvršitev se ne izplača (angl. out of the money), ter opcije na meji (angl. at the money). V prvem primeru pri nakupni (angl. call) opciji je tržna cena večja od izvršilne, pri prodajni opciji (angl. put) pa je tržna cena manjša od izvršilne. V drugem primeru, ko se izvršitev opcije ne izplača, je tržna cena pri nakupni opciji manjša od izvršilne, pri prodajni pa je tržna cena manjša od izvršilne. Pri opciji na meji je izvršilna cena enaka ceni osnovnega instrumenta.

3.1.1 Dejavniki, ki vplivajo na vrednost opcij

Osnovni dejavniki, ki vplivajo na vrednost opcije so:

- *trenutna cena osnovnega instrumenta (S)*: če govorimo o valutnih opcijah, je to cena devize. Večja kot je tržna cena (vsi ostali dejavniki ostanejo isti), večja je vrednost nakupne opcije. Pri prodajni opciji pa povišanje cene osnovnega instrumenta vpliva obratno, in sicer zniža ceno prodajne opcije.
- *izvršilna cena (E)*: ob predpostavki nespremenljivosti ostalih dejavnikov, pomeni višja izvršilna cena nižjo ceno nakupne opcije. Višja izvršilna cena pomeni za nakupno opcijo nižjo vrednost (kupovati želimo po čim nižji ceni), zato se cena nakupne opcije z zvišanjem izvršilnih cen znižuje. V primeru prodajne opcije pomeni višja izvršilna cena višjo ceno prodajne opcije.
- *doba do dosvetja ali datum zapadlosti opcije (T)*: opcija po dnevu zapadlosti nima več vrednosti. Če so vsi ostali dejavniki nespremenjeni, pomeni daljši časovni rok do zapadlosti višjo ceno nakupne kot tudi prodajne opcije. Krajši kot je čas do zapadlosti, manj možnosti je, da bi se cena osnovnega instrumenta za kupca dvignila, ali padla za prodajalca. Tako se cena opcije oblikuje s pomočjo časovne premije, ki jo plača kupec opcije, višina premije pa je odvisna od časa do dosvetja opcije. S trajanjem opcije se premija zvišuje.
- *nestanovitnost tržne cene osnovnega instrumenta (SD)*: najpomembnejši dejavnik pri določanju višine premije je nestanovitnost osnovnega elementa. Predstavlja kritično determinanto višine premije, ker ni neposredno merljiva. Je merilo negotovosti prihodnjih gibanj deviznih tečajev. Ob predpostavki nespremenljivosti ostalih dejavnikov, bo velika pričakovana nestanovitnost cene predmeta pogodbe spodbudila investitorja, da bo pripravljen plačati višjo ceno za opcijo. Po drugi strani pa bo prodajalec opcije zahteval višjo ceno. Razlog je predvsem v tem, da čim večja je nestanovitnost, tem večja so pričakovanja kupcev opcij, da se bo cena predmeta pogodbe do dneva zapadlosti spremenila.

- *kratkoročna netvegana obrestna mera med življenjsko dobo opcije (r):* v času do koriščenja svoje pravice lahko kupec nakupne opcije donosno naloži svoje premoženje po netvegani obrestni meri, medtem ko izdajatelj opcije investira v premoženje. Ob povišanju obrestne mere naraščajo oportunitetni stroški izdajatelja in zato zahteva višjo opcijsko ceno. Višja kratkoročna netvegana obrestna mera pomeni višjo nakupno ceno opcije. Obratno velja za prodajno opcijo, katere cena z višanjem obrestnih mer pada.

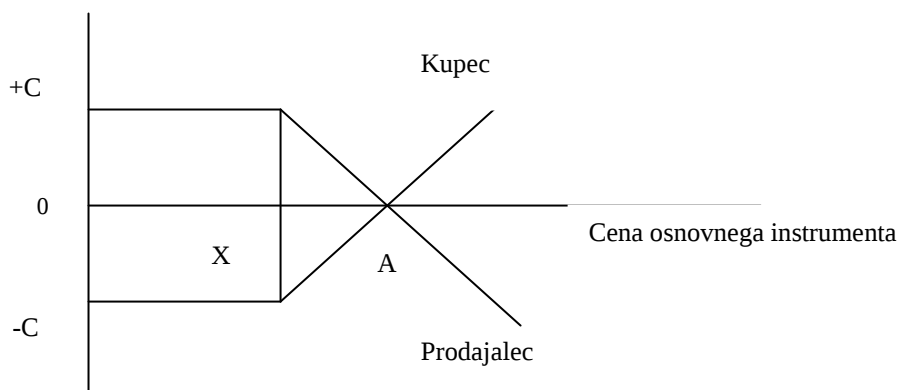
3.1.2 Uporaba opcij

Opcije so se kot instrumenti zavarovanja pred tveganji (ne le valutnimi) izkazale kot zelo učinkovite. Razen tega, da zagotavljajo zaščito pred neugodnimi spremembami (deviznih tečajev), zagotavljajo tudi ustvarjanje dodatnih dobičkov ob ugodnih spremembah. Če se devizni tečaj neke valute giblje v pravo smer in se promptni devizni tečaj odmakne od cene izvršitve, nam opcija v tem primeru daje možnost velikega dobička. Po drugi strani, če pogledamo, zakaj želijo udeleženci na deviznih trgih uporabljati opcije kot obliko zavarovanja pred valutnim tveganjem, naj omenimo, da imajo opcije dve pozitivni značilnosti, in sicer njen strošek je fiksni in ni je treba realizirati kot npr. terminskih pogodb, kot bomo videli pozneje (Mrak, 2002, str. 142).

Obstajajo štirje možni načini uporabe opcij za nakup ali prodajo nakupne ali prodajne opcije: nakup nakupne opcije, prodaja nakupne opcije, nakup prodajne opcije, prodaja prodajne opcije. Vse štiri načine bomo ponazorili z grafi.

Kupec nakupne opcije ima pravico, da kupi na izvršilni dan določeno blago po vnaprej določeni ceni X . Ker ima pravico izbire, plača za to možnost premijo C , ki je obenem največja izguba kupca v primeru neizvedbe opcije. Potencialni dobiček kupca opcije je lahko neomejen. Enak je razliki med tržno ceno na dan zapadlosti in izvršilno ceno, ki je zmanjšana za plačano premijo (glej sliko 2). Povečanje cene osnovnega instrumenta nad pragom rentabilnosti A povečuje dobiček kupca opcije. Prodajalec opcije se po drugi strani srečuje z omejenim dobičkom v obliki plačane premije, lahko pa pričakuje neomejeno izgubo.

Slika 2: Diagram dobička/izgube kupca in prodajalca nakupne opcije.



C – premija za nakupno (call) opcijo

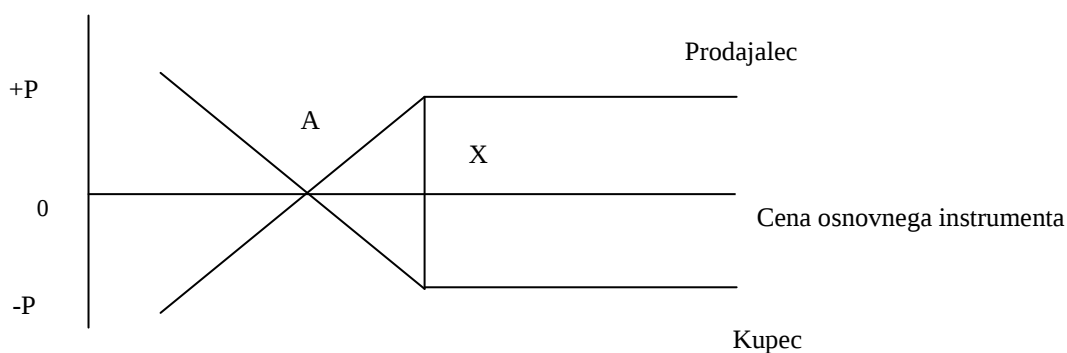
X – izvršilna cena opcije

A – prag rentabilnosti

Vir: Kidwell, Peterson, Blackwell, 1997, str. 351.

Dobiček ali izguba pri kupcu in prodajalcu prodajne opcije sta prikazana na sliki 3. Tako kot pri nakupni opciji je prodajalec prodajne opcije omejen s premijo na strani dobička, lahko pa pričakuje neomejeno izgubo. Kupec prodajne opcije pa je soočen z omejeno izgubo v obliki premije, ter neomejenim potencialnim dobičkom. Če je tržna cena nižja od praga rentabilnosti, se bo kupec prodajne opcije lahko nadejal dobička.

Slika 3: Diagram dobička/izgube kupca in prodajalca prodajne opcije.



P – premija za prodajno (put) opcijo

X – izvršilna cena opcije

A – prag rentabilnosti

Vir: Kidwell, Peterson, Blackwell, 1997, str. 351.

Vse zgoraj navedene osnovne karakteristike opcij veljajo tudi za valutne opcije. Za valutno opcijo velja, da je to pravica ne pa obveznost nakupa ali prodaje standardizirane količine tuje valute po tečaju na točno določen dan ali do določenega dne v prihodnosti.

Opcija kot oblika zavarovanja pred tečajnim tveganjem se uporablja takrat, ko pričakujemo, da bo prišlo do velikih sprememb v gibanju tečaja neke valute. Z nakupno opcijo se zavarujemo, če se tečaj tuje valute poveča. S prodajno opcijo pa se zavarujemo v primeru znižanja tečaja tuje valute. Razen tega, da se lahko s pomočjo opcij zavarujemo pred tečajnim tveganjem, imamo tudi možnost dodatnega zaslužka.

Z valutnimi opcijami se lahko trguje prek okenc (angl. over-the-counter, OTC), kar pomeni, da imamo neposreden stik med kupcem in izdajateljem opcije ter da je trgovanje prilagojeno zahtevam strank. Drug način trgovanja z opcijami pa je na organiziranih trgih (borzah), kjer kupci in prodajalci opcij niso v neposrednem stiku, temveč se transakcije realizirajo prek klirinške hiše. V tem primeru je trgovanje standardizirano glede izvršilnih cen, datumov zapadlosti, zneskov in valut v pogodbah.

3.1.3 Trgovanje z opcijami

Ob osnovnih značilnostih, se pri trgovanju z opcijami srečamo tudi z dodatnimi informacijami, ki so pomembne za uspešno trgovanje z opcijami. V tabeli 1 predstavljamo kotacije opcij na Chicago Mercantile Exchange (CME) z dne 8. novembra 2004 za evro in britanski funt. V resnici je kotacij veliko več, vendar sem izbrala le nekatere od njih za primer. V tabeli vidimo primer kotacije nakupnih in prodajnih opcij za evro za pogodbo z zapadlostjo v decembru 2004 ter primer kotacij za britanski funt.

Za primer vzemimo opcijo na evro, ki je zapadla decembra 2004 in ima ceno izvršitve 1250. Po tej ceni je bilo 8. novembra 2004 realiziranih 15 transakcij, in sicer z nakupnimi opcijami po ceni 0,047 USD/EUR ter 37 transakcij s prodajnimi opcijami po ceni 0,002 USD/EUR. Posamezna opcija na evro se glasi 125.000 EUR, kar pomeni, da je bila cena nakupne opcije $125.000 \text{ EUR} * 0,047 \text{ USD/EUR} = 5875 \text{ USD}$, cena prodajne opcije pa $125.000 \text{ EUR} * 0,002 \text{ USD/EUR} = 250 \text{ USD}$.⁴

⁴ Standardizirana količina valute, s katero se trguje na trgu opcij, znaša za evro 125.000,00 EUR in za britanski funt 62.500,00 GBP. Podatki so s spletne strani Chicago Mercantile Exchange.

Tabela 1: Kotacije opcij na CME, 8. november 2004

STRIKE	OPEN	HIGH	LOW	LAST	SETT	CHGE	VOL	SETT	VOL	INT
ZC DEC04 EURO FX OPTIONS CALL										
1245	----	----	----	----	.04780	-34		.05120		620
1250	.04410	.04700	.04410	.04700	.04330	-34	15	.04670	5	1767
1255	----	----	----	----	.03900	-33		.04230		129
1260	.03880	.03880	.03880	.03880	.03500	-30	6	.03800	6	516
1265	----	----	----	----	.03100	-29		.03390	4	162
1270	.02870	.02870	.02870	.02870	.02720	-29	35	.03010	26	1106
TOTAL							EST. VOL		VOL	OPEN INT.
TOTAL							2634		3470	37544
ZC DEC04 EURO FX OPTIONS PUT										
1245	----	----	.00160A	.00160A	.00170	UNCH		.00170	3	39
1250	.00220	.00220	.00160	.00200	.00220	UNCH	37	.00220	664	2636
1255	.00250	.00250	.00250	.00250	.00290	+1	8	.00280	4	40
1260	.00370	.00370	.00300	.00350	.00380	+3	39	.00350	143	705
1265	.00440	.00460	.00420	.00460	.00480	+4	15	.00440	24	846
1270	.00590	.00610	.00490	.00610	.00600	+5	57	.00550	157	288
TOTAL							EST. VOL		VOL	OPEN INT.
TOTAL							1047		2464	29736
OB DEC04 BRITISH POUND OPTIONS CALL										
1810	----	----	----	----	4.36	UNCH		4.36	1	59
1820	----	----	----	----	3.57	UNCH	13	3.57	5	131
1830	----	----	----	----	2.84	-2		2.86		48
1840	2.29	2.29	2.29	2.29	2.19	-4	6	2.23	89	129
1850	1.73	1.73	1.63	1.64	1.66	-2	218	1.68	16	105
TOTAL							EST. VOL		VOL	OPEN INT.
TOTAL							674		455	3939
OB DEC04 BRITISH POUND OPTIONS PUT										
1810	----	----	----	----	.40	-4		.44		20
1820	.52	.52	.50	.50	.60	-5	122	.65	25	48
1830	.80	.80	.67	.76B	.87	-6	10	.93	11	39
1840	1.06	1.14	1.06	1.14	1.22	-8	10	1.30	1	204
1850	1.50	1.60	1.50	1.60	1.69	UNCH	200	----		
TOTAL							EST. VOL		VOL	OPEN INT.
TOTAL							505		119	2487

Opomba: Posamezni stolpci v tabeli pomenijo naslednje:

Strike – izvršilna cena; *Open* – otvoritvena cena pogodbe ob začetku trgovanja; *High* – najvišja cena, s katero se je trgovalo tisti dan, za konkretno izvršilno ceno; *Low* – najnižja cena, s katero se je trgovalo tisti dan, za konkretno izvršilno ceno; *Last* – premija opcije na koncu trgovanja tisti dan; *Sett* – cena, po kateri so bile pogodbe sklenjene na koncu trgovanja tistega dne; *Chge* – sprememba cene od prejšnjega dneva trgovanja; *Vol* – število opcij, s katerimi se je trgovalo tisti dan. Zadnji trije stolpci pa so podatki za prejšnji dan, in sicer navedena je cena, po kateri so bile sklenjene pogodbe prejšnjega dne, število pogodb ter število vseh odprtih pogodb na koncu trgovanja prejšnjega dne (INT). Podatki o imenu pogodbe, mesecu izvršitve, valuti ter za katero opcijo gre (call ali put) so navedeni v tretji vrstici (npr. ZC DEC04 EURO FX OPTIONS CALL).

Vir: Chicago Mercantile Exchange, november 2004.

3.1.4 Primeri uporabe valutnih opcij

Poglejmo si nekaj primerov zavarovanja pred neugodnimi spremembami deviznih tečajev z uporabo valutnih opcij. Vzemimo recimo ameriško podjetje, ki je prodalo evropskemu podjetju določen izdelek. Plačilo naj bi bilo v roku devetdesetih dni ter v evrih in ne v ameriških dolarjih. Vrednost evra na dan, ko je bilo naročilo izvedeno je bila 1250 USD. Ker bo plačilo realizirano v roku devetdesetih dni, je ameriško podjetje dejansko izpostavljeno valutnemu tveganju, ker ne ve, kakšno tečajno razmerje bo v trenutku plačila. Če predpostavimo, da vrednost evra pred plačilom pade na 1150 USD, bo ameriško podjetje realiziralo nižji dobiček ali celo utrpelo izgubo.

Možna rešitev za zavarovanje pred valutno izpostavljenostjo ameriškega podjetja je naslednja: ameriško podjetje lahko kupi put opcijo na evro z izvršilno ceno 1,30 ameriškega dolarja in zanj plača premijo 0,05 USD. Na ta način je ameriško podjetje zaščitilo ceno svojih izdelkov, tako da če evro pade na 1,15 ameriškega dolarja, lahko ameriško podjetje izvrši put opcijo in evro proda po 1,30 ameriških dolarjev. Ko odšteje še plačano premijo za put opcijo, ki je znašala 0,05 ameriškega dolarja, mu ostane 1,25 ameriškega dolarja za evro. To pa je ista cena kot na dan naročila, tako da v tem primeru ameriško podjetje ničesar ne izgubi. Če pa se vrednost evra zviša na 1,35 ameriškega dolarja, lahko ameriško podjetje v tem primeru pridobi dodatni zaslužek. Od 1,35 odšteje plačano premijo, kar potem znaša 1,30 ameriškega dolarja za evro in je več kot 1,25 ameriškega dolarja, ki bi jih dobil v trenutku, ko je bilo izvedeno naročilo.

Uporaba opcij je primerna tudi takrat, ko ne vemo, ali bo dejansko prišlo do realizacije posla ali ne. Za primer vzememo telekomunikacijsko podjetje, ki se je udeležilo razpisa za prodajo telekomunikacijske opreme v tujini. Če podjetje zmaga na razpisu, lahko pričakuje ogromne devizne prilive. Podjetje ima na voljo dve možnosti, in sicer – da se zavaruje ter se prepusti naključnim spremembam deviznih tečajev – in, ker se zaveda valutnega tveganja – se skuša ustrezno zavarovati. Zavarovalo naj bi se s pomočjo prodajne valutne opcije v višini vrednosti deviz, ki mu daje pravico do prodaje deviz po določeni izvršilni ceni, ne pa tudi obveznosti. Lahko se namreč zgodi, da podjetje ne bo izbrano na razpisu (Mrak, 2002, str. 142).

Če podjetje sodeluje na razpisu za nakup tuje opreme, lahko predloži ponudbo denominirano v tuji valuti, in če zmaga, bo potrebovalo sredstva za nakup. Podjetje lahko v tem primeru kupi nakupno opcijo, torej pravico do nakupa določenega zneska tuje valute. Nakupno opcijo bo seveda izvršilo, če bo zmagalo na razpisu, torej če bo potrebovalo devize.

V obeh primerih nakupne ali prodajne opcije, če podjetje ni izbrano, lahko le-to proda po nižji ceni nekomu na trgu ali opcijo zavrže, če je čas do dosvetja potekel. V zadnjem primeru bo kupec opcije utrpel izgubo v višini plačane premije.

Kot primer uporabe opcij za zaščito pred valutnim tveganjem si pogledjmo še primer ameriškega podjetja, ki izvaža v Nemčijo. Ameriško živilsko podjetje je sklenilo z nemškimi veleblagovnicami pogodbo o dobavi blaga v vrednosti 19 mio EUR. Plačila bodo petnajstega v mesecu, in sicer marca, junija, septembra in decembra. Devizni tečaj je trenutno 0,878 USD/EUR. Ameriško podjetje se zaveda, da bo v naslednjem letu prejelo plačila vsako četrtoletje po 4,75 mio EUR, ter lahko utрпи izgubo, če se ne zavaruje pred spremembo deviznega tečaja zaradi razlike pri menjavi EUR/USD. Na voljo ima naslednje strategije (Petrin, 2002, str. 106–107):

1. Kupi nakupno opcijo, ki se izplača. Njena izvršilna cena je toliko kot je trenutni devizni tečaj. S tem se popolnoma zavaruje, vendar je ta oblika zavarovanja najdražja, ker imajo in-the-money opcije največjo premijo.
2. Kupi opcijo, ki je zunaj denarja, pri izvršilni ceni 0,87 USD/EUR, ter plača zanjo manj, ker so opcije, ki se ne izplačajo, cenejše, vendar je v tem primeru izpostavljeno valutnemu tveganju med 0,878 USD/EUR in 0,87 USD/EUR.
3. Zaklene področje, v katerem niha valuta: kupi nakupno opcijo po izvršilni ceni 0,87 in proda prodajno opcijo po ceni 0,89 USD/EUR.

3.1.5 Slovenski trg opcij

Maja 1991 je Ljubljanska borza prvič uvedla trgovanje z opcijami na obveznice RS 2, ki so bile takrat najbolj likviden dolžniški finančni instrument na borzi. Avgusta istega leta je uvedla trgovanje z opcijami na obveznico Lesnine 1, oktobra opcijo na obveznico Rogaške 1 in junija 1992 opcijo na delnico SKB banke. Vendar to poskusno trgovanje z opcijami v Sloveniji ni dolgo trajalo, tako da po oktobru 1992 ni bilo več organiziranega trgovanja z izvedenimi instrumenti na vrednostne papirje, bilo pa je nekaj poslov z izvedenimi instrumenti na valute na domačem deviznem trgu (Veselinovič, 1998, str. 293).

Nekatere banke v Sloveniji že ponujajo svojim strankam valutne opcije. Gre za posredovanje pri prodajnih opcijah, saj jih banke kupijo pri tujih bankah ter naprej prodajo svojim strankam. Nekatere slovenske banke uporabljajo valutne opcije tudi za zaščito svojih lastnih pozicij. Kar se pa slovenskih podjetij tiče, kažejo le-ta zanimanja za nakupe valutnih opcij (Doles, 2004, str. 14). Uporaba opcij v Sloveniji je namreč še vedno pod povprečjem uporabe le-teh v razvitih finančnih sistemih (Doles, 2005, str. 50).

3.2 Terminske pogodbe

Terminske pogodbe (angl. futures contracts) predstavljajo podobno kot terminski posli dogovor med dvema strankama o nakupu ali prodaji neke vrste blaga na določen dan v prihodnosti, po določeni ceni (Hull, 2000, str. 4).

Grinblatt in Titman (1998, str. 237) pravita, da so terminske pogodbe posebne vrste terminskih poslov, s katerimi se trguje na organiziranih trgih.

S terminskimi pogodbami se trguje na organiziranih trgih ali borzah, kjer se o nakupih in prodajah dogovarjajo pooblaščen borzni posredniki. Pogodbena partnerja tako nista v neposrednem stiku. Najpomembnejši trgi terminskih pogodb so Chicago Board of Trade (CBOT), Chicago Mercantile Exchange (CME) in London International Financial Futures Exchange (LIFFE).

Glede na premoženje, za katerega veljajo, delimo terminske pogodbe na:

- *finančne terminske pogodbe* (angl. financial futures contracts), kamor uvrščamo valutne terminske pogodbe, terminske pogodbe na obrestne mere in terminske pogodbe na borzne indekse. Z njimi se je začelo trgovati leta 1975.
- *blagovne terminske pogodbe* (angl. commodity futures contracts), kamor uvrščamo terminske pogodbe na kmetijske proizvode, kovine in minerale, električno energijo, živino. Trgovanje z blagovnimi terminskimi pogodbami se je začelo v ZDA v devetnajstem stoletju (Brigham et al., 1999, str. 743).

Terminske pogodbe imenujemo tudi standardizirane terminske pogodbe, ker so elementi v pogodbi običajno standardizirani. Prednost standardiziranih elementov terminskih pogodb je v tem, da se na ta način zmanjšajo transakcijski stroški trgovanja. Kupec in prodajalec se dogovarjata le o ceni posamezne pogodbe in se jim ni treba dogovarjati o posameznih elementih pogodbe, ker so ti že standardizirani. Standardizacija terminskih pogodb po eni strani predstavlja prednost, ker omogoča oblikovanje zadostnega števila pogodb, potrebno za likvidno trgovanje z določenim instrumentom, po drugi strani pa ima slabost, ker omejuje investitorje glede obsega in datuma izvršitve pogodbe.

Realizacija terminske pogodbe je obvezna, ne glede na razmere na trgu. Lahko se zgodi, da nam trg ne ponuja ustreznih razmer, vendar smo zavezani izvršiti pogodbo v določenem času, to je v času, v katerem poteče pogodba. To je tudi glavna razlika od opcij, ki nam ponujajo pravico do izbire izvršitve, ne pa tudi te obveznosti.

Stroški terminskih pogodb so omejeni na stroške, ki jih borzni posrednik zaračuna za nakup in prodajo določenega instrumenta. Če se gibanje trga odvija v nasprotni smeri, kot smo želeli, pa smo lahko deležni neomejene izgube, kar je še ena od glavnih razlik od opcij, kjer imamo v takem primeru omejeno izgubo v velikosti plačane premije.

Realizacija dobička ali plačilo izgube se izplačuje dnevno. To pa je tudi razlika od terminskih poslov, kjer se dobiček ali izguba izplačuje enkrat, in sicer ob realizaciji pogodbe ali pa v primeru njenega poteka.

Če govorimo o valutnih terminskih pogodbah, gre za terminski nakup ali prodajo deviz, ki vsebuje standardizirane elemente, določene na trgu. Najbolj običajni standardizirani elementi valutnih terminskih pogodb so (Mrak, 2000. str. 130): višina zneska valute, s katero se trguje, način kotacije valute, zadnji dan trgovanja s pogodbo (običajno nekaj dni pred zapadlostjo pogodbe), dan poravnave ter t. i. odstotek zahtevanega kritja (angl. margin requirements).

Trgovanje z valutnimi terminskimi pogodbami se je začelo leta 1972 v Chicagu, ko so v okviru CME organizirali mednarodni finančni trg International Monetary Market (IMM), kjer poslujejo z valutnimi pogodbami pod določenimi pogoji (Zbašnik, 1994, str. 178). Glavni namen trgovanja s terminskimi pogodbami po Lofthouseu (2001, str. 403) je izključno zaščita pred tveganji in špekuliranjem, ne pa dejanska prodaja in nakup deviz.

3.2.1 Trgovanje s terminskimi pogodbami

Preden se podrobneje dotaknemo osnovnih informacij, ki jih lahko srečamo pri trgovanju s terminskimi pogodbami, si pogledajmo nekatere primere terminskih pogodb, ki jih lahko srečamo na CBOT borzi. Kot primer terminskih pogodb podajamo v tabeli 2 pogodbe na kmetijske proizvode, s katerimi se lahko trguje na CBOT.

V prvem stolpcu so podani produkti, s katerimi se trguje, v drugem stolpcu je naveden mesec, s čigar pogodbo se največ trguje⁵. V tretjem stolpcu je navedena trenutna cena, če poteka trgovanje s to pogodbo in se sproti spreminja, če pa je trgovanje zaključeno, je to zadnja cena, ki je bila ponujena za konkretno pogodbo. V zadnjem stolpcu pa je navedena sprememba cene, glede na ceno, s katero je trgovanje zaključeno prejšnji dan. Vidimo lahko, da so cene padle skoraj vsem produktom, razen ovsu, katerega cena je ostala enaka.

⁵ Ni nujno, da se trguje največ s pogodbo tekočega meseca ali s pogodbo, ki prva zapade. Napisana je tista pogodba, za katero je največ ponudb in povpraševanja

Tabela 2: Primeri terminskih pogodb, vezanih na kmetijske proizvode na CBOT

Product	Month	Price	Chg	
Corn	05Mar	197'2	-2'6	↓
Soybeans	05Jan	542'0	-15'4	↓
Soybean Oil	05Jan	19'67	-0'29	↓
Soybeans Meal	05Jan	162'8	-4'9	↓
Wheat	05Mar	297'4	-10'0	↓
Oats	05Mar	164'2	Unch	
Rough Rice	05Jan	695'0	-1'0	↓
mini Corn	05Mar	197'2	-2'6	↓
mini Soybeans	05Jan	542'0	-15'4	↓
mini Wheat	05Mar	297'4	-10'0	↓
Dow AIG Index	05Jan	490'7	-0'9	↓

Vir: Chicago Board Of Trade, januar 2005.

V tabeli 2 so primeri terminskih pogodb na kmetijske proizvode, s katerimi se lahko srečamo na CBOT borzi. Osnovne informacije, o trgovanju s terminskimi pogodbami so prikazane na primeru kotacij terminskih pogodb na CME borzi v tabeli 3.

Zelo pomemben element pri trgovanju s terminskimi pogodbami je t. i. kritje. Kupec terminske pogodbe mora položiti začetno kritje (angl. initial margin), da lahko zavaruje izvršitev pogodbe. Začetno kritje je fleksibilno in je odvisno od vrste instrumenta, natančno pa je določeno, koliko denarja mora biti položenega ob vsaki novo odprti pogodbi. Znaša približno 1–5 % vrednosti pogodbe. Drugo kritje, ki ga lahko določijo borze valutnih terminskih pogodb, je t. i. vzdrževalno kritje (angl. maintenance margin), ki predstavlja mejo, do katere lahko začetno kritje pade. Znaša približno 75 % začetnega kritja.

V tabeli 3 je podan primer kotacij za evro z dne 23. novembra 2004. Prvi stolpec nam govori o mesecu zapadlosti, ki je vsako tretjo sredo v posameznem mesecu. Kotacij je v resnici več, vendar smo za primer izbrali le nekatere.

Trgovanje na CME poteka s približno šestnajstimi različnimi valutami. Vrednosti terminskih valutnih pogodb so standardizirane. S katerimi valutami lahko trgujemo, ter kakšni so standardizirani zneski posameznih pogodb, vidimo iz tabele 4.

Določila terminskih pogodb se razlikujejo od borze do borze. Veljajo predvsem za število valut, s katerimi se trguje, velikosti začetnega in vzdrževalnega kritja, datume zapadlosti pogodb itd.

Tabela 3: Kotacije terminskih pogodb na evro na CME, 23. novembra 2004

Euro Fx Futures GLOBEX® quotes as of 11/23/04 05:20 am											
MTH/	--- SESSION ---					PT	EST	---- PRIOR		DAY	----
STRIKE	OPEN	HIGH	LOW	LAST	SETT	CHGE	VOL	SETT	VOL	INT	
DEC04	1.3043	1.3074	1.2975	1.3061	----	+26	31K	1.3035	62107	227432	
MAR05	1.3027	1.3080	1.2986	1.3070A	----	+27	199	1.3043	295	3709	
JUN05	----	----	1.3055A	1.3055A	----	-5		1.3060	34	381	
SEP05	----	----	----	----	----	UNCH		1.3084		182	
DEC05	----	----	----	----	----	UNCH		1.3109		10	
MAR06	----	----	----	----	----	UNCH		1.3135			
TOTAL							EST. VOL		VOL	OPEN	INT.
TOTAL									62436		231714

Opomba: Posamezni stolpci v tabeli pomenijo:

Open – cena pogodbe ob začetku trgovanja tistega dne; High – najvišja cena pogodbe v tem dnevu trgovanja; Low – najnižja cena pogodbe v tem dnevu trgovanja; Sett – cena po kateri so bile pogodbe sklenjene ob koncu trgovanja; Chge – sprememba v primerjavi s ceno, po kateri so bile pogodbe sklenjene prejšnji dan trgovanja. V zadnjih treh stolpcih so podatki iz prejšnjega dne, kjer INT pomeni število vseh odprtih pogodb na koncu trgovanja za prejšnji dan. EST.VOL – obseg trgovanja v konkretnem dnevu trgovanja (izražen je s številom pogodb); VOL – dejanski obseg trgovanja prejšnjega dne; OPEN INT – število vseh odprtih pogodb na ta dan. Dolge in kratke pozicije niso podane posebej, kar pomeni, da je to število dolgih in kratkih odprtih pogodb na ta dan (Bodie et al., 1999, str. 695).

Vir: Chicago Mercantile Exchange, november 2004.

Tabela 4: Pogodbene valute in vrednosti terminskih pogodb na CME

Valuta	Simbol	Pogodbena vrednost
Avstralski dolar	AUD	100.000
Brazilski real	BRL	100.000
Britanski funt	GBP	62.500
Kanadski dolar	CAD	100.000
Evro	EUR	125.000
Japonski jen	JPY	6.250.000
Mehiški peso	MXN	500.000
Novozelandski dolar	NZD	100.000
Norveška krona	NOK	2.000.000
Ruski rubelj	RUR	2.500.000
Južnoafriški rand	ZAR	500.000
Švedska krona	SEK	2.000.000.
Švicarski frank	CHF	125. 000
Madžarski forint	HUF	30.000.000
Poljski zlot	PLZ	500.000
Češka krona	CZK	4.000.000

Vir: Chicago Mercantile Exchange, december 2004.

3.2.2 Primeri uporabe terminskih pogodb

Če primerjamo uporabo terminskih pogodb z uporabo terminskih poslov za zavarovanje pred valutnim tveganjem, lahko rečemo, da se terminske pogodbe uporabljajo v veliko manjši meri. Razlog je predvsem ta, da se ne morejo prilagoditi dejanskim željam strank (standardiziranost!), kot pri terminskih poslih. Zato pa se v veliki meri uporabljajo za špekuliranje, kar standardiziranost po drugi strani omogoča (standardni zneski, fiksni roki zapadlosti itd.). Zaradi tega, se večina terminskih pogodb ne izvrši, medtem ko se približno 99 odstotkov vseh terminskih poslov dejansko izvrši ali pride do dobave konkretnega blaga ali valute. Terminsko valutno pogodbo si bomo pogledali na primeru britanskega izvoznika v ZDA.

Recimo, da britanski izvoznik izvaža določene izdelke v ZDA za ameriške dolarje. Torej je med prodajo blaga in prejemom plačila izpostavljen negativnemu vplivu sprememb deviznega tečaja. Podjetje pričakuje, da bo ameriški kupec 1. junija nakazal plačilo 5 mio USD. Trenutni gotovinski tečaj je 1,9205 USD/GBP. Podjetje torej proda danes blago, pričakuje pa plačilo čez 3 mesece. Če bi mu ameriški kupec plačal danes, bi britanski izvoznik dobil 2.603.488,48 GBP (= 5.000.000 USD / 1,9205 USD/GBP). Da bi si zagotovil enako plačilo, kot na dan prodaje blaga, se mora britanski izvoznik zavarovati zaradi možne spremembe v tečajih. Trimesečni tečaj je 1,9010, cena junijske pogodbe pa 1,8848 USD/GBP.

Britanski izvoznik se zavaruje tako, da kupi 42 terminskih pogodb za GBP (vrednost ene je 62.500 GBP) po tečaju 1,8848. Kupi torej $42 * 62.500 = 2.625.000$ GBP. Ta znesek ga bo stal $2.625.000 \text{ GBP} * 1,8848 \text{ USD/GBP} = 4.947.600 \text{ USD}$.

Ko pride 1. junija do plačila, je gotovinski tečaj 1,9955 USD/GBP. Če britanski izvoznik proda 5 milijonov USD, prejme $(5.000.000 \text{ USD} / 1,9955 \text{ USD/GBP}) 2.505.637,69 \text{ GBP}$.

Če podjetje istega dne proda 42 terminskih pogodb po tečaju 1,9598 USD/GBP, bo dobilo 5.144.475 USD ($2.625.000 \text{ GBP} * 1,9598 \text{ USD/GBP}$), kar je za 196.875 USD več. Toliko je britanski izvoznik zaslužil s terminskimi pogodbami. Če ne bi sklenil terminskih pogodb, bi izgubil 97.850. Z dobičkom iz trgovanja s terminskimi pogodbami lahko krije izgubo pri takojšnjem konvertiranju dolarjev (Zbašnik, 1994, str. 181).

3.2.3 Slovenski trg terminskih pogodb

Leta 1995 je bila ustanovljena Blagovna Borza Ljubljana (BBL), na kateri se je trgovalo z valutnimi terminskimi pogodbami na takratno nemško marko, ameriški dolar, italijansko liro ter z razmerjem ameriškega dolarja in nemške marke. Poleg omenjenih valutnih terminskih pogodb se je trgovalo še s terminskimi pogodbami na obrestno mero, s terminskimi pogodbami na

delnice poslovnega sistema Mercator, Droge Portorož, Krke, Pivovarne Laško in Luke Koper ter s terminskimi pogodbami na borzni indeks delnic.

V začetku leta 1996 je bila ustanovljena Terminska borza kot hčerinsko podjetje Ljubljanske borze. Terminska borza je ponujala podobne valutne terminske pogodbe, kot je BBL, zato se je začel boj za čim večji tržni delež. Projekt Terminske borze je bil ustavljen še isto leto. V letu 1997 je bil uveden stečaj za BBL, saj je začel obseg trgovanja upadati in ni bil zadosten za pokrivanje stroškov.

Leta 1998 je bila ustanovljena Mednarodna borza za opsijske in terminske pogodbe (MBOT), katere ustanovitelji so bili nekdanji člani BBL in nekatera podjetja. Trgovanja z valutnimi terminskimi pogodbami je bilo na tej borzi zanemarljivo malo.

3.3 Terminski posli

Terminski posli (angl. forward contract) predstavljajo eno od najbolj enostavnih in razširjenih oblik zaščite valutnega tveganja. Gre je dogovor med dvema strankama za nakup ali prodajo določene količine nekega blaga, valute ali finančnega instrumenta po določeni ceni z dostavo na določen dan v prihodnosti. Zato ker se s terminskimi posli ne trguje na organiziranih trgih in niso standardizirane, obstaja možnost neizpolnitve pogodbe druge nasprotne stranke (Casabona, Traficanti, 2000, str. 261).

Terminski posel omogoča, da podjetje vnaprej vračuna fiksni strošek ali prihodek v ceno svojega proizvoda in/ali storitve ter se tako posveti svoji osnovni dejavnosti, ne da bi bilo obremenjeno s tveganji, ki ga lahko povzroči sprememba deviznih tečajev.

Terminski posel je zavezujoča finančna pogodba med dvema strankama s poravnavo v prihodnosti, pri kateri se stranki v poslu dogovorita za nakup ali prodajo, izmenjavo ali dobavo določene količine/zneska tuje valute, indeksa, vrednostnega papirja ali drugega referenčnega instrumenta po ceni, dogovorjeni na dan sklenitve posla. Lahko rečemo, da je terminski posel izvedeni finančni instrument zaradi naslednjih razlogov⁶:

- sedanja vrednost posla je dejansko izpeljana iz višine (sprememb) referenčnih cen/tečajev,
- zahteva majhno ali nič začetne investicije,
- poravnava sledi v prihodnosti.

⁶ Povzeto po spletnih straneh, Zakoni in predpisi, Banka Slovenije, december 2004.

Ena od strank ima dolgo (angl. long) pozicijo, kar pomeni, da se zaveže k nakupu določenega blaga po določeni ceni na določen dan v prihodnosti. Druga od strank ima kratko (angl. short) pozicijo, kar pomeni, da se strinja s prodajo blaga na isti datum po dogovorjeni ceni. Cena v terminskih poslih je znana kot izvršilna ali poravnalna cena (angl. delivery price) (Hull, 2000, str. 1).

Terminski posli se največkrat uporabljajo za zavarovanje pred valutnimi tveganji, nekateri jih tudi uporabljajo za špekuliranje, čeprav se v ta namen bolj uporabljajo terminske pogodbe. Najbolj razširjen terminski posel je valutni terminski posel. Sledi mu obrestni terminski posel. Terminske posle lahko sklepamo za katero koli blago.

Za razliko od terminskih pogodb, pri katerih se dejansko izvrši le okrog 3 % pogodb, gre pri terminskih poslih za dejansko dobavo določene količine valut na določen dan dospetja. Terminski posli so bolj fleksibilni od terminskih pogodb, vendar imajo nižjo likvidnost.

3.3.1 Primeri uporabe terminskih poslov

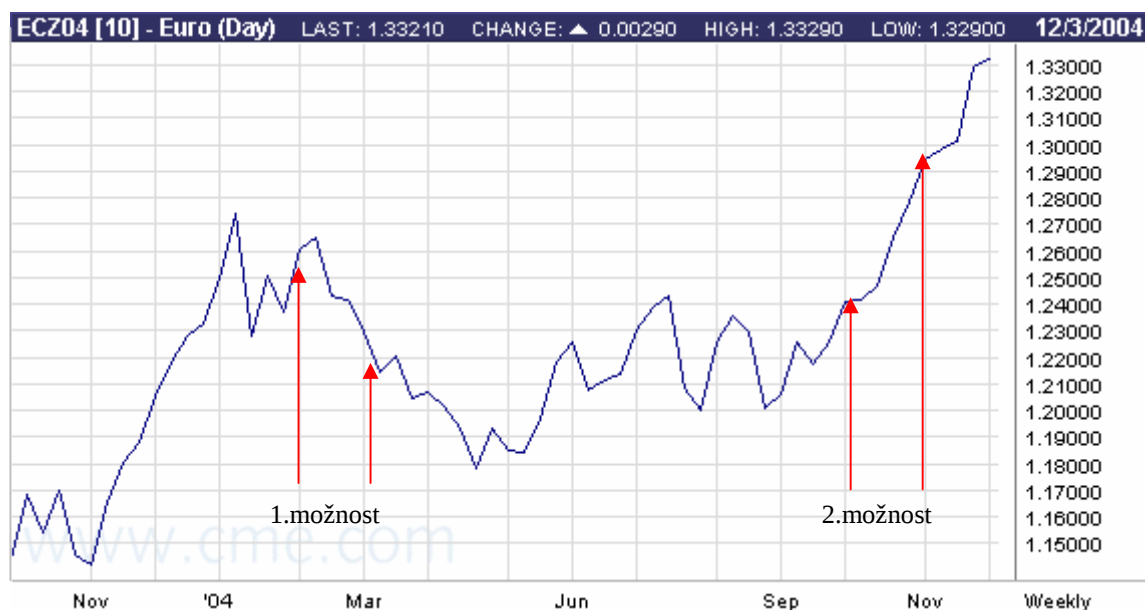
Uporabo terminskih poslov za zavarovanje valutnega tveganja bomo pokazali s pomočjo podatkov o gibanju tedenskih tečajev evra glede na ameriški dolar, ki je prikazan na sliki 4.

Predpostavimo, da neko evropsko podjetje pričakuje priliv 1 milijona USD, ki jih bo pretvorilo v evro. Predpostavimo še, da priliv pričakuje čez en mesec. Podjetje je torej seznanjeno z datumom priliva in zneskom, vendar pa ne pozna tečaja čez mesec dni, zato ne pozna točnega zneska v evrih na dan priliva. Izpostavljeno je torej valutnemu tveganju. Lahko se zgodita naslednji situaciji (glej sliko 4):

- 1) Tečaj EUR/USD čez mesec dni oslabi. Če pogledamo na grafu, je tečaj EUR/USD oslabil v obdobju med februarjem in marcem 2004, in sicer iz vrednosti ca. 1,26 ameriškega dolarja za evro je padel na ca. 1,22 ameriškega dolarja za evro.
- 2) Tečaj EUR/USD čez mesec dni zraste. Če pogledamo sliko 4, je tečaj EUR/USD zrasel v obdobju med oktobrom in novembrom iz ca. 1,24 ameriškega dolarja za evro na ca. 1,29 ameriškega dolarja za evro.

Najbolj pomembno je, da se podjetje zaveda, da je izpostavljeno valutnemu tveganju ob prilivu dolarjev. Za katero obliko zavarovanja se bo podjetje odločilo, je odvisno samo od njega samega. Recimo, da se odloči, da terminsko proda dolarje. S posrednikom, npr. banko, se podjetje dogovori o natančnem znesku in datumu prodaje dolarjev.

Slika 4: Gibanje tečaja EUR/USD, v obdobju oktober 2003 – december 2004 na CME borzi



Vir: Chicago Mercantile Exchange, december 2004.

Recimo, da se podjetje dogovori, da bo čez mesec dni prodalo ameriške dolarje po terminskem tečaju 1,24 dolarja za evro. Na datum zapadlosti (čez mesec dni) znaša promptni tečaj 1,22 dolarja za evro, kar pomeni, da podjetje proda po USD po ugodnejšem terminskem tečaju.

Pri drugi možnosti se podjetje danes dogovori, da bo čez mesec dni prodalo ameriške dolarje po tečaju 1,24 dolarja za evro. Če na datum zapadlosti promptni tečaj znaša 1,29 dolarja za evro, podjetje proda po slabšem, vendar vnaprej znanem terminskem tečaju, tako da nima izgube.

Predpostavimo sedaj, da podjetje pričakuje odliv v višini 1 milijon USD. Nakup USD bo izvršilo z evri. Podjetje je tako kot v zgornjem primeru seznanjeno z datumom in zneskom, ki ga mora plačati v USD. Ne pozna tečaja na dan nakupa USD, posledično pa tudi ne natančnega zneska v EUR, ki ga bo potrebovalo za nakup USD. Tako kot v prvem primeru imamo dve možnosti gibanja tečajev EUR/USD do dneva nakupa.

Recimo, da se podjetje dogovori, da bo čez mesec dni kupilo ameriške dolarje po terminskem tečaju 1,24 dolarja za evro. Na datum zapadlosti čez mesec dni pa znaša promptni tečaj 1,22 dolarja za evro, kar pomeni, da podjetje proda po USD po slabšem, vendar znanem terminskem tečaju.

Pri drugi možnosti pa se podjetje danes naprimer dogovori, da bo čez mesec dni kupilo ameriške dolarje po tečaju 1,24 dolarja za evro. Če na datum zapadlosti znaša promptni tečaj 1,29 dolarja za evro, podjetje kupi USD po ugodnejšem ter znanem terminskem tečaju.⁷

3.3.2 Slovenski trg terminskih poslov

Trgovanje s terminskimi posli se je v Sloveniji razvilo po letu 1996. Podjetja, ki so v veliki meri podvržena valutnemu tveganju, so bolj ali manj seznanjena s terminskimi posli kot obliko zavarovanja pred valutnim tveganjem. Precej podjetij jih uporablja v vsakodnevni praksi (Doles, 2004, str. 4).

Nekatere banke zavarujejo valutna tveganja s pomočjo terminskih poslov ter jih tudi ponujajo svojim komitentom. Kako se je obseg zavarovanja s terminskimi posli povečeval/zmanjševal v zadnjih letih, bomo ugotovili iz rezultatov raziskave.

3.4 Zamenjave

Eno najbolj pomembnih finančnih inovacij zadnjega časa predstavljajo zamenjave, znane tudi kot swap posli. Zamenjave predstavljajo dogovor med dvema strankama o zamenjavi dveh različnih načinov plačila v prihodnosti (Prohaska, 2004, str. 178). Tri desetletja gibljivih deviznih tečajev so močno vplivala in povzročila velika nihanja vrednosti podjetij, zlasti tistih na mednarodnih trgih. Pogosto so podjetja uporabljala vzporedna posojila za zavarovanje pred valutnim tveganjem. Iz teh so se razvile zamenjave. Razvoj zamenjav sega v začetke osemdesetih let, zato jih uvrščamo med novejšje izvedene finančne instrumente, vendar zato nič manj pomembne.

Valutna zamenjava je zavezujoč dogovor med dvema strankama za zamenjavo dveh valut za določeno obdobje. Gre za promptni nakup ali prodajo določenega zneska določene valute in hkratno terminsko prodajo ali nakup istega zneska te valute (Bishop, 1992, str. 234).

Valutna zamenjava je kombinacija promptnega in terminskega posla, ko je terminski posel po znesku enak, vendar ravno obratnosmeren promptnemu poslu. Lahko gre tudi za kombinacijo dveh terminskih poslov, pri čemer imata oba sklenjena obratnosmerna terminska posla različna

⁷ Naj omenim, da terminski tečaj ne pomeni napovedovanja tečajev v prihodnosti in ni izbran naključno, ampak se ga izračuna s pomočjo paritete obrestnih mer med dvema valutama. Terminski tečaj je v skladu s slednjo enak promptnemu tečaju, povečanemu za obrestni diferencial:

$$\text{Terminski tečaj} = \text{promptni tečaj} + (O^B - O^A) * \text{promptni tečaj} * \text{dospetje} / 100 * 360,$$

kjer je O^A obrestna mera osnovne valute, O^B pa obrestna mera kotirajoče valute.

datuma zapadlosti. Valutna zamenjava pomeni dejansko poravnavo osnovne valute tako na dan zapadlosti promptne in tudi na dan zapadlosti terminske transakcije⁸.

Pri zamenjavah dobi vsaka od strank v uporabo nasprotno valuto do dneva zapadlosti. Stranki se dogovorita za zamenjavo valut po vnaprej dogovorjenem tečaju, tako da valutna zamenjava ne vsebuje tveganja spremembe deviznega tečaja. Valutne zamenjave se sklepajo za daljša obdobja, zato so primerne za zaščito dolgoročnih naložb in obveznosti. Primerne so tudi za zamenjavo periodičnih denarnih tokov. V nasprotnem primeru je treba skleniti večje število terminskih poslov ali pogodb.

Preden so se razvile valutne zamenjave, so mnoga podjetja uporabljala posebne oblike zavarovanja, kot so vzporedna ali »back-to-back« posojila, iz katerih so se pozneje tudi razvile zamenjave. Gre za to, da se dve multinacionalki iz različnih držav dogovorita, da bosta svojima filialama dodelili posojilo v valuti države, kjer se filiala nahaja. Ob zapadlosti se dodeljena posojila vrnejo v enaki valuti in brez posredovanja deviznih trgov. (Prohaska, 2004, str. 191).

V pričujoči nalogi sicer omenjamo valutne zamenjave, vendar pa ob teh obstajajo še obrestne zamenjave, kreditne zamenjave ter kombinirane oblike zamenjav⁹.

3.4.1 Primeri uporabe valutnih zamenjav

Banke se na mednarodnih trgih zadolžujejo v različnih valutah. Zadolževanje je pogosto po fiksnih obrestnih merah, njihova aktiva pa ustvarja variabilne obveznosti ponavadi v domači valuti, zato je zanje smiselno, da pretvorijo del fiksnih obveznosti v variabilne in izravnaajo devizno pozicijo ter na ta način zmanjšajo valutno tveganje in tveganje tržnih obrestnih mer. Podjetja imajo po drugi strani možnost poceni zadolževanja na kratkoročnih trgih po variabilni obrestni meri, stroške financiranja pa želijo fiksirati. Na ta način dobimo valutne zamenjave, ki so hkrati obrestne (Giddy, 1995, str. 374).

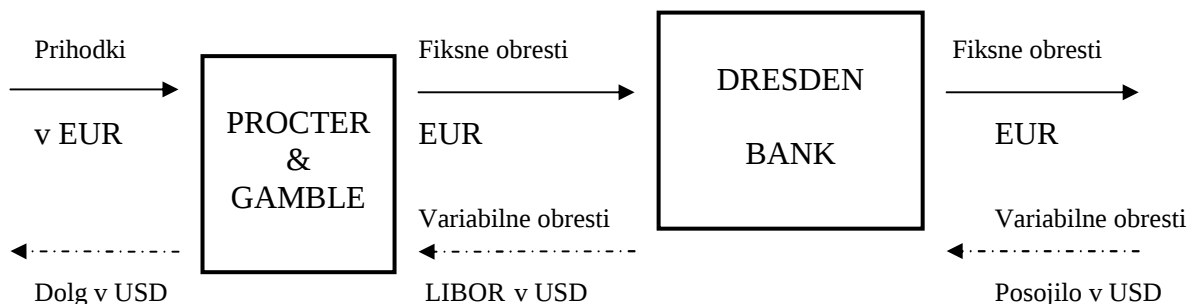
Primer *variabilno – fiksne valutne zamenjave* si bomo pogledali na primeru podjetja Procter&Gamble ter Dresden bank. Podjetje Procter&Gamble ima dostop do kratkoročnih virov financiranja v ZDA, želi pa se zadolžiti do 350 milijonov EUR po fiksni obrestni meri. V podjetju načrtujejo gradnjo novega proizvodnega obrata v Leipzigu. Po drugi strani ima Dresden bank, veliko dolgoročnih virov financiranja v evrih po fiksnih obrestnih merah in želi del obveznosti pretvoriti v ameriške dolarje po variabilni obrestni meri. V tem primeru je to LIBOR. Podjetje Procter&Gamble se strinja s pogoji zamenjave, ki mu jih ponuja Dresden bank, ter zamenja glavnico v protivrednosti 350 mio evrov v ameriških dolarjih po promptnem tečaju za

⁸ Banka Koper, december 2004.

⁹ Več o teh najdemo npr. v Tavakoli (2001), Kasapi (1999).

evre za dobo sedmih let. Procter&Gamble tako plačuje fiksne obresti, ki izvirajo iz obveznosti Dresden bank za glavnico. Dresden bank pa plačuje LIBOR, ki izvira iz dolga podjetja Procter&Gamble. Po sedmih letih bosta stranki izmenjali glavnico, da bi lahko spet vrnila dolg.

Slika 5: Prikaz valutne zamenjave



Vir: Giddy, 1995, str. 375.

Z vidika podjetja Procter&Gamble je zamenjava podobna nakupu sedemletnega vrednostnega papirja s spremenljivo obrestno mero (6-mesečni LIBOR), nominiranim v USD, ki je financiran s sedemletno obveznico, nominirano v evrih.

V naslednjem primeru si pogledajmo primer *fiksno – fiksne valutne zamenjave*. Iz dveh običajnih valutnih zamenjav bomo izpeljali osnovno valutno zamenjavo. Ob fiksnih obrestnih merah izmenjamo različne valute, zato se ta zamenjava tudi imenuje fiksno – fiksna valutna zamenjava.

Predpostavimo, da ima neko podjetje dolg denominiran v avstralskih dolarjih ter plačuje zanj fiksne obresti. Denominacijo tega dolga želi pretvoriti v japonski jen, za katerega bi plačevalo nizke obresti. Podjetje poišče kotacijo valutnih zamenjav za avstralski dolar in japonski jen (podani so glede na šestmesečni LIBOR). Iz podatkov dobi, da podjetje ponuja plačilo 14,78 % fiksnih obresti v avstralskih dolarjih v zamenjavo za šestmesečni LIBOR v ameriških dolarjih ali za plačilo šestmesečnega LIBOR-ja v ameriških dolarjih v zamenjavo za 15,13 % fiksnih obresti v avstralskih dolarjih. Podobno je podana kotacija za japonski jen, in sicer tako, da je banka pripravljena plačevati 5,35 % ali prejemati 5,45 % za šestmesečni LIBOR.

Podjetje lahko iz teh dveh kotacij ugotovi pogoje za zamenjavo, ki bo sestavljena iz dveh zamenjav:

- 1) plačuje šestmesečni LIBOR v USD in prejema 14,78 % v avstralskih dolarjih;
- 2) prejema šestmesečni LIBOR v USD, plačuje pa 5,45 % v jenih.

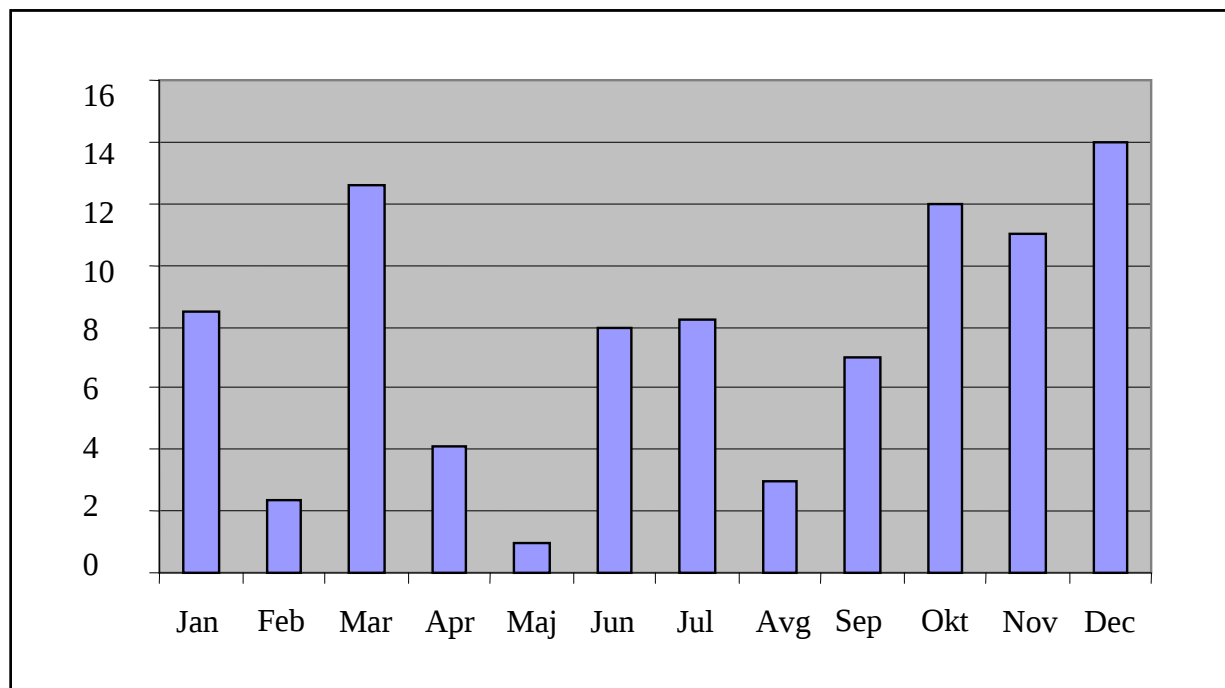
Banka, ki ponuja podjetju zamenjavo, bo na zahtevo podjetja ponudila zamenjavo fiksnih obresti za dolg v avstralskih dolarjih za fiksne obresti za dolg v jenih. Ta ponudba se ne bo zelo razlikovala od tiste, ki jo dobimo, če sestavimo dve zamenjavi (Giddy, 1995, str. 377).

3.4.2 Slovenski trg zamenjav

Valutne zamenjave v Sloveniji so do sedaj uporabljale v glavnem banke, ko so skrbele za uravnavanje razmerja med tolarsko in devizno likvidnostjo. Če ima banka slabo tolarsko in dobro devizno likvidnost, lahko naredijo zamenjavo med tolarji in dejansko devizo.

Po podatkih o denarnem trgu Banke Slovenije za leto 2002 so bile valutne zamenjave glede na promet drugi najobsežnejši del denarnega trga. Prvi je bil medbančni depozitni trg. Promet z valutnimi zamenjavami je v letu 2002 znašal 1348 milijard SIT, kar pa je bilo za 2,6-krat več kot v letu 2001. Povečalo se je trgovanje z valutnimi zamenjavami pri poslih med bankami in nerezidenti ali tujimi bankami. Le-to je predstavljalo 66,4 % celotnega prometa. Promet med bankami je takrat znašal 17,2 %, ostalo pa je bil promet s podjetji in fizičnimi osebami. Povprečna ročnost valutnih zamenjav v letu 2002 je znašala 10 dni. Promet z ročnostjo do 30 dni pa je znašal kar 96,2 % celotnega prometa. Največ prometa je bilo sklenjenega z evro valuto, in sicer 94,4 % (Informacije o denarnem trgu v letu 2002, Banka Slovenije, december 2004).

Slika 6: Obseg trgovanja z valutnimi zamenjavami v letu 2004 po posameznih mesecih (v milijardah SIT)



Vir: Mesečne informacije o dogajanjih na denarnem trgu, Banka Slovenije, februar 2005.

Na osnovi mesečnih informacij o dogajanjih na denarnem trgu v letu 2004 je bil promet z valutnimi zamenjavami v povprečju 7,6 milijarde SIT, kar znaša za 5,6-krat več kot v letu 2002. Večina poslov je bila sklenjenih v evrih in z ročnostjo do 30 dni (od teh pa večina z ročnostjo prek noči). Izjema sta meseca julij, ko je bila ročnost do 92 dni, in avgust, ko je bila ročnost nad 30 dni. Kakšni so bili obsegi trgovanja z valutnimi zamenjavami po posameznih mesecih v letu 2004, lahko vidimo na sliki 6.

3.5 Primerjava izvedenih finančnih instrumentov

V tem podpoglavju so navedene primerjave med nekaterimi izvedenimi instrumenti ali razlike in podobnosti med posameznimi instrumenti. Terminske pogodbe in posli so zelo podobni, oboji predstavljajo dogovor o trgovanju določenega blaga v določenem času v prihodnosti. Zaradi te podobnosti se s terminskimi pogodbami in terminskimi posli trguje, kot da bi bile enake, čeprav niso (Malliaris, 1997, str. 29).

Osnovne razlike med terminskimi posli in terminskimi pogodbami veljajo za naslednje lastnosti:

- *Standardiziranost*: največja razlika med terminskimi pogodbami in posli velja ravno za standardiziranost. Terminski posli niso standardizirani. Elementi pogodbe so odvisni od individualnih potreb posameznika. To je po eni strani dobro, ker bi rada vsaka stranka drugačno količino, kvaliteto ter zapadlost, po drugi strani pa se terminskim poslom zaradi tega zmanjšuje likvidnost. Pri terminskih pogodbah pa so elementi, kot so količina, zapadlost, način izpolnitve pogodbe, standardizirani. Edino, kar se pri terminskih pogodbah spreminja, je cena – ravno ta standardiziranost omogoča, da so terminske pogodbe bolj likvidne.
- *Poravnava*: ta je pri terminski poslih odvisna od individualnih potreb klienta, pri terminskih pogodbah pa je standardizirana. Pri terminskih pogodbah za poravnavo skrbi klirinška hiša, poravnava pa se realizira dnevno. Klirinška hiša tudi nastopa kot nasprotna pogodbeni stranka pri vseh pogodbah, tako da je tveganje neizpolnitve pogodbe druge stranke manjše. Klirinška hiša še skrbi za dostavo blaga ob zapadlosti pogodbe, vendar je odstotek izvedenih terminskih pogodb zelo majhen, ker se jih večina zapre pred zapadlostjo. Pri terminskih poslih pa gre za dejansko dostavo blaga ob zapadlosti. Poravnava se zgodi enkrat ob realizaciji pogodbe ali njeni zapadlosti. Pri terminskih poslih ni posredovanja klirinške hiše kot nasprotne stranke, tako da je tveganje neizpolnitve pogodbe nasprotne stranke večje.
- *Trg*: trgovanje s terminskimi pogodbami se opravlja na organiziranem trgu – borzi. Prednost trgovanja na borzi je koncentracija ponudbe in povpraševanja na enem mestu,

tako da tudi ta značilnost povečuje likvidnost terminskih pogodb. Ker je trgovanje na organiziranem trgu, pogodbeni partnerja nista v neposrednem stiku. Zaradi vstopa borze v pogodbo ter zahteve po eksplicitnem zavarovanju (kritju), je trgovanje s terminskimi pogodbami bolj varno. Pogodbe so dostopne vsakomur, ki želi poslovati. Trgovanje s terminskimi posli se odvija na t. i. OTC-trgu oziroma trgu prek okenc (angl. over the counter). Trg je neorganiziran, zato se lahko za en instrument trgovanja pojavita različni ceni na različnih mestih. Slabost tega je manjša likvidnost terminskih poslov. Pogodbeni partnerja sta v neposrednem stiku. Ker zavarovanje ni eksplicitno zahtevano, je varnost manjša kot pri terminskih pogodbah, ali pa je tveganost instrumenta večja in se večina poslov opravlja le s kredibilnimi partnerji. Iz tega sledi, da so pogodbe dostopne le velikim klientom z dobro boniteto.

- *Regulacija trgovanja:* pri terminskih pogodbah je trgovanje regulirano s pravili, ki jih sprejme vsaka borza zase. Pri terminskih poslih pa regulacija trgovanja ni eksplicitno določena. To izhaja iz dejstva, da so terminske pogodbe standardizirane, terminski posli pa ne.
- *Realizacija pogodbe:* kot pri terminskih pogodbah je tudi pri terminskih poslih realizacija pogodb obvezna.
- *Ročnost pogodb:* ročnost pogodb pri terminskih pogodbah je standardizirana, pri terminskih poslih pa je odvisna od individualnih potreb klienta, vendar pri obeh vrstah pogodb ročnost ni daljša od enega leta.

Osnovne razlike ali podobnosti med terminskimi in opcijskimi pogodbami veljajo za naslednje lastnosti:

- *Izvršitev pogodbe:* če primerjamo opcije s terminskimi pogodbami, lahko ugotovimo, da je osnovna razlika ta, da ima kupec v primeru opcijske pogodbe možnost ali pravico in ne obveznosti do izvršitve opcije, medtem ko je ponudnik opcije dolžan svojo obveznost izpolniti, za kar kupec opcije plača ponudniku opcije premijo. Če so za kupca razmere na trgu ugodne, lahko izvrši opcijo in obratno, če niso, je ne izvrši in takrat utrpí izgubo v višini plačane premije. V primeru terminskih pogodb sta oba, kupec in ponudnik, dolžna izpolniti pogodbo, ki mora biti izpolnjena v času zapadlosti, tudi v primeru, če so razmere na trgu takšne, da pogodbe najraje ne bi izvršili. Pri terminskih pogodbah kupec terminske pogodbe ne plača prodajalcu pogodbe premije, da ta sprejme posel.
- *Tveganje in povračilo:* tudi značilnosti tveganja in povračila pri opcijskih in terminskih pogodbah so različne. Pri terminskih pogodbah kupec pogodbe realizira dobiček „dolar-na-dolar“, če cena terminske pogodbe naraste, in utrpí izgubo „dolar-na-dolar“, če cena terminske pogodbe pade. Pri opcijah pa nimamo tako simetričnega odnosa med

tveganjem in donosom v razmerju med kupcem in ponudnikom opcije, zato se trg opcij razlikuje od drugih trgov, pri katerih obstaja bistveno večje ravnotežje med kupci in prodajalci posameznega instrumenta. Pri opcijah imamo popolno asimetrijo. Največ kar lahko izgubi kupec opcije, je njena cena. Medtem ko kupec opcije pridobi in obdrži vse možne ugodnosti, je pridobitev za prodajalca vedno omejena s ceno opcije. Najvišji dobiček, ki ga prodajalec opcije lahko pričakuje, je enak ceni opcije, ki je povračilo za obratno sorazmerno tveganje. To razlikovanje je zelo pomembno za tistega, ki investira ali se odloča med opcijami in terminskimi pogodbami. Tako lahko uporabi terminsko pogodbo, kot sredstvo za zavarovanje pred simetričnim tveganjem, in opcije za zaščito pred asimetričnim tveganjem.

- *Standardiziranost*: opsijske pogodbe so v nekaterih značilnostih podobne terminskim pogodbam. Tako so recimo izvršilne cene vnaprej določene, pogodbeni zneski in ročnost opcij so standardizirani. Dnevi zapadlosti opcij so vezani na dneve zapadlosti terminskih pogodb. Kot pri terminskih pogodbah se transakcije realizirajo s posredovanjem klirinške hiše. Stopnja varnosti, ki jo pri trgovanju nudijo opsijske pogodbe, je podobna stopnji varnosti, ki jo ponujajo terminske pogodbe (Mrak, 2002, str. 137).

Če primerjamo zamenjave s terminskimi in opsijskimi pogodbami, lahko izpostavimo naslednje:

- *Standardiziranost*: pogodbe o zamenjavi niso nujno standardizirane kot terminske in opsijske pogodbe. Pogodbe o zamenjavah so kot pri terminskih poslih narejene na osnovi individualnih zahtev posameznikov, za razliko od terminskih pogodb, ki so zelo standardizirane, in opsijskih pogodb, pri katerih tudi posameznih elementov pogodbe ni mogoče spreminjati. Trgovanje z zamenjavami na zahtevo pogodbenih partnerjev lahko ostane skrivnost. V nasprotju pa se trgovanje z opsijskimi in terminskimi pogodbami zelo hitro identificira. Rezultat tega je, da trgovanja z opsijskimi in terminskimi pogodbami ne moremo obdržati kot skrivnost.
- *Regulacija trgovanja*: trgovanje z zamenjavami ni tako regulirano kot je trgovanje s terminskimi in opsijskimi pogodbami. Trgovanje s terminskimi pogodbami v ZDA regulira Commodity Futures Trading Commission, za opcije pa je zadolžena Security Exchange Commission (Casabona, Traficanti, 2002, str. 281–282).

4 OSNOVNE ZNAČILNOSTI TRGA IZVEDENIH FINANČNIH INSTRUMENTOV IN UPORABA SLEDNJIH V SVETU

Nekatere značilnosti izvedenih finančnih instrumentov smo že omenili, katere pogoje bi moral izpolnjevati trg izvedenih instrumentov, da bi bil učinkovit, ter katere udeležence lahko srečamo na trgu izvedenih finančnih instrumentov, pa bomo spoznali v nadaljevanju tega poglavja.

Izvedeni finančni instrumenti vplivajo na večjo učinkovitost finančnega trga. To pa predvsem, zato ker izboljšujejo tri temeljne tržne funkcije: individualno alokacijo premoženjskih oblik s stališča potrošnih ekonomskih enot, podjetniško alokacijo kapitala z vidika ekonomskih produkcijskih enot in informiranost trga (Veselinovič, 1996, str. 237).

4.1 *Pogoji za učinkovit trg izvedenih finančnih instrumentov*

Trije temeljni pogoji za učinkovit trg izvedenih finančnih instrumentov so: ustrezna dobra razvitost ter s tem učinkovitost in likvidnost trga z osnovnimi instrumenti, na katere bodo postavljeni izvedeni instrumenti, določena zmerna nestabilnost, ter potrebe trga (Veselinovič, 1996, str. 239). Poleg omenjenih pogojev obstajajo še drugi, ki jih je treba izpostaviti. Ti pa so predvsem:

- *ekonomski položaj države*: ta naj ne bi bil preveč nestabilen niti preveč stabilen, ker so prav izvedeni instrumenti nastali s ciljem zavarovanja pred nestabilnostjo ali nestanovitnostjo ekonomskih kazalcev in v zvezi s tem pred nestabilnostjo ali nestanovitnostjo cen.
- *razvitost finančnega trga*: ta naj ne bi bila preveč majhna niti preveč velika. Potrebna je ustrezna globina in širina finančnega trga, kar pomeni, da moramo imeti ustrezno učinkovit trg dolžniških in lastniških instrumentov.
- *tržna regulativa in nadzor*: ki je pomembna z vidika tržnih udeležencev kot z vidika celotne pravno-formalne ureditve trga. Obstajajo tri vrste ureditev, in sicer tista, ki dopušča udeležencem, da se sami regulirajo, država pa opravlja samo vrhovni nadzor, druga je ureditev, pri kateri je vse pod neposrednim nadzorom države, in tretja je kombinacija obeh. Poleg neposredne regulative in zakonodaje za organiziran trg izvedenih finančnih instrumentov je pomembna tudi posredna regulativa. To velja zlasti za zakonske in podzakonske akte, zanesljivost, hitrost in integriteto pravnih postopkov, izobrazbeno raven uslužbencev, delovanja pravne države ter morebitne finančne restrikcije.

- *lokacija trga*: pri tem se postavljata dve vprašanji, in sicer ali ustanoviti novo borzo, ki se ukvarja le s trgovanjem z izvedenimi finančnimi instrumenti ali izvedene instrumente priključiti že obstoječi borzi. Manjše države ponavadi izberejo drugo možnost, večje pa prvo.
- *tržna struktura*: borza, njeno članstvo, licenciranje, način trgovanja in njegova regulacija, obračun in poravnava transakcij.
- *vključevanje v mednarodno poslovanje*: stopnja dvosmerne internacionalizacije poslovanja (tujina – domači finančni prostor, domači finančni prostor – tujina). Na obeh straneh je treba imeti določeno finančno in davčno regulativo (Veselinovič, 1998, str. 266–273).

4.2 Udeleženci trga izvedenih finančnih instrumentov

Izvedene finančne instrumente lahko uporabljamo v zavarovalne, investicijske in špekulativne namene. Subjekti, ki nastopajo na trgih izvedenih finančnih instrumentov, so lahko v vlogi:

- „*hedgerjev*“ ali *zaščitnikov*, ki s svojim delovanjem na trgu ne želijo tvegati ali se želijo zavarovati pred spremembami cen. Koliko so zaščitniki usklajeni glede ponudbe in povpraševanja na terminskem trgu pa nam kaže razmerje med prodajnimi in nakupnimi pogodbami, ki jih sklenejo. Izkušnje kažejo, da le-ti niso nikoli povsem usklajeni ter da tveganje, ki ostane, krijejo špekulanti.
- *špekulantov*, ki imajo obraten pristop kot hedgerji in predvidevajo, da vedo, kam se bodo gibale cene določenega instrumenta, ter da so na ta način tudi pripravljeni prevzeti tveganja spremembe cen. Njihove dejavnosti so usmerjene v to, da zavestno odpirajo (če trgujejo z valutami) svoje devizne pozicije kratke ali dolge, v upanju, da jim bo to prineslo dobiček. Če pravilno predvidijo gibanje tečaja v prihodnosti, jim transakcije prinesejo dobiček, v obratnem primeru pa utrpijo izgubo. S stališča špekulantov je delovanje na trgu zanimivo, ker lahko z nizkimi vložki upravljajo zelo velike investicije. Razen tega pa imajo možnost preprostega vstopa na trg, enostavnega sklepanja pogodb, možnost velikih dobičkov, ker je tudi tveganje v tem primeru zelo veliko. Njihova vloga na trgu je koristna, ker prevzemajo tveganje od zaščitnikov in na ta način povečujejo likvidnost trga.
- *arbitražnikov*, ki želijo ustvariti dobiček brez prevzemanja kakršnega koli tveganja. Po Mraku (2004, str. 120) je to možno na dva načina, in sicer z izkoriščanjem razlik, do katerih prihaja v deviznih tečajih posamezne valute v različnih finančnih centrih, ter z izkoriščanjem razlik med obrestnimi merami. Pri arbitražnem trgovanju gre za

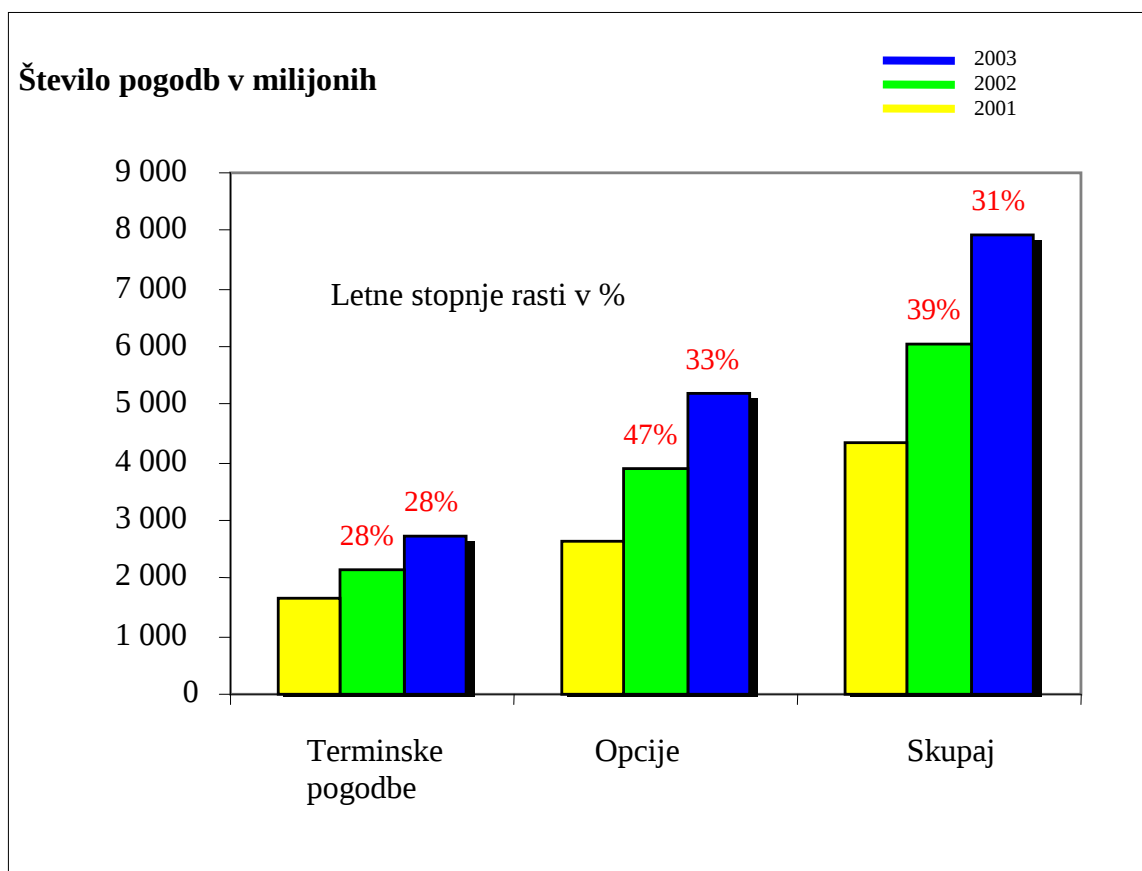
izkoriščanje cenovnih razlik med terminskimi ter promptnimi trgi. Transakcije na promptnem in terminskem trgu si sledijo hkrati, tako ni izpostavljanja morebitnim tveganjem.

Mramor (2000, str. 75–76) dodaja, da je le zadostno število udeležencev iz posamezne skupine nujno za učinkovito delovanje trga.

4.3 Trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti po svetu

V tem podpoglavju bomo predstavili podatke o tem, s katerimi izvedenimi instrumenti se v svetu največ trguje in na katerih borzah. V prilogi 2 je seznam petdesetih vodilnih borz na svetu, s spletnimi naslovi in telefonskimi številkami. V prilogi 3 pa so navedeni podatki o trgovanju z izvedenimi finančnimi instrumenti po svetu v letih 2002 in 2003. Iz predstavljenih podatkov bomo razbrali, na katerih borzah se največ trguje z opcijskimi in terminskimi pogodbami ter kakšna je bila rast trga izvedenih finančnih instrumentov v zadnjih letih.

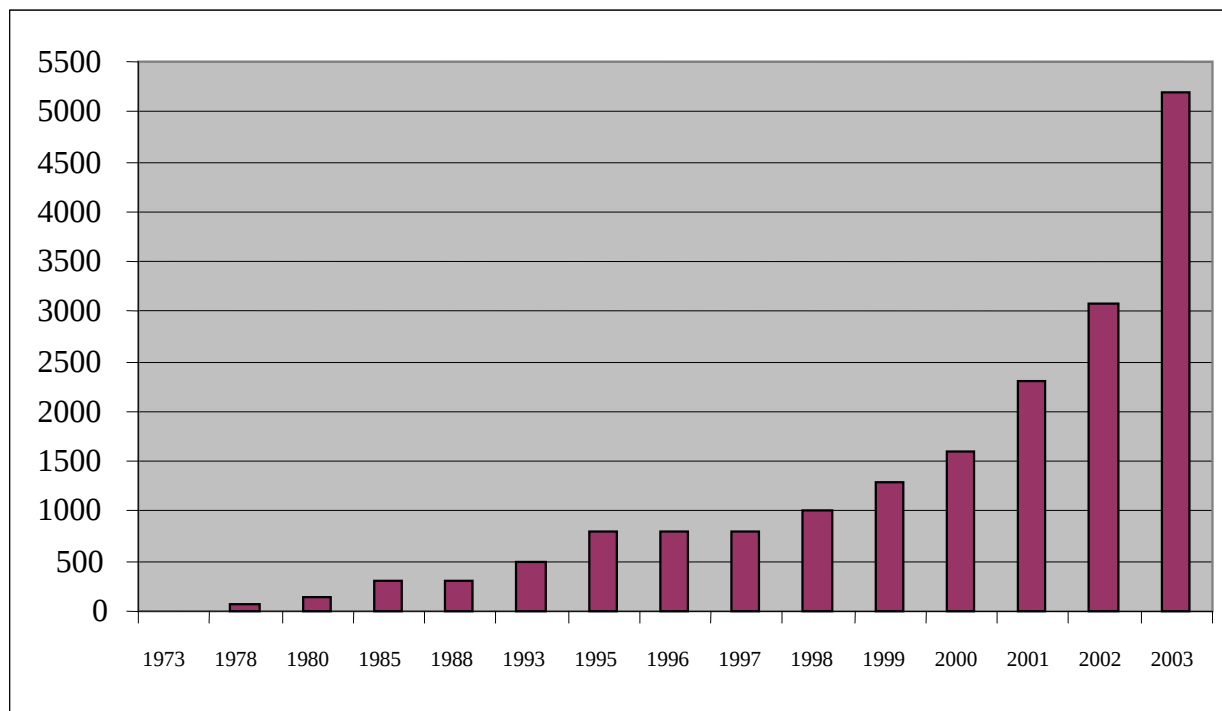
Slika 7: Gibanje števila pogodb z izvedenimi instrumenti po svetu v obdobju 2001–2003



Vir: Svetovno združenje borz, januar 2005.

Na sliki 7 vidimo rast trgovanja izvedenimi finančnimi instrumenti v svetu od leta 2001 do leta 2003. Kot je lahko razvidno, je trg izvedenih finančnih instrumentov v letu 2002 v primerjavi z letom 2001 zrasel za 39 %, leta 2003 v primerjavi z letom 2002 pa za 31 %. Rast števila terminskih pogodb je bila enaka kot v letu 2002, tako tudi v letu 2003. Število opcijskih pogodb se je v letu 2003 povečalo za 33 % v primerjavi z letom 2002, vendar pa je bila stopnja rasti celotnega števila opcijskih pogodb v letu 2003 manjša kot eno leto prej¹⁰.

Slika 8: Gibanje števila opcijskih pogodb po svetu v obdobju od leta 1973 do 2003 (v milijonih)



Vir: Svetovno združenje borz, januar 2005.

Celoten obseg trgovanja z izvedenimi finančnimi instrumenti se v svetu povečuje iz leta v leto. Na osnovi analize podatkov o trgovanju z opcijskimi pogodbami lahko ugotovimo, da se je trgovanje z opcijskimi pogodbami od leta 1973 do leta 2003 povečalo na več kot 5 milijard pogodb (glej sliko 8). Najbolj skokovito rast pa beležijo opcijske pogodbe na indeks in delnice. Podobno kot v letu 2001 je tudi v letu 2002 število opcijskih pogodb na delnice in indeks znašalo približno 90 % celotnega obsega trgovanja z opcijskimi pogodbami. Preostalih 10 % je veljalo za

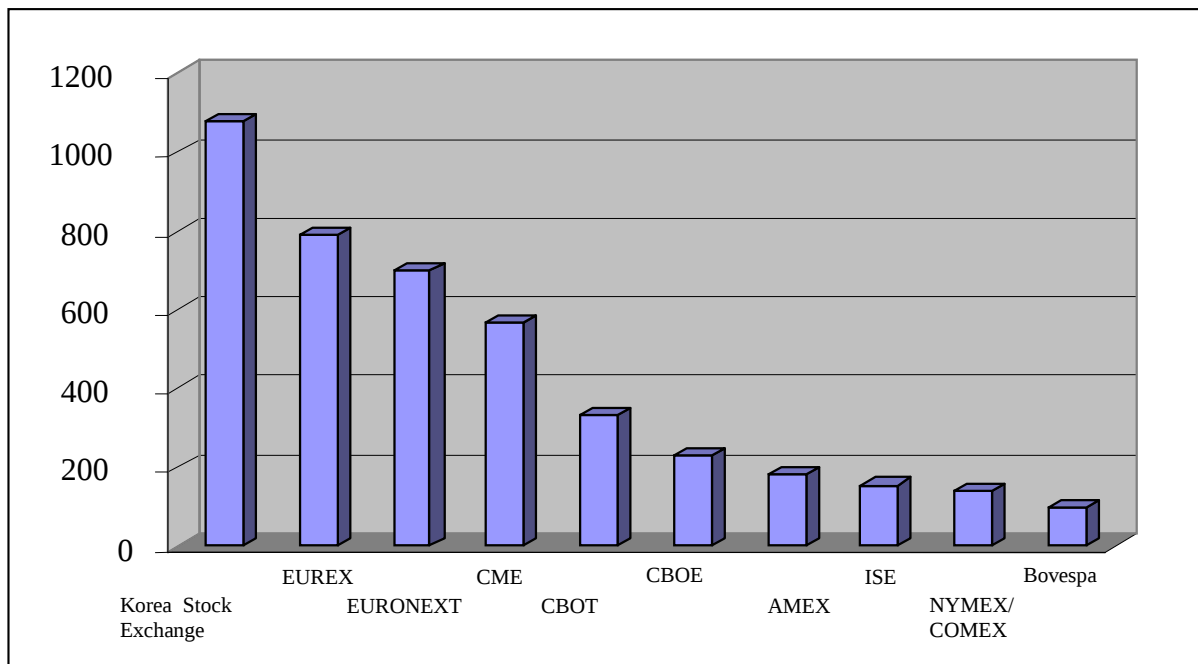
¹⁰ Tako različna in hitra rast trgovanja z opcijami je praktično največ zaradi trgovanja s KOSPI indeksom na korejski borzi. Le število pogodb na ta index je leta 2003 znašalo 55 % od celotnega števila pogodb. (Glej prilogo 3, opcije na indeks). Če pa pogledamo, kakšna bi bila rast opcijskih pogodb v svetu, če ne upoštevamo efekta trgovanja s KOSPI indeksom na korejski borzi, bi znašala letna rast trgovanja z opcijskimi pogodbami v letu 2003 17 %.

valutne opcijske pogodbe, opcijske pogodbe na obrestne mere, blago itd. Tudi trgovanje s terminskimi pogodbami v preteklih letih beleži rast (glej sliko 7).

Iz podatkov Svetovnega združenja borz lahko ugotovimo, da so bile v letu 2002 vodilne pri trgovanju z izvedenimi finančnimi instrumenti naslednje borze: Korea Stock Exchange, EUREX, EURONEXT, Chicago Mercantile Exchange, Chicago Board Of Trade, Chicago Board Options Exchange, American Stock Exchange, International Stock Exchange, New York Mercantile Exchange (NYMEX/COMEX), Bovespa. V kolikšnem obsegu ali koliko število pogodb so imele v tem letu, lahko vidimo na sliki 9. Kot je razvidno, je imela Korea Stock Exchange v tem letu čez milijardo pogodb, EUREX pa nekaj pod osemsto milijonov itd.

Vodilne v trgovanju z opcijskimi pogodbami so bile v letu 2002 (po vrsti) naslednje borze: Korea Stock Exchange, EURONEXT, Chicago Board Options Exchange (CBOE), EUREX, American Stock Exchange (AMEX), International Securities Exchange (ISE), Chicago Mercantile Exchange (CME), Bovespa, Philadelphia Stock Exchange (PHLX), Pacific Exchange (PCX). V trgovanju s terminskimi pogodbami so prevladovali: EUREX, Chicago Mercantile Exchange, Chicago Board Of Trade (CBOT), EURONEXT, New York Mercantile Exchange (NYMEX)/(COMEX), Mercado Mexicano de Derivados (MexDer), BM&F, London Metal Exchange (LME), Korea Stock Exchange in Sydney Futures Exchange (SFE).

Slika 9: Obseg trgovanja (število pogodb v milijonih) z izvedenimi finančnimi instrumenti v desetih vodilnih svetovnih borzah v letu 2002



Vir: Svetovno združenje borz, januar 2005.

Poglejmo še podatke o trgovanju s posameznimi vrstami izvedenih finančnih instrumentov. Če pogledamo tabeli 3 in 4 v prilogi 3, lahko ugotovimo, da se je število opcijskih pogodb na delnice v letu 2003 v primerjavi z letom 2002 povečalo za približno 15 odstotkov, število terminskih pogodb pa za ca. 51 odstotkov. Skupno število opcijskih pogodb je bilo v letu 2003 za približno 17-krat večje od števila terminskih pogodb na delnice.

Vodilni borzi v trgovanju z opcijskimi pogodbami na delnice v Evropi (po podatkih za leto 2003) za število pogodb sta Euronext in Eurex. V Ameriki so to International Stock Exchange, Chicago Board Options Exchange in American Stock Exchange, v Aziji in Pacifiku pa avstralska in indijska borza.

Če pogledamo še trgovanje s terminskimi pogodbami na delnice, lahko ugotovimo, da se s slednjimi v Evropi največ trguje na Euronextu, RTS borzi, in španski borzi, v Aziji pa na indijski borzi.

Trgovanje z opcijskimi pogodbami na indeks se je v letu 2003 v primerjavi z letom 2002 (po številu pogodb) povečalo za približno 44 %, trgovanje s terminskimi pogodbami na indeks za 30 %. Število opcijskih pogodb v letu 2003 je skoraj za 5-krat večje, kot je število terminskih pogodb na indeks.

Če pogledamo, na katerih borzah se je največ trgovalo z opcijskimi pogodbami na indeks v letu 2003 (glej tabeli 5 in 6 v prilogi 3), lahko ugotovimo, da je v Ameriki Chicago Board Options Exchange daleč pred ostalimi, sledita mu American Stock Exchange in International Stock Exchange. V Evropi sta to Eurex in Euronext ter borza v Tel Avivu. V Aziji je to Korea Stock Exchange. S terminskimi pogodbami na indeks se v Ameriki največ trguje na Chicago Mercantile Exchangeu, v Evropi na EUREX-u in v Aziji na Korea Stock Exchange borzi.

Trgovanje z opcijskimi in terminskimi pogodbami na kratkoročne obrestne mere (glej tabeli 7 in 8 v prilogi 3) se je v letu 2003 v primerjavi z letom 2002 povečalo, in sicer se je število opcijskih pogodb na kratkoročne obrestne mere povečalo za približno 21 %, v istem letu pa se je število terminskih pogodb na kratkoročne obrestne mere povečalo za 29 %. Vodilna borza v trgovanju z opcijskimi pogodbami na kratkoročne obrestne mere v Ameriki je Chicago Mercantile Exchange, v Evropi pa EURONEXT. Vodilni borzi v trgovanju s terminskimi pogodbami na kratkoročne obrestne mere v Ameriki sta Chicago Mercantile Exchange in Mercado Mexicano de Derivados, v Evropi EURONEXT.

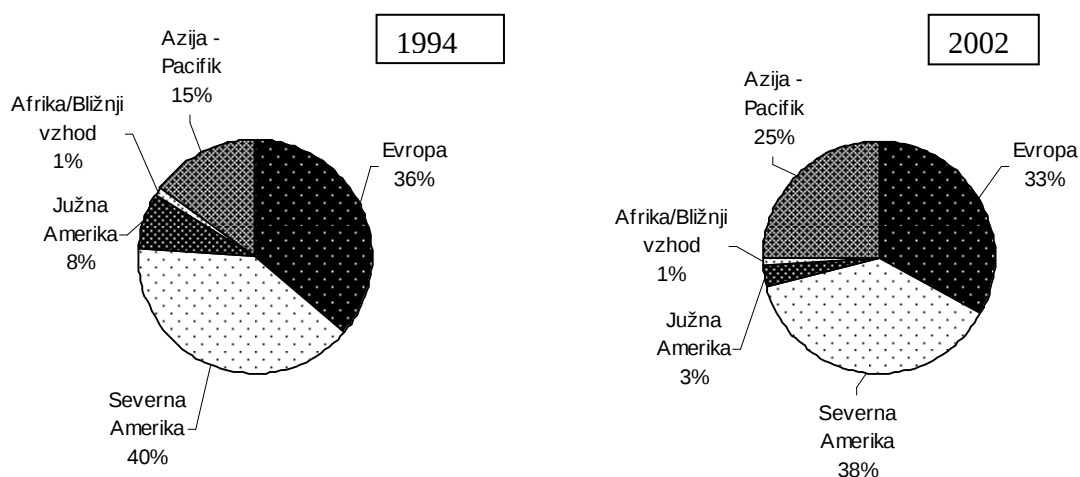
Trgovanje z opcijskimi in terminskimi pogodbami na dolgoročne obrestne mere (glej tabeli 9 in 10 v prilogi 3) se je v letu 2003 v primerjavi z letom 2002 povečalo. Iz tabele 9 v prilogi 3 lahko razberemo, da se je število opcijskih pogodb v letu 2003 povečalo za približno 33 %, v istem letu pa se je število terminskih pogodb na dolgoročne obrestne mere povečalo za 26 %.

Vodilne borze v trgovanju so pri terminskih in opcijskih pogodbah na dolgoročne obrestne mere v Evropi EUREX, v Ameriki pa Chicago Board Of Trade.

Če pogledamo še, kako se je trgovanje z blagovnimi terminskimi in opcijskimi pogodbami gibalo v svetu v letu 2003, lahko ugotovimo (glej tabeli 11 in 12 v prilogi 3), da se število opcijskih pogodb v letu 2003 v primerjavi z letom 2002 ni znatno spremenilo. Zabeležena je bila približno 4 % rast, medtem ko se je število blagovnih terminskih pogodb povečalo za 21 %.

Če pogledamo obseg trgovanja z izvedenimi finančnimi instrumenti po posameznih območjih, lahko ugotovimo, da so ZDA še vedno na prvem mestu. V primerjavi z letom 1994 je tržni delež celotnega svetovnega trgovanja z izvedenimi finančnimi instrumenti v ZDA v letu 2002 nekoliko upadel. Delež Severne Amerike v svetovnem obsegu trgovanja je padel s 40 % na 38 % in v Južni Ameriki z 8 % na 3 %, zato pa se je delež zvišal v Aziji in Pacifiku. V letu 1994 je trgovanje v Aziji in Pacifiku predstavljalo 15 % skupnega svetovnega prometa z izvedenimi finančnimi instrumenti, leta 2002 pa Azija in Pacifik beležita 25 % od celotnega obsega trgovanja z izvedenimi finančnimi instrumenti. Evropa v letu 2002 beleži manjši tržni delež celotnega svetovnega trgovanja z izvedenimi finančnimi instrumenti, in sicer za 3 odstotke manj (glej sliko 10).

Slika 10: Trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti po geografskih območjih v letu 1994 (levi graf) in 2002 (desni graf)



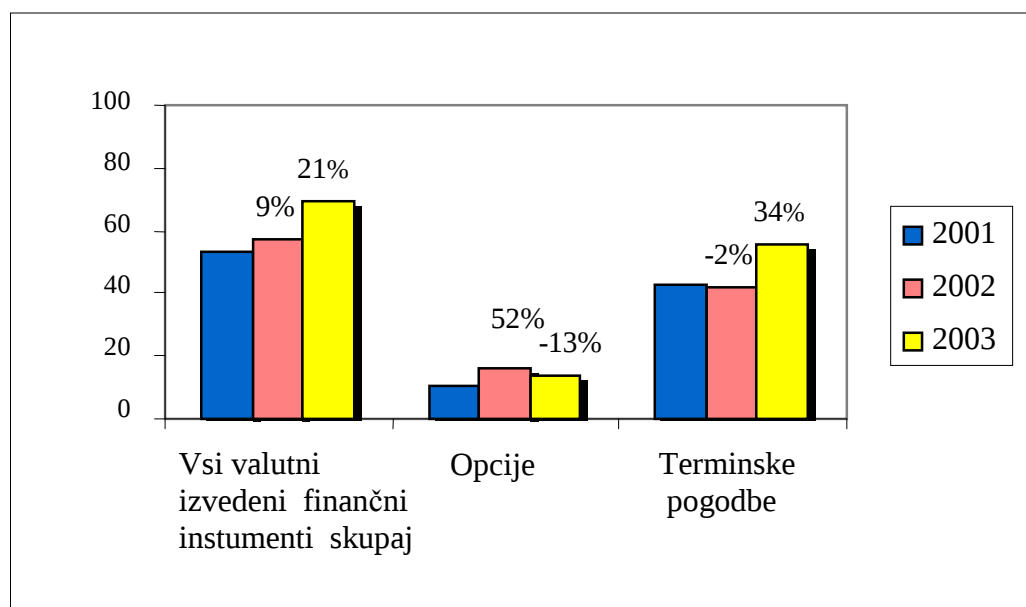
Vir: Svetovno združenje borz, januar 2005.

4.3.1 Trgovanje z valutnimi izvedenimi instrumenti

Celoten obseg trgovanja z valutnimi izvedenimi instrumenti se (kot lahko vidimo tudi na sliki 11) v zadnjih letih povečuje. Leta 2002 je bil celoten obseg trgovanja z izvedenimi finančnimi instrumenti na valuto za 9 odstotkov večji kot leto pred tem, leta 2003 pa kar za 21 %. Število valutnih opcijskih pogodb leta se je 2002 v primerjavi z letom 2001 povečalo za 52 %, leta 2003 pa se je to število glede na leto pred tem zmanjšalo za 13 % (glej sliko 11). Drugače je bilo s terminskimi valutnimi pogodbami, katerih število se je leta 2002 zmanjšalo za 2 %, v letu 2003 pa spet zvišalo za 34 % glede na predhodno leto.

Vodilna borza pri trgovanju z valutnimi izvedenimi instrumenti je Chicago Mercantile Exchange. V letu 2003 je imela kar 60-odstotni delež vseh valutnih terminskih pogodb, ter 50-odstotni delež vseh valutnih izvedenih finančnih instrumentov ali prek 34 milijonov pogodb (glej tabeli 1 in 2, priloga 3). Borzi, ki ji sledita, sta Brazilian Mercantile & Futures Exchange (BM&F) ter Tel-Aviv Stock Exchange. V letu 2003 je število valutnih terminskih in opcijskih pogodb na BM&F znašalo skupaj okrog 21 milijonov pogodb, na Tel-Aviv Stock Exchangeu pa manj kot 9 milijonov valutnih opcijskih pogodb. Trgovanje z valutnimi opcijskimi in terminskimi pogodbami na teh treh borzah, predstavlja skupaj okrog 91 odstotkov celotnega svetovnega trgovanja z valutnimi opcijami in terminskimi pogodbami.

Slika 11: Število sklenjenih pogodb v milijonih in letne stopnje rasti trgovanja z valutnimi izvedenimi finančnimi instrumenti v svetu v letih 2001–2003



Vir: Svetovno združenje borz, januar 2005.

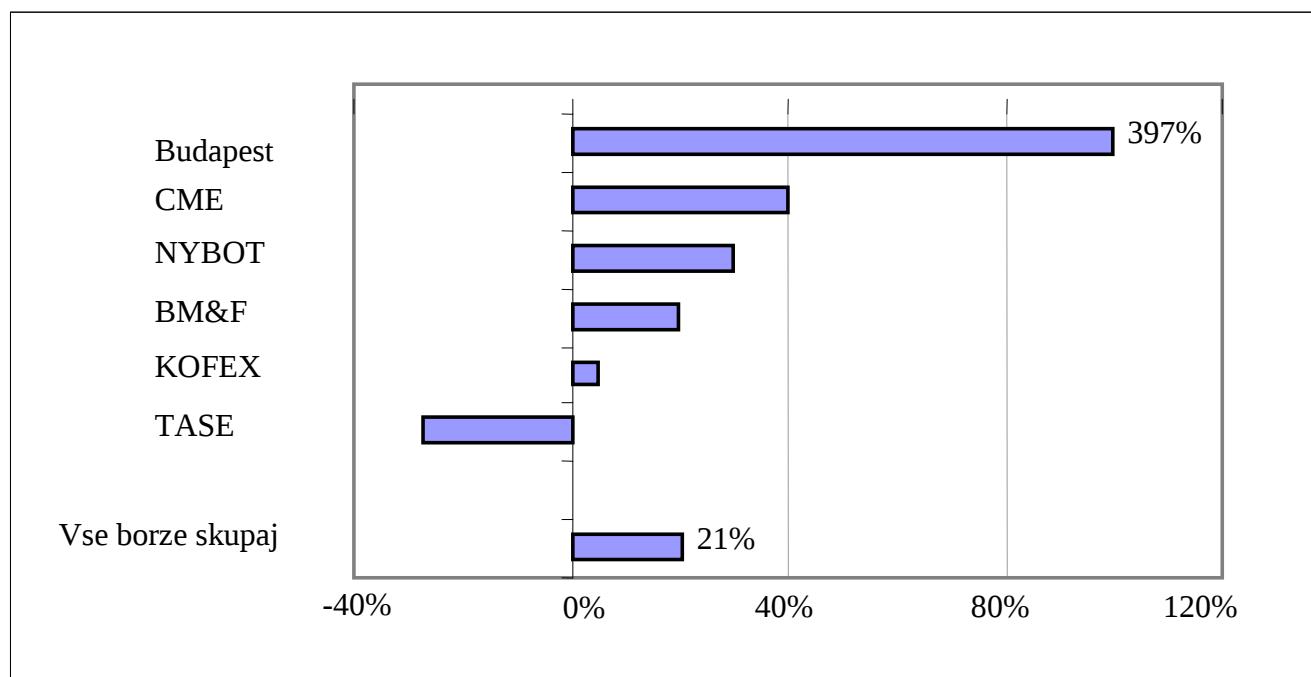
Če pogledamo še, kako se je gibal obseg trgovanja na posameznih borzah v letu 2003 v primerjavi z letom 2002, lahko ugotovimo, da se je število terminskih pogodb na CME povečalo

za okrog 44 %, kar predstavlja večji del 21-odstotnega povečanja celotnega obsega valutnih izvedenih instrumentov v svetu (glej sliko 12). Število valutnih opcijskih pogodb pa je na tej borzi ostalo skoraj nespremenjeno. Na Brazilian Mercantile & Futures Exchange se je število valutnih opcijskih pogodb v letu 2003 (v primerjavi z letom 2002) povečalo za približno 50 %, število terminskih valutnih pogodb pa se je zvišalo za 13 %. Število valutnih opcijskih pogodb na borzi v Tel Avivu je v letu 2003 v primerjavi z letom 2002 upadlo. Budimpeška borza pa beleži visoko rast valutnih terminskih pogodb v letu 2003, kar 397 % v primerjavi z letom 2002.

Ugotovimo torej lahko, da se celotni obseg trgovanja z valutnimi izvedenimi instrumenti povečuje, vendar je leta 2002 znašal le okrog 1 % od skupnega trgovanja z izvedenimi finančnimi instrumenti. Še vedno namreč prevladujejo izvedeni finančni instrumenti, ki veljajo za borzne indekse in delnice.

Kot smo lahko videli v tem poglavju, se trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti po svetu iz leta v leto povečuje. V letu 2003 je celotno število pogodb znašalo približno 8 milijard, kar je za približno 2 milijardi več kot leta 2002. Največ trgovanja je z opcijskimi in terminskimi pogodbami na indeks in delnice. Severna Amerika še vedno ostaja območje, kjer se z izvedenimi finančnimi instrumenti največ trguje. Zadnja leta pa se trgovanje v Aziji občutno povečuje. Trgovanje z valutnimi izvedenimi instrumenti se tudi povečuje, čeprav znaša le približno 1 odstotek celotnega svetovnega trgovanja z izvedenimi finančnimi instrumenti.

Slika 12: Stopnje rasti števila trgovanih pogodb z valutnimi izvedenimi finančnimi instrumenti v posameznih borzah v letu 2003 (glede na leto 2002 v %).



Vir: Svetovno združenje borz, januar 2005.

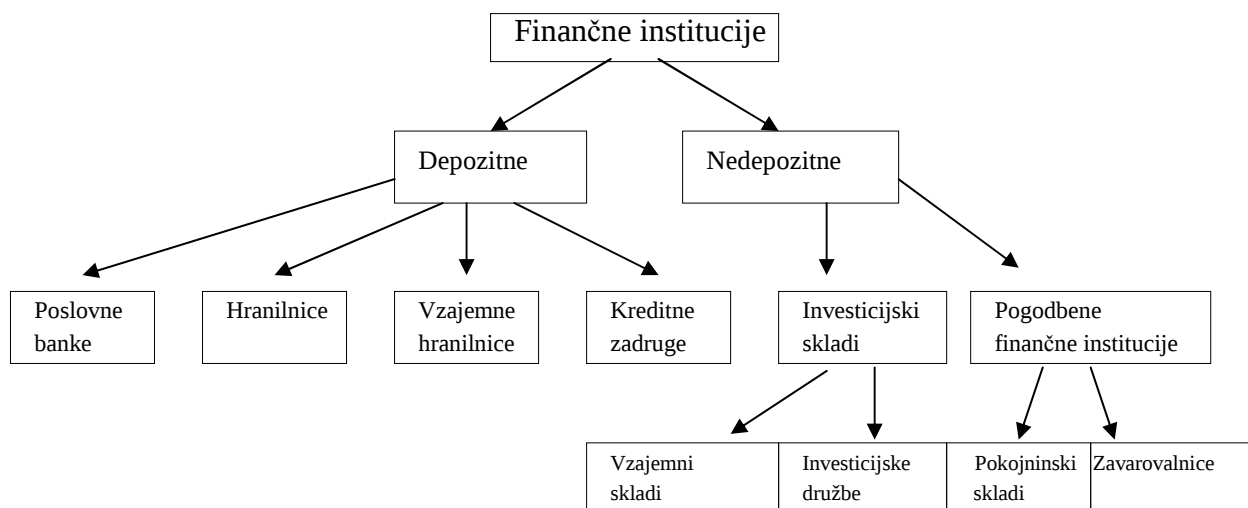
5 UVOD V RAZISKAVO

Raziskava, katere cilj je bil analizirati uporabo izvedenih finančnih instrumentov v depozitnih finančnih institucijah v Sloveniji, predstavlja osrednji del pričujočega magistrskega dela. Na začetku tega poglavja, ki je nekakšen uvod v samo raziskavo, bomo nekaj besed namenili finančnim institucijam in njihovim karakteristikam v Sloveniji ter pogledali, kako se je spreminjala struktura slovenskega finančnega sistema v zadnjem desetletju. V nadaljevanju bomo predstavili slovenske depozitne finančne institucije, ki imajo dovoljenje Banke Slovenije za opravljanje bančnih ali drugih finančnih storitev, ter na kratko predstavili pogoje, ki jih mora določena finančna institucija izpolnjevati za pridobitev omenjenega dovoljenja. Povedali bomo nekaj o uporabi izvedenih finančnih instrumentov v Sloveniji nasploh. Na kratko bomo predstavili izbrano metodo raziskovanja.

5.1 Finančne institucije v Sloveniji in nasploh

Finančne institucije so podjetja, ki se ukvarjajo s finančnimi posli v najširšem smislu. Prodajajo in proizvajajo finančne oblike in/ali storitve (Ribnikar, 1996a, str. 43). Osnovna delitev finančnih institucij je na depozitne finančne institucije in nedepozitne finančne institucije. Depozitne se lahko naprej delijo na poslovne banke, hranilnice, vzajemne hranilnice in kreditne zadruge; nedepozitne pa na investicijske sklade in pogodbene finančne institucije (glej sliko 13).

Slika 13: Delitev finančnih institucij



Vir: Mramor, 1993, str. 90.

Ribnikar (1996a, str. 44) deli finančne institucije na finančne posrednike ter na druge ali agentske finančne institucije. Nato pa deli finančne posrednike še na depozitne in nedepozitne. Druge ali agentske finančne institucije so institucije trga vrednostnih papirjev, in sicer so to posredniki pri trgovanju z vrednostnimi papirji ter investicijske banke, ki se od finančnih posrednikov razlikujejo po tem, da obseg njihovega posredništva ni viden iz premoženjske bilance, kajti te institucije poslujejo v imenu in za račun drugih.

Finančne posrednike lahko razdelimo po Mishkinu (1997, str. 38) na: depozitarne institucije (kamor uvrščamo komercialne banke, hranilnice in posojilnice, vzajemne varčevalne banke, komercialna združenja), pogodbene varčevalne institucije (živiljenjske zavarovalnice, požarne in premoženjske zavarovalnice, pokojninski skladi), investicijske posrednike (finančne družbe, vzajemni skladi).

V raziskovalnem delu se osredotočamo zgolj na depozitne finančne institucije, zato nedepozitnih institucij ne bomo obravnavali posebej¹¹. Poglejmo si na kratko, katere so osnovne lastnosti depozitnih finančnih institucij.

5.1.1 Depozitne finančne institucije

Depozitne finančne institucije so tiste institucije, ki sprejemajo vloge, za katere je bolj ali manj vnaprej določena nominalna donosnost. Štiri osnovne vrste finančnih institucij so: poslovne banke, hranilnice, vzajemne hranilnice in kreditne zadrage (Mramor, 1993, str. 91–92).

Poslovne banke so ponavadi najpomembnejše depozitne finančne institucije, ki sprejmejo vloge. Od bančnega sistema je odvisno, koliko je v posamezni državi bank, ter ali so bolj usmerjene v kratkoročne vloge in kredite, npr komercialne banke, ali pa so se odločile kot večina bank, da bi postale bolj konkurenčne, svoje dejavnosti širiti na druga področja finančnega posredništva. Tako so se v večini držav razvile t. i. univerzalne banke, ki niso samo depozitne institucije, ampak ponujajo storitve povezane z vrednostnimi papirji, zavarovalniške storitve, hipotekarno bančništvo in podobno.

Hranilnice, podobno kot banke, zbirajo sredstva z vlogami. V povprečju so te vloge bolj dolgoročne, dolgoročni so pa tudi krediti, ki jih hranilnice odobravajo. Vzajemne hranilnice se od navadnih ločijo z vidika lastništva. Varčevalci so predvsem člani hranilnice, njihove vloge pa so lastniški deleži. Glede na lastništvo so hranilnice podobne vzajemnim skladom. Krediti, ki jih vzajemne hranilnice dajejo, so predvsem hipotekarni, namenjeni za nakup nepremičnin svojih članov.

¹¹ Več o finančnih institucijah najdemo npr. v Saunders (2000), Ribnikar (1996a) in drugje.

Kreditne zadruge imajo to značilnost, da imajo njihovi člani nekaj skupnega s finančnega vidika, npr. skupnega delodajalca. Svojim članom dajejo potrošniške ter stanovanjske kredite (Mramor, 1993, str. 91).

5.1.2 Depozitne in druge finančne institucije v Sloveniji

Na slovenskem finančnem trgu še vedno prevladujejo denarne finančne institucije (glej tabelo 5). Bilančna vsota poslovnih bank ob koncu leta 2003 je predstavljala približno 58,7 % bilančne vsote celotnega slovenskega finančnega sistema. Delež nadenarnih finančnih institucij je konec istega leta dosegel približno 22 % bilančne vsote celotnega slovenskega finančnega sistema. Med nadenarnimi posredniki je največji delež pripadal zavarovalnicam (6 %), nato investicijskim družbam (2,5 %). PID-om je pripadal 1,5 % delež, kar je desetkrat manj kot leta 1997.

Tabela 5: Struktura bilančne vsote slovenskega finančnega sistema v obdobju 1997–2003

Bilančna vsota	1997 (v %)	1998 (v %)	1999 (v %)	2000 (v %)	2001 (v %)	2002 (v %)	2003 (v %)
Centralna banka	17,0	15,4	14,8	14,6	17,3	20,2	19,3
Druge denarne finančne institucije	57,7	58,7	58,8	60,7	60,0	58,2	58,7
Poslovne banke	56,6	57,4	57,5	59,4	58,9	57,4	58,0
Hranilnice	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Hranilno kreditne družbe	0,9	1,1	1,0	1,1	0,9	0,6	0,5
Nedenarne finančne institucije	25,2	25,9	26,4	24,7	22,7	21,6	22,0
Zavarovalnice	4,0	4,5	4,9	5,2	5,1	5,6	6,0
Pozavarovalnice	0,9	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8
Pokojninske družbe	-	-	-	-	0,1	0,2	0,4
Vzajemni pokojninski skladi	-	-	-	-	0,6	0,5	0,6
Pooblašcene investicijske družbe	15,0	14,4	13,1	10,8	8,3	4,1	1,5
Investicijske družbe	-	-	-	-	-	1,7	2,5
Vzajemni skladi	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,7	1,1
Borzno posredniške družbe	0,5	0,5	0,9	0,4	0,3	0,3	0,2
Drugi	4,8	5,4	6,4	7,2	7,2	7,8	9,0

Vir: Finančni trgi, Banka Slovenije, december 2004.

V tabeli 6 podajamo gibanje števila posameznih finančnih institucij v Sloveniji od leta 1997 do leta 2003. Kot lahko vidimo, se slednje zmanjšuje. Tako se je število denarnih finančnih institucij, število pooblaščenih investicijskih družb ter borzno posredniških družb občutno zmanjšalo, če primerjamo leti 2003 in 1997, število vzajemnih skladov in investicijskih družb pa se je povečalo.

Ugotovimo torej lahko, da na slovenskem finančnem trgu še vedno prevladujejo poslovne banke, ki so imele od leta 1997 do 2003 v povprečju okrog 58 % bilančne vsote celotnega slovenskega finančnega sistema. Število posameznih institucij pa se zmanjšuje (glej tabelo 6). Izjema so vzajemni skladi, katerih število je v letu 2004 naraslo na 27.

Tabela 6: Število finančnih institucij v Sloveniji v obdobju 1997 do 2003

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Denarne finančne institucije brez Banke Slovenije skupaj	104	100	99	92	69	49	33
Poslovne banke	28	24	25	25	21	20	20
Hranilnice	6	6	6	3	3	2	2
Hranilno kreditne družbe	70	70	68	64	45	27	11
Nedenarne finančne institucije skupaj	118	103	102	99	99	94	87
Zavarovalnice	11	11	11	11	11	11	12
Pozavarovalnice	2	3	3	3	2	2	2
Pokojninske družbe	-	-	-	-	6	6	4
Vzajemni pokojninski skladi	-	-	-	-	7	6	6
Pooblašcene investicijske družbe	59	46	46	43	35	30	18
Investicijske družbe	-	-	-	-	-	4	8
Vzajemni skladi	15	15	17	19	18	18	20
Borzno posredniške družbe	31	28	25	23	20	17	17

Vir: Banka Slovenije, december 2004

V letu 2004 je imelo dovoljenje Banke Slovenije za opravljanje bančnih storitev ter drugih finančnih storitev 18 bank. Število hranilnic v letu 2004 je ostalo nespremenjeno, in sicer imamo 2 hranilnici, ki imata dovoljenje Banke Slovenije za opravljanje bančnih ali drugih finančnih storitev (Banka Slovenije, december 2004).

Dovoljenje Banke Slovenije za opravljanje bančnih ali drugih finančnih storitev so imele decembra 2004 naslednje banke in hranilnice: Abanka Vipava, d. d.; Bank Austria Creditanstalt, d. d., Ljubljana; BANKA CELJE, d. d.; BANKA DOMŽALE, d. d.; BANKA KOPER, d. d.; BANKA ZASAVJE, d. d., Trbovlje; DEŽELNA BANKA SLOVENIJE, d. d.; FACTOR BANKA, d. d.; GORENJSKA BANKA, d. d., Kranj; HYPO-ALPE-ADRIA BANK, d. d.;

KOROŠKA BANKA, d. d., Slovenj Gradec; NOVA KREDITNA BANKA MARIBOR, d. d.; NOVA LJUBLJANSKA BANKA, d. d., Ljubljana; POŠTNA BANKA SLOVENIJE, d. d.; PROBANKA, d. d.; RAIFFEISEN KREKOVA BANKA, d. d., Maribor; SKB BANKA, d. d., Ljubljana; VOLKSBANK – LJUDSKA BANKA, d. d.; Delavska hranilnica, d. d., Ljubljana; Hranilnica LON, d. d., Kranj.

Druge finančne storitve so po prvem odstavku 6. člena Zakona o bančništvu opredeljene kot: factoring, finančni zakup (leasing), izdajanje garancij in drugih jamstev, kreditiranje, vključno s potrošniškimi krediti, hipotekarnimi krediti in financiranjem komercialnih poslov, trgovanje s tujimi plačilnimi sredstvi (vključno z menjalniškimi posli), trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti, zbiranje, analiza in posredovanje informacij o kreditni sposobnosti pravnih oseb, posredovanje pri prodaji zavarovalnih polic po zakonu, ki ureja zavarovalništvo, izdajanje elektronskega denarja, izdajanje in upravljanje drugih plačilnih instrumentov, oddajanje sefov, posredovanje pri sklepanju posojilnih in kreditnih poslov, storitve v zvezi z vrednostnimi papirji, po zakonu, ki ureja trg vrednostnih papirjev, svetovanje podjetjem glede kapitalske strukture, poslovne strategije in sorodnih zadev, upravljanje pokojninskih skladov po zakonu, ki ureja pokojninske sklade, opravljanje storitev plačilnega prometa, opravljanje skrbniških storitev¹².

Banke in hranilnice v Sloveniji morajo za pridobitev dovoljenja za opravljanje bančnih ali drugih finančnih storitev izpolnjevati določene pogoje. Ti pogoji, na podlagi prvega odstavka 38. člena ter 6. točke prvega odstavka 37. člena Zakona o bančništvu (Uradni list RS, št. 7/99, 59/01, 55/03 in 42/04) naslednji:

1. *kadrovski, tehnični in organizacijski pogoji*, ki jih mora izpolnjevati banka ali hranilnica za opravljanje bančnih storitev ali opravljanje drugih finančnih storitev;
2. *dokumentacija*, na podlagi katere je mogoče ugotoviti, ali bo družba kadrovske, tehnične in organizacijsko sposobna opravljati dejavnosti, za katere velja zahteva za izdajo dovoljenja;
3. *način obveščanja* Banke Slovenije o vzpostavitvi in uvajanju novih posameznih vrst bančnih in drugih finančnih storitev (produktov);
4. *izkazovanje bank* s tablo ali z nalepko »Banka Slovenija – Dovoljenje za opravljanje bančnih storitev«.

Podrobneje so naštetimi pogoji predstavljeni v prilogi 4.

¹² Povzeto po spletnih straneh, Zakoni in predpisi, Banka Slovenije, december 2004.

5.2 Uporaba izvedenih finančnih instrumentov v Sloveniji

Uporaba izvedenih finančnih instrumentov na slovenskem finančnem prostoru v preteklih letih ni bila ravno množična. Poslovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti je bilo v glavnem v okviru bank in nekaterih velikih podjetij, pa tudi ta so z izvedenimi finančnimi instrumenti večinoma poslovala prek bank.

Veselinovič (2003, str. 110) navaja, da se v Sloveniji trguje le z redkimi izvedenimi finančnimi instrumenti, in sicer na OTC-trgu. Omenja valutne finančne instrumente, s katerimi delno trgujejo na domačem in delno na tujem trgu. Drugega trgovanja po njegovem mnenju pri nas ni.

Med glavne razloge za nezadovoljivo uporabo izvedenih finančnih instrumentov v Sloveniji lahko prištevamo naslednje (Doles, 2000, str. 36):

- Večina podjetij, ki so do leta 2000 trgovali z izvedenimi finančnimi instrumenti je utrpela izgube. Nekateri zaščitniki so veliko izgubili in so se odločili, da se sploh ne bodo zavarovali ter da bodo poslovali brez zaščite.
- V Sloveniji bi bilo več uporabnikov izvedenih finančnih instrumentov, če bi bili le-ti prilagojeni slovenskim razmeram (npr. valutni instrumenti, ki zadevajo razmerja tujih valut do SIT).
- Majhen finančni prostor, ker je že promptno trgovanje z valutami relativno omejeno, zaradi pomanjkanja instrumentov in njihove nelikvidnosti, potemtakem pa je terminski trg še manjši.
- Pomanjkanje znanja o izvedenih finančnih instrumentih. Predvsem pri vodstvih podjetij in bank, ki so odgovorna za sprejemanje odločitev o zaščiti posameznih pozicij.
- Slaba informacijska podpora, saj ima večina bank in podjetij še vedno precej zastarele informacijske sisteme.

Uporaba izvedenih finančnih instrumentov v slovenskih podjetjih in bankah tako ne sledi teoretičnemu razvoju (Doles, 2005, str. 50–52). V največji meri so še vedno sklenjeni najenostavnejši valutni izvedeni finančni instrumenti, obrestni instrumenti, razen klasičnih zamenjav obrestnih mer še vedno niso zaživel. Izvedenih instrumentov druge in tretje generacije pa v uporabi ni. Večina slovenskih podjetij največ svojih denarnih tokov ter knjigovodskih izpostavljenosti še vedno ščiti pasivno. In sicer tako, da z banko sklenejo posel, ki jim izpostavljenost zmanjša.

5.3 Izbrana metoda analize uporabe izvedenih finančnih instrumentov v Sloveniji

V novembru in decembru leta 2004 je bila za potrebe pričujočega magistrskega dela izvedena raziskava o uporabi izvedenih finančnih instrumentov v slovenskih depozitnih finančnih institucijah.

Cilj raziskave je bil ugotoviti, v kolikšni meri slovenske depozitne institucije uporabljajo izvedene finančne instrumente za zavarovanje valutnega tveganja. Raziskava je bila narejana s pomočjo anketnega vprašalnika med bankami in hranilnicami. Vprašalnik je obsegal 29 vprašanj različnega tipa. Anketirani sta bili dve skupini anketirancev, in sicer: i) slovenske depozitne institucije, ki uporabljajo izvedene finančne instrumente za zavarovanje valutnega tveganja, ii) institucije, ki le-teh ne uporabljajo za zavarovanje valutnega tveganja. Na osnovi odgovorov na zastavljena vprašanja, ki so prišli po navadni in elektronski pošti, podatkov s spletnih strani bank in hranilnic ter iz ustnih pogovorov s predstniki nekaterih bank, ki na dobljene vprašalnike sprva niso reagirali, je analizirana uporaba izvedenih finančnih instrumentov za zavarovanje valutnega tveganja v slovenskih bankah in hranilnicah.

5.3.1 Vzorec in metodologija

Ciljna populacija pri raziskavi so bile vse depozitne finančne institucije v Sloveniji. V začetku izvajanja raziskave (začetek novembra 2004) je bilo po podatkih Banke Slovenije v Sloveniji 18 bank in 2 hranilnici z dovoljenjem za opravljanje bančnih storitev. Naš vzorec je tako zajemal kar celotno populacijo omenjenih institucij.

Pred začetkom raziskave so bile opravljene tri pilotske ankete. Na osnovi pripomb (na sam vprašalnik) je bil slednji popravljen, da ne bi prihajalo do morebitnega nerazumevanja le-tega.

Anketiranje je potekalo v času od 4. novembra do 15. decembra 2004. Na zastavljeni vprašalnik so odgovarjali zaposleni in vodje oddelkov, pristojnih za ocenjevanja in zavarovanja tveganj. Anketni vprašalnik je najprej odposlan po navadni ter po elektronski pošti. Stopnja odziva na zastavljen vprašalnik v prvih desetih dneh je bila le 20-odstotna, pri čemer ena banka, ki je pisno reagirala, ni bila pripravljena sodelovati. V nekaj naslednjih dneh sem pri preostalih anketirancih poskušala vzpostaviti telefonski stik in jih opomniti na vprašalnik. Po telefonskem pogovoru je bila večina od anketirancev pripravljena sodelovati, vendar sem vseeno kar nekaj časa čakala na odgovore¹³.

¹³ 15 odstotkov anketiranih ni bilo pripravljenih na sodelovanje. Po dodatnem prepričevanju, smo le uspeli dobiti odgovore tudi od teh 15 odstotkov, tako da smo v približno enem mesecu in pol dobili vse odgovorjene vprašalnike nazaj (z bolj ali manj odgovorjenimi vprašanji).

5.3.2 Prednosti in slabosti izbrane metode raziskave

Izbrana metoda raziskave je bila prvotno zamišljena kot izključno anketiranje po pošti, ki pa ima določene prednosti in slabosti.

Ena od slabosti takšnega načina anketiranja je, da ko enkrat pošljemo vprašalnike, jih ni več mogoče spreminjati (tudi če bi se domislili kakšne spremembe ali dodatnega vprašanja). Glede na to, da je bil vprašalnik v pisni obliki, je bilo treba biti pri sestavi vprašanj pozoren na to, da so imeli anketirani čim bolj primerne oblike odgovora. Tako so bili pri večini vprašanj ponujeni odgovori, saj ta zvrst vprašanj terja od anketirancev najmanj napora pri odgovarjanju. Odziv anketirancev je pri večini odvisen le od njihove dobre volje in pripravljenosti za pomoč izvajalcu ankete. Po drugi strani je odziv odvisen tudi od tematike ankete. Pri anketi smo bili pozorni, da ne bi bila predolga ter skušali dobiti čim več informacij na zastavljena vprašanja.

Druga slabost metode z vprašalnikom po pošti je tudi v tem, da izvajalec ankete in anketiranec nista v neposrednem stiku, tako da v primeru nejasnosti ali dodatnih vprašanj anketiranec nima možnosti do določenih pojasnil s strani izvajalca ankete.

Naslednja slabost omenjene metode raziskovanja je lahko tudi čas, ki je potreben da se anketa zaključi (Green, Tull, 1978, str. 150). Izvajalci anket po odposlani anketi na skrajšanje časa ne morejo vplivati, saj je to odvisno od samih anketirancev in njihove pripravljenosti za sodelovanje.

Če pogledamo še, katere prednosti nam nudi anketiranje po pošti, lahko ugotovimo, da je tak način anketiranja relativno poceni (Green, Tull, 1978, str. 149) ter da ima v primeru delikatnih vprašanj anketirani veliko svobode pri odgovarjanju (sploh, če je anketa anonimna).

Ker prvotno odziv ni bil ravno velik, smo nekatere anketirane kontaktirali tudi po telefonu. Tako smo za pridobivanje informacij, na osnovi katerih je narejana analiza uporabe izvedenih finančnih instrumentov v slovenskih depozitnih finančnih institucijah, dejansko uporabili kombinacijo intervjuja, telefonskega anketiranja in anketiranja po pošti. Izkazalo se je, da je bila metoda dokaj učinkovita, saj smo nazaj dobili vse odposlane vprašalnike. Edina dodatna pomanjkljivost, ki jo velja izpostaviti, je ta, da na nekatera vprašanja v skladu s poslovno politiko banke, anketirani niso odgovorili.

6 ANALIZA UPORABE IZVEDENIH FINANČNIH INSTRUMENTOV V DEPOZITNIH FINANČNIH INSTITUCIJAH V SLOVENIJI

Po podatkih Banke Slovenije je imelo konec marca 2005 12 bank dovoljenje za opravljanje poslov z izvedenimi finančnimi instrumenti, preostale banke in obe hranilnici tega dovoljenja nimata. Koliko od teh bank dejansko uporablja izvedene finančne instrumente za zavarovanje valutnega tveganja, bomo lahko razbrali iz analiziranih odgovorov na anketni vprašalnik.

Na nekatera od vprašanj so anketirani odgovarjali tako, da so imeli ponujene odgovore (glej priložo 1), ki so jih ocenjevali od 1 do 5, pri čemer je ocena 1 pomenila, da se sploh ne strinjajo s trditvijo, ocena 5 pa da se popolnoma strinjajo s trditvijo. Anketiranci so ponekod lahko dodali še kakšno svojo trditev, ki so jo ustrezno ocenili od 1 do 5. Pri tem tipu vprašanj so v tabelah na naslednjih straneh podane povprečne ocene anketirancev za ponujene odgovore na posamezna vprašanja.

Iz odgovorov na prvo zastavljeno vprašanje¹⁴, na katerega so odgovorile vse banke in hranilnice, je jasno, da vse banke, ki imajo dovoljenje Banke Slovenije za trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti, le-te uporabljajo ne le za zavarovanje valutnega, ampak tudi za druge vrste tveganja. Banke, ki dovoljenja nimajo, pa teh seveda ne uporabljajo. Z odgovori na vprašanje 1 smo potrdili tudi prvo hipotezo, da vse banke in hranilnice v Sloveniji ne uporabljajo izvedenih finančnih instrumentov v svojem poslovanju.

Rezultati analize so v nadaljevanju predstavljeni ločeno, najprej za tiste depozitne institucije, v katerih se izvedeni finančni instrumenti ne uporabljajo, nato pa še za uporabnike slednjih.

6.1 Depozitne finančne institucije v Sloveniji, ki ne uporabljajo izvedenih finančnih instrumentov

Depozitnim finančnim institucijam v Sloveniji, ki ne uporabljajo izvedenih finančnih instrumentov, smo zastavili pet vprašanj, da bi ugotovili vzroke za neuporabo omenjenih instrumentov ter morebitne druge načine, ki jih uporabljajo za zavarovanje valutnega tveganja. Povprašali smo jih tudi po tem, katere prednosti/slabosti vidijo v uporabi izvedenih instrumentov, ter ali imajo namen le-te uporabljati v svoji bližnji prihodnosti.

Kot je lahko razvidno iz tabele 7¹⁵, v kateri so podane povprečne ocene pomena posameznega razloga, večina anketiranih bank in hranilnic ne uporablja izvedenih finančnih instrumentov, ker

¹⁴ Glej priložo 1, vprašanje 1.

¹⁵ Podatki v tabeli 7 temeljijo na vprašanju 2.

nima dovoljenja Banke Slovenije za njihovo uporabo. Nikakor pa se ne strinjajo s tem, da se ne bi zavarovali pred tveganjem spremembe deviznega tečaja.

Naj tukaj omenim, da so vsi anketiranci prvi razlog v tabeli 7 ocenili z oceno 5, razen enega, ki valutnemu tveganju ni bil izpostavljen. Slednji v nobenem primeru ne bi uporabljal izvedenih instrumentov za zavarovanje valutnega tveganja. Če bi torej izpustili omenjenega anketiranca, se kar 100 odstotkov anketiranih strinja, da izvedenih finančnih instrumentov pri svojem poslovanju ne uporabljajo, zato ker nimajo dovoljenja Banke Slovenije zanje. Kakšne pogoje morajo banke in hranilnice izpolnjevati za pridobitev dovoljenja za opravljanje drugih finančnih storitev, med katere štejemo tudi izvedene finančne instrumente, smo si že pogledali v prejšnjem poglavju, podrobneje pa so opisani tudi v prilogi 4. Iz tega sledi, da približno 40 odstotkov naših bank in hranilnic ne izpolnjuje zgoraj naštetih pogojev.

Tabela 7: Razlogi za neuporabo izvedenih finančnih instrumentov

Razlog	Povprečna ocena
Nimajo dovoljenja Banke Slovenije za opravljanje tovrstnih storitev	4,29
Težko je oceniti vrednost in ceno izvedenih finančnih instrumentov	3,43
Premajhna izpostavljenost valutnem tveganju	3,29
Stroški uvedbe in vzdrževanja uporabe izvedenih finančnih instrumentov presegajo pričakovane koristi	2,86
Nezadostno poznavanje uporabe izvedenih finančnih instrumentov	2,71
Se ne zavarujemo	1

Vir: Lastna raziskava, december 2004.

Po naknadnem ustnem poizvedovanju o tem, kateri od pogojev je tisti, ki ga banke in hranilnice v največji meri ne izpolnjujejo za pridobitev dovoljenja za trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti, se je pokazalo naslednje. Skoraj vse banke, ki nimajo omenjenega dovoljenja, so navedle, da ne izpolnjujejo kadrovskih pogojev, ki jih določa Banka Slovenije, oziroma da niso kadrovsko usposobljeni za opravljanje teh storitev. Iz tega lahko sklepamo, da ne glede na to, da se v zadnjem času vlaga precej naporov v izobraževanje na področju izvedenih finančnih instrumentov, v bankah še vedno primanjkuje strokovnega kadra za opravljanje tovrstnih storitev, ker glede na zgodovino terminskega trgovanja v slovenskem prostoru niti ni nenavadno.

Anketiranci so navedli kot drugi razlog organizacijske pogoje. To pomeni, da se bodo morali v nekaterih bankah posvetiti tudi temu vprašanju, če bodo hoteli poslovati z izvedenimi finančnimi instrumenti. Na koncu še omenimo, da so nekateri izpostavili, da ne izpolnjujejo nobenega od naštetih pogojev, kar pomeni, da poleg kadrovskih in organizacijskih ne izpolnjujejo tudi tehničnih pogojev.

Trditev, da je razlog za neuporabo izvedenih finančnih instrumentov nezadostno poznavanje izvedenih instrumentov, je dobila oceno 2,71. Glede na to, da so anketiranci navedli, da je glavni razlog za neuporabo izvedenih finančnih instrumentov manjkajoče dovoljenje Banke Slovenije, ter da ga ne dobijo najprej zaradi neizpolnjenih v prvi fazi kadrovskih nato pa še organizacijskih in tehničnih pogojev, menim, da bi lahko imela ta trditev večjo povprečno oceno. Kadrovske pogoje so torej tisti, ki morajo biti med prvimi izpolnjenimi pogoji za pridobitev dovoljenja za poslovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti. Ker pa jih banke ne izpolnjujejo, to pomeni, da obstoječi kader nima ustreznega znanja o izvedenih instrumentih, ter če bodo banke hotele izpolnjevati te pogoje, se bodo morale ustrezno izobraziti ali pa na novo zaposliti ustrezno izobražene strokovnjake s tega področja.

S pomočjo odgovorov na vprašanje 2 lahko potrdimo tudi drugo hipotezo, ki pravi, da je glavni razlog za nezadostno uporabo izvedenih finančnih instrumentov v slovenskih finančnih depozitnih institucijah v tem, da nimajo vse dovoljenja Banke Slovenije za opravljanje dodatnih finančnih storitev.

Glede na to, da so depozitne finančne institucije, ki ne uporabljajo izvedenih finančnih instrumentov, kot glavni razlog za neuporabo navedle manjkajoče dovoljenje Banke Slovenije, nas zanima, kaj nameravajo v bližnji prihodnosti narediti za to, da bi uporabljale le-te v namene zavarovanja tveganj. Odgovori na to vprašanje so zelo presenetljivi. Kažejo, da 25 % bank in hranilnic, tudi če bi imele dovoljenje Banke Slovenije za opravljanje terminskih storitev, slednjih ne bi uporabljale ne za svoje ne za potrebe svojih strank. Približno 63 odstotkov vprašanih razmišlja o uporabi izvedenih finančnih instrumentov, vendar zaenkrat ne delajo nič za pridobitev dovoljenja Banke Slovenije za opravljanje tovrstne dejavnosti. Le 13 % jih je potrdilo, da razmišljajo o uporabi izvedenih instrumentov v bližnji prihodnosti, ter da že potekajo priprave banke za izpolnitev pogojev Banke Slovenije za pridobitev dovoljenja za trgovanje z izvedenimi instrumenti¹⁶.

Iz zgornjih rezultatov sledi, da večina tistih depozitnih finančnih institucij, ki ne uporabljajo izvedenih finančnih instrumentov, se praktično niti ne zavzema za njihovo uporabo. Verjetno tiči razlog v nezadostnem poznavanju le-teh. Lahko pa je razlog tudi ta, da se je pri nekaterih ustvarilo negativno mnenje zaradi kakšnih slabih izkušenj s trgovanjem z izvedenimi finančnimi instrumenti (npr. Barings Bank). Zato smo skušali ugotoviti, katere slabosti depozitne finančne institucije iz prve skupine anketirancev vidijo v uporabi izvedenih finančnih instrumentov. Te so povzete v tabeli 8¹⁷.

¹⁶ Podatki temeljijo na 6. vprašanju anketnega vprašalnika (glej prilogo 1).

¹⁷ Podatki v tabeli 8 temeljijo na 5. vprašanju anketnega vprašalnika (glej prilogo 1).

Tabela 8: Slabosti uporabe izvedenih finančnih instrumentov

Slabosti uporabe	Povprečna ocena
Večinoma pritegnejo špekulativni kapital	3,75
Gre za tvegane instrumente	3
Ker lahko z majhnimi denarnimi vložki upravljamo velike investicije.	2,88

Vir: Lastna raziskava, december 2004.

Iz rezultatov v tabeli 8 lahko ugotovimo, da se večina anketiranih strinja s trditvijo, da je slabost izvedenih finančnih instrumentov v tem, da večinoma pritegnejo špekulativni kapital ter da gre za tvegane instrumente. Nasprotniki izvedenih finančnih instrumentov pogosto poudarjajo njihovo hazardno lastnost, in sicer z argumentom, da jim uspe pritegniti večinoma špekulativni kapital s trgov osnovnih instrumentov, kar pomeni, da s tem zmanjšajo likvidnost osnovnih instrumentov (Veselinovič, 1998, str. 234–237). Po drugi strani pa je trg izvedenih instrumentov v ravnotežju šele, ko obstaja ravnotežje med špekulanti¹⁸ in tistimi, ki se zavarujejo, ali pa s tistimi, ki izvajajo arbitražo.

Lastnost izvedenih instrumentov, da lahko z majhnimi denarnimi vložki upravljamo velike investicije, nekateri vidijo kot slabost, nekateri pa kot prednost. Nevarnost obstaja, ker lahko nad izvedenimi finančnimi instrumenti izgubimo nadzor. To lahko povzroči celo propad finančnih institucij.

Katere prednosti depozitne finančne institucije vidijo v uporabi izvedenih finančnih instrumentov je povzeto v tabeli 9¹⁹. Iz rezultatov v tej tabeli lahko sklepamo, da se anketiranci v veliki meri, vendar ne stoddotno, strinjajo s trditvijo, da lahko izvedene finančne instrumente uporabimo za zavarovanje tveganj. Na osnovi podrobnejše analize podatkov lahko ugotovimo, da se 75 odstotkov bank, ki izvedenih finančnih instrumentov ne uporabljajo, strinja s trditvijo, da lahko izvedene instrumente uporabimo za zavarovanje tveganj. Iz tega lahko sklepamo, da je v nekaterih naših bankah znanje o izvedenih finančnih instrumentih še vedno pomanjkljivo ter da bo za premik v razmišljanju o uporabi izvedenih finančnih instrumentov predvsem potrebno določeno izobraževanje.

Trditev, da izvedeni finančni instrumenti zmanjšujejo nestanovitnost cen osnovnih instrumentov, je dobila povprečno oceno 3,17. Iz tega lahko sklepamo, da se banke v povprečju strinjajo s to trditvijo. Tudi tukaj približno 25 odstotkov bank ne deli tega mnenja.

¹⁸ Izraz „špekulanti“ potegne za sabo zelo negativen prizvok, tako, da se nekateri avtorji izogibajo temu izrazu in raje uporabljajo izraz „investitoji“, saj gre dejansko za investiranje njihovega premoženja, le da za ceno visokega dobička prevzemajo visko tveganje.

¹⁹ Podatki v tabeli 9 temeljijo na 4. vprašanju anketnega vprašalnika (glej prilogo 1).

Banke iz skupine neuporabnikov se deloma strinjajo s trditvijo, da izvedeni finančni instrumenti omogočajo jasno, pošteno, varno in likvidno trgovanje. (Približno 38 odstotkov bank iz te skupine se s to trditvijo ne strinja.)

Tabela 9: Prednosti uporabe izvedenih finančnih instrumentov

Prednosti uporabe	Povprečna ocena
Omogočajo zaščito pred tveganji	4
Zmanjšujejo nestanovitnost cen osnovnih instrumentov	3,17
Omogočajo jasno, pošteno, varno in likvidno trgovanje	3
Omogočajo odkrivanje cene v prihodnosti	2,67
Ker lahko z majhnimi denarnimi vložki upravljamo velike investicije.	2,17

Vir: Lastna raziskava, december 2004.

Zadnji dve trditvi, da izvedeni finančni instrumenti omogočajo odkrivanje cen v prihodnosti in da lahko z majhnimi denarnimi vložki upravljamo velike investicije, sta dobili najmanj točk.

Dodatni razlog za to, da nekatere naše banke in hranilnice ne naredijo prvega koraka k pridobitvi dovoljenja za trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti, je lahko tudi ta, da nimajo potrebe po takšnem načinu zavarovanja ter da so zadovoljne s trenutnim načinom zavarovanja valutnega tveganja ali pa temu sploh niso izpostavljene. Tiste, ki so tveganju izpostavljene, se zaenkrat zavarujejo z drugimi načini. Iz tabele 10²⁰, so razvidni drugi načini, ki jih banke in hranilnice uporabljajo za zavarovanje valutnega tveganja. Odgovori kažejo, da se banke sploh ne strinjajo s trditvijo, da se ne zavarujejo. To pomeni, da vsaka od njih uporablja neko vrsto zavarovanja valutnega tveganja.

Tabela 10: Načini zavarovanja valutnega tveganja

Način	Povprečna ocena
Zapiranje odprtih deviznih pozicij	2,86
Ustvarjajo devizne rezerve v določeni valuti	2,33
Se ne zavarujejo	1

Vir: Lastna raziskava, december 2004.

Večina anketirancev je navedla druge načine zavarovanja valutnega tveganja. Tako so recimo omenili zapiranje odprtih deviznih pozicij, kar pomeni, da je obseg njihovih terjatev v določeni valuti enak obsegu njihovih obveznosti v tej isti valuti. Nekatere od bank so navedle, da oblikujejo limite izpostavljenosti. Zapiranje odprtih deviznih pozicij pa je navedlo 57 % vprašanih bank neuporabnikov izvedenih finančnih instrumentov.

²⁰ Podatki v tabeli 10 temeljijo na 3. vprašanju anketnega vprašalnika (glej priložo 1).

6.2 Depozitne finančne institucije v Sloveniji, ki uporabljajo izvedene finančne instrumente

To podpoglavje je namenjeno analizi uporabe izvedenih finančnih instrumentov kot oblike zavarovanja valutnega tveganja pri bankah, ki le-te uporabljajo v svojem poslovanju. Na začetku se bomo posvetili splošnim značilnostim²¹ teh bank, nato nekaj povedali o njihovih klientih, ki nastopajo na trgu izvedenih finančnih instrumentov, ter v kakšnih vlogah nastopajo. V nadaljevanju bomo skušali ugotoviti, kakšna je struktura portfelja izvedenih finančnih instrumentov, kako pogosto le-tega vrednotijo. Komu najbolj zaupajo glede pravilnega vrednotenja izvedenih finančnih instrumentov ter kako se je gibal uporaba le teh v letu 2004 v primerjavi z letom 2003? Ob omenjenem nas bo zanimalo tudi, katere prednosti ali slabosti vidi ta skupina anketirancev v uporabi izvedenih finančnih instrumentov, na katerih borzah poslujejo ter kakšen sta bila obseg in valutna struktura transakcij na deviznih trgih v zadnjih letih.

6.2.1 Splošne lastnosti uporabnikov izvedenih finančnih instrumentov

Vse banke, ki imajo dovoljenje Banke Slovenije za trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti, slednje tudi uporabljajo pri svojem poslovanju. V tabeli 11²² so razvidne letnice začetka uvedbe izvedenih finančnih instrumentov v bankah v Sloveniji. Do leta 1995 izvedenih finančnih instrumentov praktično ni bilo v slovenskem prostoru. Po tem letu se je uporaba izvedenih instrumentov počasi začela povečevati. Večina bank je izvedene finančne instrumente začela uporabljati med letoma 1996 in 1998.

Tabela 11: Leto uvedbe izvedenih finančnih instrumentov v slovenskih bankah

Leto	Število bank
1994	1
1995	1
1996	3
1997	1
1998	2
1999	1
2001	1
2002	1
2003	1

Vir: Lastna raziskava, december 2004.

²¹ Pod splošnimi značilnostim bank, ki poslujejo z izvedenimi finančnimi instrumenti, razumemo letnico začetka poslovanja z izvedenimi finančnimi instrumenti ter splošne lastnosti oddelka, ki se ukvarja z izvedenimi instrumenti.

²² Podatki v tabeli 11 temeljijo na 7. vprašanju anketnega vprašalnika (glej prilogo 1).

Področje izvedenih finančnih instrumentov je v Sloveniji še vedno relativno novo, tako da se večina bank z izvedenimi finančnimi instrumenti ukvarja v okviru zakladništva. Nakatere od njih že imajo oddelek, ki se ukvarja le z izvedenimi finančnimi instrumenti. Iz njihovih odgovorov je razvidno, da se približno 83 odstotkov anketiranih bank ukvarja z izvedenimi finančnimi instrumenti v okviru sektorja zakladništva, okrog 17 odstotkov bank pa ima že lastni oddelek, ki se ukvarja z izvedenimi finančnimi instrumenti²³. Čeprav se trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti zadnja leta povečuje, kot bomo videli v nadaljevanju, pa večina bank ne uporablja izvedenih finančnih instrumentov v takšni meri, da bi lahko imela za poslovanje z njimi tudi lasten oddelek.

Tudi kar se tiče števila zaposlenih, ki se v bankah ukvarjajo z izvedenimi instrumenti, ni nujno, da imajo največ zaposlenih tiste banke, ki imajo oddelek za izvedene instrumente ali pa so se začele med prvimi ukvarjati s temi instrumenti. Iz podrobnejših odgovorov na anketni vprašalnik smo ugotovili, da je bilo v polovici primerov ravno obratno. V tabeli 12 predstavljamo število zaposlenih, ki se ukvarjajo z izvedenimi finančnimi instrumenti v bankah v Sloveniji²⁴.

Tabela 12: Število zaposlenih, ki se ukvarjajo z izvedenimi finančnimi instrumenti v bankah

Število zaposlenih	Število bank
3	4
4	3
5	2
6	1
7	1
10	1

Vir: Lastna raziskava, december 2004.

Ugotovimo torej lahko, da je povprečno število zaposlenih, ki se ukvarjajo z izvedenimi finančnimi instrumenti v naših bankah približno 5. Večina bank ima v povprečju 3 do 4 zaposlene na oddelku za izvedene finančne instrumente.

V približno polovici bank se je velikost oddelka, ki je pristojen za finance, povečala odkar trgujejo z izvedenimi finančnimi instrumenti, v drugi polovici pa ne²⁵. Iz tega lahko sklepamo, da je približno polovica bank na novo zaposlila ljudi, ki se ukvarjajo z izvedenimi finančnimi instrumenti, pri drugi polovici pa je prišlo do notranje prerazporeditve zaposlenih, ki so že delali znotraj sektorja zakladništva.

²³ Podatki temeljijo na 8. vprašanju anketnega vprašalnika (glej prilogo 1).

²⁴ Podatki v tabeli 12 temeljijo na 9. vprašanju anketnega vprašalnika (glej prilogo 1).

²⁵ Podatki temeljijo na 10. vprašanju anketnega vprašalnika (glej prilogo 1).

6.2.2 Zneski, ki jih banke zavarujejo za svoj račun ali za račun svojih klientov

Banke lahko trgujejo na deviznih trgih za svoj račun ali za račun svojih klientov. Tudi v primeru trgovanja z izvedenimi finančnimi instrumenti lahko banke ponujajo svojim klientom tovrstne storitve. Tako se lahko podjetja, ki so izpostavljena valutnim tveganjem, zavarujejo pred neugodnimi spremembami deviznih tečajev in na ta način preprečijo potencialne izgube. Preden so začele ponujati storitve zavarovanja valutnega tveganja svojim klientom, je večina bank z njimi že poslovala za svoj račun. Danes pa več kot 90 odstotkov bank iz druge skupine anketiranih bank ponuja izvedene finančne instrumente tudi svojim klientom. Le ena od anketiranih bank svojim klientom ne ponuja izvedenih finančnih instrumentov in trguje le za svoj račun.²⁶

Kljub manjšemu poznavanju izvedenih finančnih instrumentov in temu primerne manjše uporabe le-teh v slovenskem finančnem prostoru so banke ugotovile, da je razen lastnega tveganja, ki ga lahko zavarujejo z omenjenimi instrumenti, treba v konkurenčnem boju tudi svojim strankam ponuditi takšne možnosti. Banke lahko pred valutnimi tveganji zavarujejo določene zneske za svoj račun in za račun svojih klientov. Kolikšni so povprečni zneski, ki jih banke v Sloveniji zavarujejo za svoj račun s pomočjo izvedenih finančnih instrumentov, lahko razberemo iz tabele 13²⁷.

Tabela 13: Zneski, ki jih banke zavarujejo za svoj račun s pomočjo izvedenih finančnih instrumentov

Zneski, ki jih banke zavarujejo za svoj račun (v mio SIT)	Število bank
0–10	1
10–100	5
100–500	4
Nad 500	1

Vir: Lastna raziskava, december 2004.

Zneski, ki jih banke zavarujejo za svoj račun, so med 10 in 500 milijonov SIT. Pri petih bankah se ti zneski gibljejo med 10 in 100 milijonov SIT, pri štirih pa med 100 in 500 milijonov SIT. Le pri eni banki je dovolj že 10 milijonov SIT za zavarovanje.

V tabeli 14 so podani povprečni zneski, ki jih banke zavarujejo za račun svojih klientov in število bank, ki te zneske zavarujejo²⁸. Iz rezultatov lahko sklepamo, da je največ takih klientov

²⁶ Podatki temeljijo na 11. vprašanju anketnega vprašalnika (glej prilogo 1).

²⁷ Podatki v tabeli 13 temeljijo na 12. vprašanju anketnega vprašalnika (glej prilogo 1). Nanj je odgovorilo 11 bank.

²⁸ Podatki v tabeli 14 temeljijo na 16. vprašanju anketnega vprašalnika (glej prilogo 1).

(kar polovica), ki zavarujejo zneske med 10 in 100 milijoni SIT. Sledijo jim tisti, ki zavarujejo zneske med 100 in 500 milijoni SIT in le 2 banki zavarujeta svojim klientom zneske do 10 milijonov SIT. Nihče od klientov naših bank pa ne zavaruje zneskov nad 500 milijonov SIT.

Če primerjamo odgovore v tabelah 13 in 14, lahko ugotovimo, da banke pri izvedenih finančnih instrumentih več poslujejo za svoj račun kot za račun svojih klientov. Glede na to, da je večina bank kot najnižje zneske, ki jih lahko klienti zavarujejo, navedla med 10 in 100 milijonov SIT najnižje zneske, lahko sklepamo, da nekateri klienti, ki bi želeli zavarovati manjše premoženje, nimajo možnosti za to.

Tabela 14: Zneski, ki jih banke zavarujejo za račun svojih klientov s pomočjo izvedenih finančnih instrumentov

Zneski, ki jih banke zavarujejo za račun svojih klientov (v mio SIT)	Število bank
0–10	2
10–100	6
100–500	4
Nad 500	-

Vir: Lastna raziskava, december 2004.

Banke imajo sicer predpisane najnižje zneske, ki jih njihovi klienti lahko zavarujejo s pomočjo posameznih izvedenih instrumentov in se lahko razlikujejo glede na instrumente. Pri Novi KBM, d. d., je tako npr. najnižji znesek termenskega posla in deviznih zamenjav 50.000 EUR ali protivrednost v kateri koli drugi valuti, najnižji znesek, ki ga lahko podjetje varuje z valutno opcijo, pa 100.000 EUR ali protivrednost v kateri koli drugi valuti (Nova kreditna banka Maribor, december 2004). Pri Banki Koper lahko komitenti pred valutnim tveganjem zavarujejo zneske v višini nad 100.000 EUR. Višina zneska je enaka, ne glede na to, kateri izvedeni finančni instrument uporabijo (Banka Koper, december 2004).

6.2.3 Klienti bank

V tem podpoglavju želimo ugotoviti, kdo so klienti bank, ki zavarujejo svoje premoženje, kako nastopajo na deviznih trgih, ali jim banke svetujejo glede uporabe izvedenih instrumentov ter za koliko se je število klientov povečalo v zadnjih letih.

Večina podjetij, ki lahko uspešno optimira vse vrste stroškov ter učinkovito upravlja z valutnim tveganjem, lahko na trgu doseže večjo konkurenčno prednost. Ker ponavlja osnovne dejavnosti podjetij niso upravljanje tveganj z izvedenimi finančnimi instrumenti, v podjetjih tudi ni strokovnega kadra za to področje. Tista podjetja, ki se zavedajo, da lahko z uspešnim

obvladovanjem tveganj dosežejo konkurenčno prednost na trgu, se v tej želji obračajo na institucije, ki so za to bolj usposobljene od njih samih.

Večina tistih bank, ki ponuja izvedene finančne instrumente svojim klientom, ima tudi strokovno usposobljene uslužbenke, ki se ukvarjajo le s temi instrumenti. Vse tiste banke, ki ponujajo izvedene finančne instrumente, svojim klientom tudi svetujejo glede njihove uporabe²⁹. Nekatere banke ponujajo tudi predstavitve na sedežih podjetjih o zavarovanju s pomočjo izvedenih finančnih instrumentov. Torej se banke zavedajo, da je znanje o izvedenih finančnih instrumentih pri njihovih klientih pomanjkljivo ter da je podjetja, ki bi se želela ustrezno zavarovati pred valutnim tveganjem, a ne vedo kako, treba ustrezno izobraziti.

Kako se je spreminjalo število nastopajočih na deviznih trgih v naših bankah v zadnjih desetih letih, smo skušali ugotoviti s pomočjo anketnega vprašalnika. Iz rezultatov lahko ugotovimo, da se je pri petih bankah število klientov, ki trgujejo na deviznih trgih, v omenjenem obdobju povečalo za 70 do 100 %. Le pri eni banki je število klientov ostalo enako ali se ni nič povečalo. Nekatere izmed bank pa nimajo podatkov o spremembi nastopajočih na deviznih trgih v zadnjih desetih letih. V štirih bankah so mnenja, da se je število nastopajočih klientov na deviznih trgih povečalo med 30 in 50 odstotki. Podatki o gibanju števila klientov v bankah na deviznih trgih v zadnjih desetih letih so podani v tabeli 15³⁰.

Tabela 15: Gibanje števila klientov bank na deviznih trgih v zadnjih desetih letih

Število klientov oz. njihova rast (v %)	Število bank
Ostalo isto	1
30–50	4
70–100	5
Ne vedo	2

Vir: Lastna raziskava, december 2004.

Kdo so klienti bank, ki v največji meri zavarujejo svoje premoženje s pomočjo izvedenih finančnih instrumentov, lahko vidimo iz tabele 16³¹. To so v glavnem velika in srednje velika podjetja, kar je tudi v skladu s pričakovanji. Samostojnih podjetnikov skoraj ni. Približno 2,6 odstotka klientov bank, ki nastopajo kot udeleženci na trgu izvedenih finančnih instrumentov, so fizične osebe.

Najnižji zneski, ki jih večina bank zavaruje za račun svojih klientov, morajo biti nad 10 milijonov SIT (glej tabelo 14). Nekatere od njih imajo najnižji znesek, ki ga lahko klienti

²⁹ Podatek temelji na odgovorih na vprašanje 13. anketnega vprašalnika (glej prilogo 1).

³⁰ Podatki v tabeli 15 temeljijo 14. vprašanju anketnega vprašalnika (glej prilogo 1).

³¹ Podatki v tabeli 16 temeljijo 17. vprašanju anketnega vprašalnika (glej prilogo 1).

zavarujejo med 50 in 100 tisoč EUR, odvisno tudi kateri od instrumentov uporabijo za zavarovanje. Zato menim, da večina malih podjetjih, samostojnih podjetnikov in fizičnih oseb praktično nima možnosti zavarovati svojega premoženja, če le-to ni dovolj veliko.

Tabela 16: Klienti bank, ki uporabljajo izvedene finančne instrumente za zavarovanje valutnega tveganja.

Klienti bank	Povprečje (v %)
Velika podjetja	60,5
Srednje velika podjetja	29
Mala podjetja	7,75
Samostojni podjetniki	0,08
Fizične osebe	2,58

Vir: Lastna raziskava, december 2004.

Mrak (2002, str. 116–120) udeležence na deviznih trgih razvršča po vrstah aktivnosti, ki jih opravljajo na deviznih trgih in po motivih njihovega delovanja na deviznih trgih. Tako so ekonomski subjekti po vrstah aktivnosti na deviznih trgih: klienti bank, komercialne banke, posredniki in centralne banke. Po drugi klasifikaciji delimo ekonomske subjekte po motivih njihovega delovanja na deviznih trgih na: arbitražnike, zaščitnike in špekulante. Kako anketirane banke uporabniki izvedenih finančnih instrumentov ocenjujejo, da se njihovi klienti obnašajo na deviznih trgih (ali so to zgolj zaščitniki, arbitražniki ali špekulanti) lahko vidimo iz tabele 17³².

Tabela 17: Povprečen odstotek udeležencev na deviznih trgih

Klienti	Povprečje (v %)
Zaščitniki	87,92
Špekulanti	11,25
Arbitražniki	0,83

Vir: Lastna raziskava, december 2004.

Iz rezultatov, lahko ugotovimo, da se večina udeležencev na deviznih trgih po ocenah bank obnaša kot zaščitniki. To pomeni, da je cilj večine udeležencev na trgu zavarovanje premoženja. Manj kot 1 odstotek udeležencev se obnaša kot arbitražniki in nekaj več kot 11 odstotkov kot špekulanti.

³² Podatki v tabeli 17 temeljijo na vprašanju 18. iz anketnega vprašalnika (glej prilogo 1).

6.2.4 Izvedeni finančni instrumenti in njihova uporaba v bankah

Iz tabele 18 lahko razberemo gibanje uporabe izvedenih finančnih instrumentov v bankah med letoma 2003 in 2004³³. Vidimo, da je uporaba izvedenih finančnih instrumentov v desetih od dvanajstih bank narasla, pri nobeni od bank uporaba ni upadla in v dveh bankah je uporaba izvedenih finančnih instrumentov v primerjavi z lanskim letom ostala na isti ravni. Tako lahko sklepamo, da se poraba izvedenih finančnih instrumentov v slovenskem finančnem prostoru povečuje. Če pa bodo banke želele imeti konkurenčno prednost pred evropskimi bankami in podjetji, ki ponujajo izvedene finančne instrumente, bo morala biti rast slednjih hitrejša kot doslej. Lahko pričakujemo, da bodo tuje banke in podjetja s svojim znanjem in izkušnjami na področju izvedenih finančnih instrumentov v naslednjih letih skušale zapolniti to tržno nišo tudi v Sloveniji.

Tabela 18: Primerjava uporabe izvedenih finančnih instrumentov v bankah med letoma 2003 in 2004

Primerjava uporabe izvedenih finančnih instrumentov med letoma 2003 in 2004	Število bank
Narasla	10
Upadla	0
Ostala na isti ravni	2

Vir: Lastna raziskava, december 2004.

6.2.4.1 Struktura premoženja izvedenih finančnih instrumentov

Izpostavljenost valutnemu tveganju mnoge banke in podjetja zavarujejo s pomočjo izvedenih finančnih instrumentov, kot so zamenjave, opcije ter terminski posli ali pogodbe. Katere od izvedenih instrumentov za varovanje valutnega tveganja v največji meri uporabljajo banke v Sloveniji, je razvidno iz tabele 19³⁴.

Tabela 19: Uporaba valutnih izvedenih finančnih instrumentov v slovenskih bankah.

Izvedeni instrument	Povprečje (v %)
Terminski posli	69,78
Zamenjave	22,22
Valutna opcija	4,78
Terminske pogodbe	2,78

Vir: Lastna raziskava, december 2004.

³³ Podatki v tabeli 18 temeljijo na vprašanju 15. iz anketnega vprašalnika (glej prilogo 1).

³⁴ Podatki v tabeli 19 temeljijo na vprašanju 19. anketnega vprašalnika (glej prilogo 1).

Vidimo, da predstavljajo terminski posli največji del portfelja izvedenih finančnih instrumentov za zaščito valutne izpostavljenosti v naših bankah. Sledijo jim zamenjave s 22,22 odstotki, nato valutne opcije s 4,78 odstotki in terminske pogodbe z 2,78 odstotki. Rezultati sovpadajo z rezultati nedavno narejene raziskave v okviru Raziskovalnega centra Ekonomske fakultete v Ljubljani (RCEF), kjer je narejena analiza obvladovanja tveganja v slovenskih podjetjih. Tudi pri tej analizi se je izkazalo, da slovenska podjetja za zaščito valutnega tveganja največ uporabljajo terminske posle (Klarič, 2005, str. 33). Zgoraj omenjeni rezultati sploh niso presenetljivi, saj večina naših podjetij zavaruje svoja tveganja prek bank.

V poglavju o terminskih poslih smo omenili, da imajo fizično poravnavo na datum zapadlosti, ki je daljši od dveh delovnih dni od datuma sklenitve posla, in ker je narejen na osnovi individualnih zahtev posameznikov, je povezan s tveganjem neizpolnitve obveznosti pogodbenega partnerja. Tako se morajo tudi banke zavarovati pred valutnim tveganjem, ki bi mu bile izpostavljene, če komitent ne bi poravnal obveznosti iz terminskega posla. Na osnovi podatkov, ki sem jih dobila na njihovih spletnih straneh, se večina slovenskih bank ob sklenitvi terminskega posla zavaruje tako, da od svojih komitentov zahtevajo polog kritja v višini 10 % vrednosti posla.

Ob zgoraj naštetih izvedenih instrumentih naj omenimo, da nekatere banke, kot je npr. NLB d. d., uporabljajo tudi sintetične terminske posle. Sintetični terminski posel je dogovor med banko in stranko, ki ima tudi nekatere značilnosti finančnih terminskih pogodb:³⁵

- standardizirana količina trgovanja in dan dospetja,
- ob odpiranju pozicije stranka banki vnaprej plača začetno kritje,
- tečajne razlike se obračunavajo dnevno prek gibljivih kritij,
- poravnava odprtih pozicij se izvede najpozneje na dan dospetja posla. Pri tem poslu ne gre za fizično (dejansko) dobavo deviz, pač pa za denarno poravnavo (razlike v cenah se plačajo prek sistema gibljivih kritij).

Logika zaščite je enaka kot pri terminskem poslu. Izvozniki prodajajo devize, opredeljene v sintetičnih terminskih poslih, uvozniki pa jih kupujejo. Sintetični terminski posli morajo seveda veljati za valutno razmerje, ki ustreza uvozniku ali izvozniku. Bistvena razlika v primerjavi z valutno terminsko pogodbo je v tem, da trgovanje ne poteka na organiziranem trgu (borzi izvedenih finančnih instrumentov), ampak je z njimi mogoče trgovati le z Novo Ljubljansko banko, d. d., ki opravlja tudi obračune teh poslov. Kar se pa tiče dospetij sintetičnih terminskih poslov, so ta koncentrirana na štiri dospetja v letu (tretja sreda četrtnega meseca).

³⁵ Povzeto po spletnih straneh NLB, d. d., december 2004.

6.2.4.2 Vrednotenje izvedenih finančnih instrumentov

Večina slovenskih bank, ki uporabljajo izvedene finančne instrumente (64 odstotkov), vrednoti premoženje izvedenih finančnih instrumentov dnevno, 27 odstotkov jih vrednoti mesečno in ca. 9 odstotkov bank vrednoti portfelj izvedenih instrumentov po potrebi (glej tabelo 20³⁶). Lahko torej sklepamo, da obstaja pri večini bank potreba po dnevnem spremljanju tečajev, ne glede na to ali poslujejo le za svoj račun ali za račun svojih klientov. Ob tem lahko tudi predpostavimo, da je pri bankah, ki portfelj izvedenih instrumentov vrednotijo dnevno, promet pri trgovanju z izvedenimi instrumenti večji. Nobena od anketiranih bank premoženja izvedenih finančnih instrumentov ne vrednoti tedensko, četrtno ali letno.

Tabela 20: Pogostost vrednotenja portfelja izvedenih finančnih instrumentov v bankah

Vrednotenje portfelja	Število bank (v %)
Dnevno	64
Mesečno	27
Po potrebi	9

Vir: Lastna raziskava, december 2004.

Če primerjamo rezultate raziskave z rezultati ankete RCEF, lahko ugotovimo, da se banke v Sloveniji veliko bolj zavedajo pomembnosti spremljave vrednosti premoženja izvedenih finančnih instrumentov kot slovenska podjetja. 64 odstotkov bank spremlja premoženje izvedenih instrumentov dnevno, od anketiranih slovenskih podjetij pa tega ne počne nobeno podjetje. Večina anketiranih podjetij to počne mesečno ali celo četrtno (Klarič, 2005, str. 44). Druga razlaga za to, zakaj slovenska podjetja dnevno ne spremljajo premoženja izvedenih finančnih instrumentov, je ta, da to namesto njih praktično počnejo banke, saj jih večina posluje prek bank.

Viri, ki jim banke najbolj zaupajo glede pravilnega vrednotenja izvedenih finančnih instrumentov, so predstavljeni v tabeli 21³⁷. Rezultati kažejo, da banke najbolj zaupajo svojim notranjim virom. Drugi subjekt, ki mu najbolj zaupajo glede pravilnega vrednotenja izvedenih instrumentov, je računovodsko podjetje, razen v primeru, če to ni notranje računovodstvo. Enako oceno je dobil borzni posrednik. Najmanj pa zaupajo podjetjem za svetovanje. Tudi te rezultate, lahko primerjamo z rezultati raziskave RCEF. Enako kot tudi slovenska podjetja glede pravilnega vrednotenja izvedenih finančnih instrumentov najbolj zaupajo notranjim virom, takoj za tem pa trgovcu, ki je vzpostavil transakcijo (Klarič, 2005, str. 43)³⁸.

³⁶ Podatki v tabeli 20 temeljijo na 20. vprašanju anketnega vprašalnika (glej prilogo 1). Nanj je odgovorilo 11 bank.

³⁷ Podatki v tabeli 21 temeljijo na 21. vprašanju anketnega vprašalnika (glej prilogo 1). Nanj je odgovorilo 11 bank.

³⁸ To pa so v primeru slovenskih podjetij banke.

Tabela 21: Viri vrednotenja izvedenih finančnih instrumentov

Vir, ki mu najbolj zaupajo	Razvrstitev
Notranji viri	1
Računovodsko podjetje	2
Borzni posrednik	2
Podjetje za svetovanje	3

Vir: Lastna raziskava, december 2004.

6.2.4.3 Zaščita valutnih izpostavljenosti

Pri bankah, ki uporabljajo izvedene finančne instrumente za zaščito valutnega tveganja, nas tudi zanima, kako pogosto te instrumente uporabljajo. Iz zbranih odgovorov v tabeli 22³⁹ lahko ugotovimo, da 70 % bank pogosto uporablja izvedene finančne instrumente za zaščito pričakovanih transakcij za obdobje do enega leta. Dve banki nikoli ne uporabljata izvedenih finančnih instrumentov za zaščito pričakovanih transakcij za obdobje do enega leta, ena banka pa jih uporablja občasno.

Za zaščito pričakovanih transakcij za obdobje, daljše od enega leta, uporablja izvedene finančne instrumente občasno 6 bank, tri banke jih nikoli ne uporabljajo in le ena banka pogosto uporablja izvedene instrumente za zaščito pričakovanih transakcij za obdobje daljšega od enega leta. Za zaščito translacijske in ekonomske ali konkurenčne izpostavljenosti večina bank ne uporablja izvedenih finančnih instrumentov. Le ena banka jih uporablja pogosto, 2 do 3 banke pa občasno.

Tabela 22: Pogostost zaščite valutnih izpostavljenosti

Zaščita izpostavljenosti	Nikoli (št. bank)	Občasno (št. bank)	Pogosto (št. bank)
Zaščita pričakovanih transakcij za obdobje do 1 leta	2	1	7
Zaščita pričakovanih transakcij za obdobje daljše od 1 leta	3	6	1
Zaščita ekonomske ali konkurenčne izpostavljenosti	7	2	1
Zaščita translacijske izpostavljenosti	6	3	1

Vir: Lastna raziskava, december 2004.

³⁹ Podatki v tabeli 22 temeljijo na 23. vprašanju anketnega vprašalnika (glej prilogo 1). Nanj je odgovorilo 10 bank.

Glede na to, da smo ugotovili, da predstavljajo terminski posli največji del portfelja izvedenih finančnih instrumentov slovenskih bank, predpostavljamo, da jih banke tudi v največji meri uporabljajo za zaščito spodaj navedenih valutnih izpostavljenosti. Rezultati o najpogosteje uporabljenem izvedenem finančnem instrumentu za varovanje valutnih izpostavljenosti so zbrani v tabeli 23.⁴⁰

Tabela 23: Najpogosteje uporabljen izvedeni finančni instrument za zaščito valutnih izpostavljenosti

	Najpogosteje uporabljen izvedeni finančni instrument za zaščito valutnih izpostavljenosti
Zaščita pričakovanih transakcij za obdobje do 1 leta	Terminski posel
Zaščita pričakovanih transakcij za obdobje daljše od 1 leta	Terminski posel
Zaščita ekonomske ali konkurenčne izpostavljenosti	Terminski posel
Zaščita translacijske izpostavljenosti	Terminski posel

Vir: Lastna raziskava, december 2004.

Po pričakovanjih je najpogosteje uporabljen izvedeni instrument za zaščito spodaj navedenih izpostavljenosti terminski posel. Sledijo mu zamenjave in nato opcije. Četudi primerjamo te rezultate z rezultati raziskave v okviru RCEF (Klarič, 2005, str. 35), vidimo, da tudi tukaj sovpadajo.

6.2.5 Prednosti in slabosti uporabe izvedenih finančnih instrumentov

Prednosti uporabe izvedenih finančnih instrumentov z vidika bank, ki le-te uporabljajo v svojem poslovanju, oziroma povprečne ocene navedenih trditev v vprašalniku, so navedene v tabeli 24⁴¹. Banke največjo prednost v uporabi izvedenih finančnih instrumentov vidijo v zavarovanju tveganj.

Rezultate iz tabele 24 lahko primerjamo tudi s prednostmi izvedenih finančnih instrumentov, kot jih vidijo banke, ki le-teh ne uporabljajo pri svojem poslovanju. Ugotovimo lahko, da je trditev, da izvedeni finančni instrumenti omogočajo zaščito pred tveganji, pri bankah, ki jih uporabljajo, dobila skoraj oceno 5, pri bankah, ki jih ne uporabljajo, pa oceno 4 (na lestvici od 1 do 5). To pa

⁴⁰ Podatki v tabeli 23 temeljijo na 24. vprašanju anketnega vprašalnika (glej prilogo 1). Nanj je odgovorilo 9 bank.

⁴¹ Podatki v tabeli 24 temeljijo na 22. vprašanju anketnega vprašalnika (glej prilogo 1).

kaže, da so banke, ki uporabljajo izvedene finančne instrumente, bolj informirane o njihovih karakteristikah in se zavedajo, da le-ti najprej omogočajo zaščito pred tveganji.

Mnenje o trditvi, da lahko z majhnimi denarnimi vložki upravljamo velike investicije, je različno med tema dvema skupinama bank. Banke, ki izvedenih instrumentov ne uporabljajo, so tej trditvi dale za dve stopnji nižjo oceno od bank, ki izvedene instrumente uporabljajo.

Tabela 24: Prednosti uporabe izvedenih finančnih instrumentov

Prednosti uporabe	Povprečna ocena
Omogočajo zaščito pred tveganji	4,95
Ker lahko z majhnimi denarnimi vložki upravljamo velike investicije	4,17
Omogočajo odkrivanje cene v prihodnosti	3,5
Omogočajo jasno, pošteno, varno in likvidno trgovanje	3,17
Zmanjšujejo nestanovitnost cen osnovnih instrumentov	2

Vir: Lastna raziskava, december 2004.

Prednosti posameznih izvedenih instrumentov, kot jih vidijo banke, so med drugim tudi naslednje⁴²:

- *pri terminskih poslih:*
 - o natančna kalkulacija cene uvoženih izdelkov ali protivrednosti priliva v tuji valuti za izvožene izdelke;
 - o podjetja se lahko osredotočijo na osnovno dejavnost, brez dodatnih skrbi, ki bi jih v nasprotnem primeru prinesle spremembe tečajev, saj so višino tečaja že fiksirali v terminskem poslu;
 - o s sredstvi lahko stranka razpolaga do zapadlosti terminskega posla;
- *pri valutnih zamenjavah:*
 - o uravnavanje likvidnosti podjetja v posamezni valuti ali prilagajanje datuma zapadlosti že sklenjenih terminskih poslov;
 - o varnost pred nihanjem obrestne mere tuje valute;
 - o možnost razpolaganja s sredstvi v izbrani valuti v vmesnem obdobju;
- *pri valutnih opcijah:*
 - o seznanjenost z največjo možno izgubo za kupce opcij, ki je v višini plačane premije;
 - o možnost izbire tečaja, po katerem bi želeli opraviti kupoprodajo deviz;

⁴² Povzeto po spletnih straneh posameznih bank, december 2004.

- o fleksibilnost opcij – na dan izvršitve opcije lahko kupci opcijo izvršijo ali opustijo, odvisno od pogojev, ki jih ponuja trg v trenutku zapadlosti opcije.

Banke so navedle še eno prednost za svoje komitente, in sicer, da jim lahko svetujejo glede uporabe posameznega instrumenta zavarovanja pred valutnimi tveganji. V tem primeru bi lahko rekli, da gre za prednost banke in ne za prednost samih izvedenih finančnih instrumentov.

Tako kot depozitne finančne institucije, ki izvedenih finančnih instrumentov ne uporabljajo, smo tudi tiste, ki jih uporabljajo za zavarovanje valutnega tveganja, povprašali, katere slabosti vidijo v njihovi uporabi. V tabeli 25 so predstavljene povprečne ocene slabosti, kot jih vidi večina bank, ki uporabljajo izvedene finančne instrumente⁴³. Navedene trditve so dobile povprečno oceno 3 in 3,5. To pa pomeni, da se banke z navedenimi trditvami ne strinjajo stoddostno kot slabostmi izvedenih finančnih instrumentov. Dejansko bi lahko nekatere lastnosti izvedenih finančnih instrumentov nekateri videli kot prednost, drugi pa kot slabost. Odvisno je v katerih vlogah nastopajo na trgu izvedenih finančnih instrumentov. Če te ocene primerjamo z ocenami, ki smo jih dobili pri bankah, ki ne uporabljajo izvedenih instrumentov za zavarovanje tveganj, lahko ugotovimo, da so podobno odgovorile. Dodatnih slabosti banke niso navajale.

Tabela 25: Slabosti uporabe izvedenih finančnih instrumentov

Slabosti uporabe	Povprečna ocena
Večinoma pritegnejo špekulativni kapital	3,5
Ker lahko z majhnimi denarnimi vložki upravljamo velike investicije	3,5
Gre za tvegane instrumente	3

Vir: Lastna raziskava, december 2004.

6.2.6 Termenske borze, na katerih banke poslujejo

Vprašanje, ki velja za borze, na katerih banke poslujejo, je praktično omejeno le na banke, ki uporabljajo opcije in termenske pogodbe, saj se z zamenjavami in termenskimi posli trguje le prek okenc (angl. Over-the-counter). Malo več kot polovica bank jih uporablja pri trgovanju, in sicer v zelo majhnem obsegu. Ostale banke trgujejo le prek okenc ali na OTC-trgu.

Osnovna razlika med OTC in borznim trgovanjem je podobna razliki med navadnimi in standardiziranimi termenskimi pogodbami. Trgovanje z opcijami na OTC-trgu je npr. prilagojeno zahtevam posameznih strank, medtem ko je trgovanje na borzi standardizirano glede izvršilnih cen, datumov zapadlosti, zneskov in valut v pogodbah⁴⁴. Trgovanje s termenskimi pogodbami in

⁴³ Podatki v tabeli 25 temeljijo na vprašanju 23. (glej prilogo 1).

⁴⁴ Več o OTC trgovanju lahko najdemo v Steinherr (2000).

opcijami je v naših bankah po obsegu zelo majhno, tako da skoraj polovica bank ne trguje prek tujih borz. Polovica od tistih, ki trgujejo prek tujih borz, je zaupala, da so najbolj pomembne borze, prek katerih trgujejo z izvedenimi finančnimi instrumenti v tujini: CBOT in CME v ZDA ter LIFFE v Evropi.

6.2.7 Obseg in valutna struktura transakcij na deviznih trgih

Devizni trgi predstavljajo največji segment vseh finančnih trgov na svetu⁴⁵. Kakšen je obseg transakcij na promptnih in terminskih deviznih trgih ter kakšna je valutna struktura transakcij v naših bankah v zadnjih desetih letih, bomo skušali ugotoviti iz zadnjih treh vprašanj. Preden pogledamo obseg transakcij si oglejmo še razlike med promptnim in terminskim trgovanjem. Pri promptnem trgovanju pride do realizacije posla takoj ali v zelo kratkem času. Če govorimo o promptnih deviznih transakcijah, mislimo torej na vse tiste transakcije, pri katerih se plačilo izvede v največ dveh delovnih dneh po sklenitvi posla, devizni ali spot tečaj, po katerem se izvede takšna transakcija, pa se imenuje promptni devizni tečaj.

O terminski devizni transakciji govorimo takrat, ko se posel sklene danes, njegova realizacija pa je od sklenitve posla odmaknjena več kot dva delovna dneva ali na določen dan v prihodnosti. Tečaj, po katerem se sklene posel, pa se imenuje devizni terminski tečaj – in ti so običajno kotirani za obdobje 1, 3, 6, 9 in 12 mesecev (Mrak, 2002, str. 101).

Na zadnja tri vprašanja iz anketnega vprašalnika večina bank v skladu s poslovno politiko banke ni odgovorila. Le 25 % bank je menilo, da lahko podajo delne odgovore na vprašanja, zato smo podatke o prometu na promptnih in terminskih deviznih trgih v zadnjih letih povzeli po spletnih straneh Banke Slovenije.

Če pogledamo le podatke o skupnem prometu na slovenskem promptnem in terminskem deviznem trgu (glej tabelo 26), lahko ugotovimo, da je obseg transakcij na promptnih deviznih trgih občutno večji od obsega transakcij na terminskih deviznih trgih⁴⁶. Leta 2000 je obseg transakcij na promptnem deviznem trgu za več kot 11-krat presegal promet na terminskem trgu, potem pa se je to razmerje v naslednjih letih zmanjšalo, saj se je tudi obseg transakcij na terminskih deviznih trgih povečal.

Iz tabele 26 je tudi razvidno, da je skupni promet na promptnem deviznem trgu od leta 1992 do leta 2004 zrasel za približno 8-krat. Iz podrobnejše analize podatkov Banke Slovenije lahko

⁴⁵ Tako je skupni obseg transakcij v enem delovnem dnevu aprila 1998 znašal 1.587 milijard USD. Največje transakcije so opravljene na promptnih deviznih trgih. Najpomembnejša valuta v mednarodnem deviznem trgovanju aprila 1998 je bil ameriški dolar, sledila pa mu je nemška marka (Mrak, 2000, str. 123–124).

⁴⁶ Podatki o terminskem deviznem trgu so od leta 2000 naprej.

vidimo, da do leta 2000 na promptnih deviznih trgih ni bilo poslov med bankami in tujino ter da je bila večina skupnega prometa med bankami in podjetji. Nekaj malega (približno 7 odstotkov) je bil promet med samimi bankami. Po letu 2000, ko so banke začele poslovati še s tujino, se je, kot je razvidno tudi iz tabele 26, skupni promet med leti 2000 in 2003 povečal za dvakrat, in sicer na račun poslovanja s tujino, nekaj malega pa na račun poslovanja s fizičnimi osebami in med samimi bankami⁴⁷.

Tabela 26: Obseg transakcij na promptnih in terminskih deviznih trgih v slovenskih bankah v obdobju 1992–2003

Leto	Skupaj promet na promptnem deviznem trgu (v mio EUR)	Skupaj promet na terminskem deviznem trgu (v mio EUR)
1992	3597,1	
1993	5232,3	
1994	6475,9	
1995	8117,1	
1996	8911,0	
1997	10.187,9	
1998	10.882,0	
1999	11.281,7	
2000	14.151,1	1242,7
2001	18.358,0	3351,0
2002	23.672,8	5878,4
2003	27.514,8	3735,3
2004	28.185,1	3406,2

Vir: Bilten Banke Slovenije, leto 14, št. 1, januar 2005, str. II.32–37.II.

Največ prometa na terminskem trgu je bilo v letu 2000 med samimi bankami. Na drugem mestu je bil promet med bankami in tujino, na tretjem pa med bankami in podjetji. Promet med bankami in tujino se je po letu 2000 občutno povečal, medtem ko se je promet med samimi bankami do leta 2003 povečeval, leta 2003 pa je zelo upadel. Promet med bankami in podjetji se je tudi povečal v primerjavi z letom 2000.

Najbolj pomembna valuta v mednarodnem deviznem trgovanju po (podatkih iz leta 1998) je bil ameriški dolar. Slednji je bil leta 1998 vključen kar v 87 odstotkov vseh deviznih transakcij v svetu. Druga pomembna valuta je bila takrat nemška marka, ki jo je danes seveda zamenjal evro. Njen delež je takrat znašal 30 odstotkov (Mrak, 2002, str. 124). V tabeli 27 je podana valutna

⁴⁷ Promet na terminskem trgu pa se je med leti 2000 in 2002 zvišal za več kot 4,7-krat, ko je v letu 2004 padel na 3406,2 milijona EUR, kar pa je vseeno za manj kot tri krat več od leta 2000.

struktura transakcij na trgu izvedenih finančnih instrumentov v naših bankah⁴⁸. Vidimo lahko, da je bil ameriški dolar tudi pri naših bankah najpogostejša valuta, s katero so trgovale v zadnjih letih. Do leta 2000 je občutno prevladoval, po letu 2000, oziroma po uvedbi evra, pa se je trgovanje z ameriškim dolarjem nekoliko zmanjšalo na račun slednjega.

Tabela 27: Valutna struktura transakcij anketiranih bank na trgu izvedenih finančnih instrumentov v obdobju 1994–2003 (v %)

Valuta	1994	1997	2000	2003
USD	55	55	40	40
DEM	40	35		
ITL				
CHF	5	10	10	4
GBP	4,5	10	8	5
EUR			40	50
Ostalo	0,5		2	1

Vir: Lastna raziskava, december 2004.

Z uvedbo evra v Sloveniji se bo valutno tveganje pri nekaterih naših bankah in podjetjih verjetno tudi zmanjšalo, vendar spet ne v tolikšni meri, da bi zavarovanje slednjega pustili ob strani. Še vedno se bo trgovalo z drugimi valutami, katerih sprememba tečajev bo povzročila, da se bodo morali zavarovati, če ne bodo želeli nositi negativnih posledic.

6.3 Povzetek najpomembnejših rezultatov raziskave

Na osnovi rezultatov raziskave lahko ugotovimo, da je v Sloveniji 60 odstotkov bank, ki uporabljajo izvedene finančne instrumente za zavarovanje valutnega tveganja. Preostalih 40 odstotkov ali 8 bank in hranilnic, od tega 6 bank in obe hranilnici, ne uporabljajo izvedenih finančnih instrumentov za zavarovanje valutnih ali katerih koli vrst tveganj. S tem sem potrdila svojo prvo hipotezo, in sicer, da ne uporabljajo vse banke v Sloveniji izvedenih finančnih instrumentov za zavarovanje valutnih tveganj. Glede na to, da predstavljajo izvedeni instrumenti zelo učinkovito obliko zavarovanja pred valutnim, obrestnim in drugimi tveganji ter da je izpostavljenost tovrstnim tveganjem v večini podjetij in bank danes zelo velika, bi lahko tudi preostale banke, ki izvedenih instrumentov ne uporabljajo, začele te uporabljati v svojem poslovanju in jih ponujati kot obliko zavarovanja tudi svojim strankam.

⁴⁸ Podatki v tabeli 27 temeljijo na 29. vprašanju. Nanj so odgovorile le štiri banke. Ostale banke v skladu s svojo poslovno politiko niso podale odgovora na zastavljeno vprašanje.

Odgovori anketiranih kažejo, da je glavni razlog za neuporabo izvedenih finančnih instrumentov odsotnost dovoljenja Banke Slovenije za opravljanje tovrstnih storitev. S tem je bila tudi potrjena moja druga hipoteza. Predpogoj za pridobitev dovoljenja za opravljanje storitev z izvedenimi finančnimi instrumenti pa je izpolnjevanje določenih kadrovskih, organizacijskih in tehničnih pogojev. Banke in hranilnice, ki bodo želele pridobiti dovoljenje za trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti⁴⁹ se bodo tako morale predvsem ustrezno izobraziti ali na novo zaposliti strokovni kader s tega področja, ki pa ga v Sloveniji po mojem mnenju zaenkrat še vedno primanjkuje.

Banke, ki uporabljajo izvedene finančne instrumente za zavarovanje tveganj, so le-te začele večinoma uporabljati ob pridobitvi dovoljenja za njihovo uporabo. Uporaba izvedenih finančnih instrumentov v naših bankah se sicer povečuje, vendar pa nikakor ne sledi svetovnem trendu povečanja uporabe le teh. Tako tudi pri tistih bankah, ki poslujejo z izvedenimi finančnimi instrumenti, je še veliko možnosti za njihov razvoj. Za enkrat v največji meri ponujajo le terminske posle in zamenjave. Če pa bodo hotele biti konkurenčne na tem področju, bodo morale ponujati tudi druge izvedene instrumente in tudi v večjem obsegu.

7 SKLEP

Veliko podjetij je v današnjem hitro spreminjajočem se mednarodnem okolju izpostavljenih različnim vrstam tveganj. Eno od njih je tveganje spremembe deviznih tečajev ali valutno tveganje, ki je vezano na katero koli podjetje, ki se v svojem poslovanju sreča z uvozom ali izvozom blaga in/ali storitev v/iz druge države ali ko se sreča s poslovanjem s katero koli tujo valuto. Tudi podjetja, ki niso neposredno izpostavljena valutnemu tveganju, so na nek način posredno pod njegovim vplivom. Tako je pogoj za uspešno poslovanje podjetij na domačih in tujih trgih ustrezno obvladovanje tveganj. Z ustreznim upravljanjem tveganj valutnega in tudi ostalih vrst tveganj, s katerimi se lahko podjetje sreča, lahko doseže konkurenčno prednost, ki mu na trgu zagotavlja vodilno vlogo pred njegovimi konkurenti.

Da bi se lahko podjetje ustrezno zavarovalo pred tveganji, mora seveda najprej poznati vsa tveganja, katerim je izpostavljeno. Pozneje pa ustrezno oceniti, v kolikšni meri so izpostavljeni posameznim tveganjem, ter se odločiti, katero obliko zavarovanja bodo izkoristili. Zavarovanje podjetja je povezano z določenimi stroški, vendar če se ne zavaruje, je lahko izpostavljeno večjim potencialnim izgubam, ki bi v tem primeru nastale.

⁴⁹ Teh pa ni ravno veliko, saj le pri eni potekajo priprave za pridobitev dovoljenja za poslovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti.

Ob notranjih metodah zavarovanja pred valutnim tveganjem, ki smo jih spoznali na začetku, so se mnoge banke in podjetja odločile zavarovati tudi z zunanjimi metodami ali z izvedenimi finančnimi instrumenti. Izvedeni instrumenti kot oblika zavarovanja pred valutnim tveganjem so doživeli razcvet po razpadu brettonwoodskega sistema v sedemdesetih letih ter z uvedbo sistema drsečih deviznih tečajev, ko je prišlo do povečane tečajne nestabilnosti in s tem tudi do povečanega valutnega tveganja, saj ni bilo več sistema trdih deviznih tečajev.

Tudi slovensko gospodarstvo je povezano z mednarodnim poslovanjem. Glede na to, da se poslovanje na mednarodnem nivoju večinoma odvija v tujih valutah, so tako tudi podjetja podvržena tveganju spremembe tečaja posamezne valute. Podjetja in banke se morajo torej ustrezno zavarovati pred neugodnimi spremembami deviznih tečajev. Katero obliko zavarovanja bodo ubrali, je odvisno od njih samih.

Cilj pričujočega magistrskega dela je bil med drugim tudi ugotoviti, v kolikšni meri depozitne finančne institucije v Sloveniji uporabljajo izvedene finančne instrumente kot obliko zavarovanja pred valutnim tveganjem. Ugotovili smo, da imamo v Sloveniji depozitne institucije, ki izvedene finančne instrumente za zavarovanje valutnih tveganj uporabljajo, in takšne, ki jih ne. Tiste, ki jih uporabljajo, so banke z dovoljenjem Banke Slovenije za opravljanje bančnih in drugih finančnih storitev, med katere sodi tudi trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti ali derivativi. Takih bank je v Sloveniji 12. Preostalih 6 bank in obe hranilnici omenjenega dovoljenja nimajo ter izvedenih finančnih instrumentov ne uporabljajo.

V nadaljevanju smo ugotovili pri bankah, ki ne uporabljajo izvedenih finančnih instrumentov v svojem poslovanju, kateri so glavni razlogi za njihovo neuporabo. Izkaže pa se, da je to ravno manjkajoče dovoljenje Banke Slovenije za opravljanje storitev z izvedenimi instrumenti. Katere pogoje morajo banke izpolnjevati za pridobitev tega dovoljenja smo tudi navedli, in izkazalo se je, da banke, ki nimajo dovoljenja za trgovanje z izvedenimi instrumenti, v glavnem ne izpolnjujejo kadrovskih in organizacijskih pogojev, ki so med pglavitnimi pogoji za njegovo pridobitev. Če bodo banke hotele pridobiti omenjeno dovoljenje, bodo morale najprej ustrezno izobraziti svoje zaposlene ali pa na novo zaposliti strokovno usposobljen kader s tega področja.

Razen tega, da je glavni razlog za neuporabo izvedenih finančnih instrumentov manjkajoče dovoljenje, menim, da nekatere banke niti niso zainteresirane za njihovo uporabo. Velikokrat je trgovanje z izvedenimi instrumenti povezano s špekulativnim prizvokom in nekatere slabe izkušnje z izvedenimi finančnimi instrumenti so lahko vzrok za ustvarjanje negativnega mnenja o njihovi uporabi. Tako se med bankami, ki nimajo dovoljenja za trgovanje z izvedenimi instrumenti, zaenkrat le ena aktivno zanima za njegovo pridobitev.

V nadaljevanju magistrske naloge smo ugotavljali tudi prednosti in slabosti izvedenih finančnih instrumentov, tako kot pri bankah, ki jih uporabljajo v svojem poslovanju, tako kot pri tistih, ki jih ne uporabljajo. Ugotovili smo, da so mnenja med bankami glede prednosti in slabosti izvedenih finančnih instrumentov različna. In sicer, banke, ki uporabljajo izvedene finančne

instrumente, vidijo več prednosti v njihovi uporabi kot tiste, ki jih ne uporabljajo, kar pa je tudi v skladu s pričakovanji.

Pri bankah, ki uporabljajo izvedene finančne instrumente smo ugotovili, da se približno 83 odstotkov bank ukvarja z izvedenimi instrumenti v okviru zakladništva, da je povprečno število zaposlenih, ki se ukvarjajo z izvedenimi finančnimi instrumenti približno 5, s tem, da ima 58 odstotkov bank 3 do 4 zaposlene. Pri polovici bank se je velikost oddelka, ki je pristojen za finance, povečala odkar uporabljajo izvedene finančne instrumente, pri polovici pa ne, kar pomeni, da je polovica bank, odkar so se začeli ukvarjati z izvedenimi instrumenti, zaposlila na novo strokovno usposobljene ljudi za trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti. Pri polovici pa je prišlo do notranje prerazporeditve zaposlenih. Več kot 90 odstotkov bank, ki uporabljajo izvedene finančne instrumente za zavarovanje tveganja, ponuja le-te tudi svojim strankam in jim tudi svetuje v zvezi z njihovo uporabo, saj se zavedajo, da je znanje o izvedenih finančnih instrumentih v posameznih podjetjih pomanjkljivo.

Ugotavljali smo tudi, za koliko se je število klientov, ki trgujejo na deviznih trgih povečalo/zmanjšalo v zadnjih desetih letih ter kdo so v največji meri tisti, ki svoje premoženje zavarujejo s pomočjo izvedenih instrumentov. Izkazalo se je, da se je število klientov v večini bank povečalo med 70 in 100 odstotki. Klienti, ki zavarujejo svoje premoženje s pomočjo izvedenih finančnih instrumentov, pa so v glavnem velika podjetja. Udeleženci na deviznih trgih pa se obnašajo kot zaščitniki, in sicer malo manj kot 88 odstotkov.

V primerjavi z letom 2003 je uporaba izvedenih finančnih instrumentov v letu 2004 pri večini slovenskih bank narasla, le pri dveh bankah je ostala na isti ravni. Torej se uporaba izvedenih instrumentov v slovenskih bankah, sicer počasi, a vendarle povečuje.

Kar se pa tiče portfelja izvedenih finančnih instrumentov, prevladujejo v večini bank terminski posli, kar je tudi v skladu s pričakovanji, saj predstavljajo eno najbolj enostavnih oblik zavarovanja valutnega tveganja. Portfelj izvedenih finančnih instrumentov se pri več kot 60 odstotkih bank vrednoti dnevno. Glede pravilnega vrednotenja portfelja pa banke najbolj zaupajo notranjim virom, torej sebi.

Banke največkrat uporabljajo izvedene finančne instrumente za zaščito pričakovanih transakcij do enega leta. Najpogosteje uporabljen instrument za zavarovanje pa so terminski posli, kar je bilo glede na portfelj izvedenih finančnih instrumentov v naših bankah ter glede na same značilnosti tega instrumenta tudi v skladu s pričakovanji. Po drugi strani pa so ti povezani s tveganjem neizpolnitve obveznosti pogodbenega partnerja, zato se banke zavarujejo tako, da od svojih klientov zahtevajo polog kritja v višini 10 % od vrednosti posla. Terminalske pogodbe in opcije se za zavarovanje pred valutnimi tveganji zelo redko uporabljajo. Po Mraku (2002, str. 134–135) je to zelo rigidni instrument, ravno zaradi tega, ker je neprilagodljiv potrebam posameznega podjetja. Skupen obseg transakcij s terminskimi pogodbami je majhen v primerjavi s celotnimi transakcijami na mednarodnih deviznih trgih. Po podatkih iz leta 1995 je znašal manj

kot 1 odstotek vseh transakcij na tem trgu, vendar se uporaba tega instrumenta dinamično povečuje. Tudi uporaba opcij po podatkih iz leta 1995 je znašala malo več kot 1 odstotek od vseh transakcij na mednarodnih deviznih trgih. Razlog, zakaj se ta dva instrumenta manj uporabljata za zavarovanje valutnih tveganj, je prav v njihovi standardiziranosti in neprilagodljivosti potrebam posameznih podjetij.

V magistrskem delu smo tako potrdili tezama, ki sta bili zastavljeni v uvodnem delu, in sicer, da ne uporabljajo vse depozitne finančne institucije v Sloveniji izvedenih finančnih instrumentov za zavarovanje valutnih tveganj ter da je glavni razlog za njihovo neuporabo manjkajoče dovoljenje Banke Slovenije za opravljanje tovrstnih storitev.

Izvedeni finančni instrumenti v Sloveniji imajo možnosti za nadaljnji razvoj. Razvoj izvedenih finančnih instrumentov pa je seveda odvisen od samih udeležencev na tem trgu. Zaenkrat so pri nas to v največji meri banke in nekatera velika ter srednje velika podjetja. Banke se bodo na terminskem trgu ščitile predvsem pred obrestnim in valutnim tveganjem. Pričakujemo pa lahko, da se bo z uvedbo evra valutno tveganje nekoliko zmanjšalo, vendar spet ne v tolikšni meri, da bi se mu lahko popolnoma izognili, ker imajo slovenski gospodarski subjekti poslovne odnose tudi s strankami zunaj območja evropske monetarne unije.

Glede na to, da smo ugotovili, da se trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti v svetu iz leta v leto povečuje, lahko v naslednjih letih pričakujemo tudi povečanje uporabe teh v Sloveniji, ker omenjeni instrumenti predstavljajo še vedno veliko tržno nišo, ki jo bo treba zapolniti. Potrebne bodo seveda spremembe, predvsem na področju izobraževanja samih kadrov in tudi komitentov (če govorimo o bankah). Ravno zaradi pomanjkanja znanja o izvedenih finančnih instrumentih jih mnogi povezujejo le s špekulacijami, tako da obstaja določena raven strahu pred njihovo uporabo.

Če bodo slovenske banke hotele konkurirati na področju izvedenih finančnih instrumentov, bo lahko v zelo kratkem času prišlo do skokovitega razvoja teh. Nekatere banke se tega že zavedajo. Če ne drugače, se to kaže tudi v tem, da je bilo v zadnjem letu z njihove strani opaziti aktivno iskanje kadrov z znanjem izvedenih finančnih instrumentov.

LITERATURA

1. Benett Dominic: Managing foreign exchange risk. London: Pitman, 1997. 224 str.
2. Berk Aleš, Peterlin Joško, Ribarič Peter: Obvladovanje tveganja: Skrivnosti celovitega pristopa. Ljubljana: GV Založba, 2005. 280 str.
3. Bishop Paul, Dixon Don: Foreign Exchange Handbook – Managing Risk and opportunity in Global Currency Markets. New York: McGraw – Hill, 1992. 466 str.
4. Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus Alan J.: Investments. Boston: Irwin/McGraw–Hill, 1999. 967 str.
5. Brigham Eugene F., Gapenski Louis C., Daves Philip R.: Intermediate Financial Management. Sixth Edition. Fort Worth: The Dryden Press, 1999. 1083 str.
6. Casabona Patrick, Traficanti Robert M.: Investment Pricing Methods: A Guide for Accounting and Financial Professionals. New York: John Wiley & Sons, 2002. 360 str.
7. Cuthbertson Keith, Nietzse Dirk: Investments: spot and derivatives markets, Chichester, J. Wiley, cop. 2001. 693 str.
8. Cuthbertson Keith, Nietzse Dirk: Derivatives and risk management: Chichester, J. Wiley, cop. 2001. 776 str.
9. Doles Jernej: Izvedeni finančni instrumenti. Bančni vestnik, Ljubljana, 9 (2000), str. 36–38.
10. Doles Jernej: Izvedeni finančni instrumenti. Vrste in njihova uporaba v Sloveniji. Nova Ljubljanska banka. [http://www.nlb.si/images/_doc/izvedeni-uporaba-slo.pdf], december 2004.
11. Doles Jernej: Druga generacija obrestnih invedenih finančnih instrumentov. Bančni vestnik, Ljubljana, 1–2 (2005), str. 50-52.
12. Eiteman K. David, Stonehill I. Arthur, Moffet H. Michael: Multinational business finance, 9 izdaja. Boston. Addison – Wesly, 2001. 694 str.
13. Fabozzi, Frank J., Modigliani Franco: Capital markets: institutions and instruments. Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1992. 726 str.
14. Giddy Ian H.: Global Financial Markets. Lexington: D.C.Heath & Co., 1994. 583 str.
15. Green E. Paul, Tull S. Donald: Research for marketing decisions. Fourth Edition, Prentice-Hall, Inc., New Jersey. 1978. 673 str.
16. Grinblatt Mark, Titman Sheridan: Financial Markets and Corporate Strategy, International ed., Boston. Irwin/McGraw–Hill, 1998. 866 str.
17. Hull John C.: Options, Futures & Other Derivations. Fourth Edition, Prentice-Hall International, Inc., 2000. 698 str.
18. Kasapi Andrew: Mastering Credit Derivatives: a step-by-step guide to credit derivatives and their application. Financial Times, Prentice Hall, 1999. 256 str.
19. Kidwell David S., Peterson Richard L., Blackwell David W.: Financial institutions, Markets, and money, 6 Izdaja, Orlando, The Dryden Press, 1997. 766 str.

20. Klarič Arjela: Obvladovanje finančnega tveganja v slovenskih podjetjih. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2005. 48 str.
21. Lofton Todd: Getting Started in Futures: 2. izdaja. New York: Richard D. Irwin, Inc., 1990. 1252 str.
22. Lofthouse Stefen: Investment management, Druga izdaja, Chichester J. Wiley, 2001, 589 str.
23. Malliaris A.G.: Futures Markets, VOLUME II, Cheltenham, Brookfield: Edward Elgar, 1997. 400 str.
24. Mishkin Frederic. S.: The Economics of Money, Banking and financial Markets, 5th ed, Harper Collins, 1997. 732. str.
25. Mrak Mojmir: Mednarodne finance. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 2002. 682 str.
26. Mramor Dušan et.al: Trg kapitala v Sloveniji: prikazi, analize, mnenja. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 2000, 472 str.
27. Mramor Dušan: Uvod v poslovne finance. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1993. 381 str.
28. Peterlin Jožko: Finančna tveganja. Ljubljana: Revizor, 10, 1999, str. 58-79
29. Peterlin Jožko: Uporaba opcij v slovenski praksi. Ljubljana: Revizor, 13, 2002. str. 88-123.
30. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2004. 205 str.
31. Ribnikar Ivan: Izvedeni finančni instrumenti. Ljubljana: Bančni vestnik, 1996. 7–8 str. 52-54
32. Ribnikar Ivan: Finančne institucije. Ljubljana: Bančni vestnik, 1996a. 12, str. 43–45.
33. Ribnikar Ivan: Finančni trgi (1). Ljubljana: Bančni vestnik, 1995. 9, str. 38–39.
34. Ribnikar Ivan: Valuta (veljava), denarni sistem, denarna ureditev. Ljubljana: Bančni vestnik, 1995a. 11, str. 47–48.
35. Ribnikar Ivan: Devizni tečaj. Ljubljana: Bančni vestnik, 1998. 9, str. 76–79.
36. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija I. 1 izdaja, Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2003. 471 str.
37. Rockefeller Barbara: The global trader: strategies for profiting in foreign exchange, futures, and stocks. New York: J. Wiley, cop. 2002. 256 str.
38. Saunders Antony: Financial Institutions Management, a modern perspective. Boston: Irwin/McGraw-Hill, 2000. 742 str.
39. Shapiro, Alan C.: Foundations of multinational financial management. Četrta izdaja. New York: J. Wiley, cop. 2002. 634 str.
40. Shapiro, Alan C.: Multinational financial management. Peta izdaja. New Jersey: Prentice-Hall International, 1996. 844 str.
41. Smithson Charls W., Smith Clifford W. Jr., Wilford Sykes D.: Managing Financial Risk. Homewood: Richard D. Irwin, 1995. 538 str.
42. Solnik Bruno: International Investments: Third Edition, Addison-Wesley Publishing Company, Inc, 1996. 635 str.
43. Steinherr Alfred: Derivatives: the wild beast of finance: a path to effective globalization. Chichester: J. Wiley, 2000. 308 str.

44. Tavakoli Janet M: Credit derivatives & synthetic structures: a guide to instruments and applications. Second Edition. New York: 2001. 312 str.
45. Veselinovič Draško: Opcije in njihovo vrednotenje kot osnova za izvedene finančne oblike. Doktorska disertacija. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1996. 257 str.
46. Veselinovič Draško: Opcije in drugi terminski (izvedeni finančni instrumenti). Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1998. 341 str.
47. Veselinovič Draško: Finančni trg v Sloveniji. Ljubljana: Bančni vestnik, 2003. 7-8, str. 107–111.
48. Winstone David: Financial derivatives: hedging with futures, forwards, options and swaps, London: Chapman & Hall, 1995. 303 str.
49. Zbašnik Dušan: Mednarodni finančni management. Maribor: Ekonomsko - poslovna fakulteta, 1994. 294 str.

VIRI

1. A Banka. [URL: http://www.abanka.si/storitev_po.asp?MapaID=175], december 2004.
2. Bank Austria Creditanstalt.
[URL: http://www.ba-ca.si/slo/Podjetja/zavarovanja_tveganja/upravljanje_tec_tveg.asp], december 2004.
3. Banka Celje.
[URL: <http://www.banka-celje.si/ponudba/podjetja/mednarodno/zavarovanje.htm>], december 2004.
4. Banka Koper. [URL: http://www.banka-koper.si/pravneosebe/izvedeni_fin_instr.htm], december 2004.
5. Banka Slovenije. [URL: <http://www.bsi.si/html/kazalo.asp>], december 2004.
6. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana: Banka Slovenije, 14(2005), 1, 139 str.
7. Chicago Board of trade (CBOT). [URL: <http://www.cbot.com/cbot/pub/page/0,3181,1063,00.html>] januar 2004.
8. Chicago Mercantile Exchange (CME). [URL: <http://www.cme.com/trading/prd/>], november 2004.
9. Delavska hranilnica. [URL: <http://www.delavska-hranilnica.si/hranilnica/poslovanje/obvladovanje-tveganj.html>], december 2004.
10. Factor Banka. [URL: <http://www.factorb.si/ponudba/index.php>], december 2004.
11. Finančni trgi. Ljubljana: Banka Slovenije, december 2004, 30 str.
12. Gorenjska banka. [URL: <http://www.gbkr.si/>], december 2004.
13. Informacija o denarnem trgu v letu 2002. Ljubljana: Banka Slovenije, 2003, 8 str.
14. Nova KBM. [URL: http://www.nkbm.si/html/poslovanje/ponudba/zavarovanje_tecajnega_tveganja.html/], december 2004.

15. Nova Ljubljanska Banka. [URL: <http://www.nlb.si/cgi-bin/nlbweb.exe?doc=2318>], december 2004.
16. Poštna Banka Slovenije. [URL: <http://www.pbs.si/html/ponudba-podjetja.htm>], december 2004.
17. PROBANKA. [URL: <http://www.probanka.si/>], december 2004.
18. Raiffeisen Krekova Banka. [URL: <http://www.r-kb.si/>], december 2004.
19. SKB Banka. [URL: <http://www.skb.si/podj/mednar-izvedeni.html>], december 2004.
20. Skupina Hypo Alpe Adria Bank. [URL: <http://www.hypo-alpe-adria.si/index.htm>], december 2004.
21. Svetovno združenje borz. [URL: <http://www.world-exchanges.org/WFE/home.asp?menu=281>], januar 2005.
22. Zakon o spremembah in dopolnitvah Zakona o Bančništvu (Zban-B), Uradni list RS št.55/03.
23. Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP-1A), Uradni list RS, št. 56/99, 31/2000 - ZP-L in 52/02 – ZJA.
24. Zavarovanja pred tečajnimi tveganji, Volksbank. [URL:<http://www.volksbank.si/>], december 2004.

PRILOGE

PRILOGA 1: Anketni vprašalnik

VPRAŠALNIK:

1. Ali v vaši instituciji za zavarovanje pred valutnim tveganje uporabljate izvedene finančne instrumente, kot so opcije, terminske pogodbe in valutne zamenjave?

a) DA

b) NE

V kolikor ste na vprašanje 1 odgovorili z NE, nadaljujte z vprašanji 2-6, sicer preskočite na vprašanje 7 !!!

2. Zakaj ne uporabljate izvedenih finančnih instrumentov za zaščito pred valutnimi tveganji!

Ustrezno obkrožite trditve od 1-5 (1-sploh se ne strinjam, 5- popolnoma se strinjam)

Nezadostno poznavanje uporabe izvedenih finančnih instrumentov	1	2	3	4	5
Premajhna izpostavljenost valutnem tveganju	1	2	3	4	5
Težko je oceniti vrednost in ceno izvedenih finančnih instrumentov	1	2	3	4	5
Stroški uvedbe in vzdrževanja uporabe izvedenih finančnih instrumentov presegajo pričakovane koristi	1	2	3	4	5
Drugo	1	2	3	4	5

3. Katere druge načine uporabljate za zavarovanje pred valutnim tveganjem!

Ustrezno obkrožite trditve od 1-5 (1-sploh se ne strinjam, 5- popolnoma se strinjam)

Se ne zavarujemo	1	2	3	4	5
Ustvarjamo devizne rezerve v določeni valuti	1	2	3	4	5
Drugo_____	1	2	3	4	5

4. Katere so po vašem mnenju prednosti uporabe izvedenih finančnih instrumentov?

Ustrezno obkrožite trditve od 1-5 (1-sploh se ne strinjam, 5- popolnoma se strinjam)

Omogočajo zaščito pred tveganji	1	2	3	4	5
Omogočajo odkrivanje cene v prihodnosti	1	2	3	4	5
Ker lahko z majhnimi denarnimi vložki upravljamo velike investicije.	1	2	3	4	5
Zmanjšujejo nestanovitnost cen osnovnih instrumentov	1	2	3	4	5
Omogočajo jasno, pošteno, varno in likvidno trgovanje	1	2	3	4	5
Drugo_____	1	2	3	4	5

5. Katere so po vašem mnenju slabosti uporabe izvedenih finančnih instrumentov
Ustrezno obkrožite trditve od 1-5 (1-sploh se ne strinjam, 5- popolnoma se strinjam)

Gre za tvegane instrumente	1	2	3	4	5
Večinoma pritegnejo špekulativni kapital	1	2	3	4	5
Ker lahko z majhnimi denarnimi vložki upravljamo velike investicije.	1	2	3	4	5
Drugo_____	1	2	3	4	5

6. Ali morda razmišljate o uporabi izvedenih finančnih instrumentov v bližnji prihodnosti?

a) DA b) NE c) MOGOČE

Odgovorijo tisti, ki so na prvo vprašanje odgovorili z DA!!!

7. Od katerega leta že uporabljate izvedene finančne instrumente?

8. Ali imate v vaši instituciji poseben oddelek, ki se ukvarja z izvedenimi finančnimi instrumenti?

a) DA b) NE

9. Koliko zaposlenih se v vaši instituciji ukvarja z izvedenimi finančnimi instrumenti?

10. Ali se je velikost oddelka pristojnega za finance povečala, odkar uporabljate izvedene finančne instrumente?

a) DA b) NE

11. Ali na deviznih trgih trgujete tudi za svoj račun ali poslujete samo za račun svojih klientov?

a) Za svoj račun b) Za račun klientov c) Oboje

12. Kako veliki morajo biti zneski, da jih zavarujete pred valutnimi tveganji za svoj račun?
(številke so v milijonih SIT)

a) 0 – 10 b) 10 – 100 c) 100 – 500 d) nad 500

13. Ali svojim klientom svetujete, da se pred tečajnimi tveganji zavarujejo s pomočjo izvedenih finančnih instrumentov?

a) DA b) NE

14. Za koliko se je v zadnjih desetih letih povečalo število klientov, ki trgujejo na deviznih trgih?

- a) zmanjšalo se je b) ostalo isto c) 10% - 20%
d) 30% - 50% e) 50% - 70% f) 70% - 100%

15. Kako se je v vaši instituciji v letu 2004 gibal uporaba izvedenih finančnih instrumentov v primerjavi z lanskim letom?

- a) Narasla. b) Upadla. c) Ostala na isti ravni.

16. Kako velike zneske za račun svojih klientov zavarujete pred valutnimi tveganji? (Številke so v milijonih SIT)

- a) 0 -10 b) 10 – 100 c) 100 – 500 d) nad 500

17. Kateri od spodaj navedenih klientov v največji meri uporabljajo izvedene finančne instrumente za zaščito pred valutnimi tveganji? Prosim, če podate v odstotkih!

i. <u>velika podjetja</u>	%
ii. <u>srednje velika podjetja</u>	%
iii. <u>mala podjetja</u>	%
iv. <u>samostojni podjetniki</u>	%
v. <u>fizične osebe</u>	%
vi. <u>drugo(navedite kdo)</u>	%

18. Koliko vaših klientov po vaših podatkih oziroma ocenah nastopa na deviznih trgih kot :

vii. <u>“HEDGERJI”(ZAŠČITNIKI)</u>	%
viii. <u>ŠPEKULANTI</u>	%
ix. <u>ARBITRAŽNIKI</u>	%

19. Kako je sestavljen vaš portfelj izvedenih finančnih instrumentov za zaščito valutne izpostavljenosti? Navedite v odstotkih!

x. <u>Valutna opcija</u>	%
xi. <u>Devizna zamenjava</u>	%
xii. <u>Devizni terminski posel</u>	%
xiii. <u>Valutna terminaska pogodba</u>	%

20. Kako pogosto vrednotite portfelj izvedenih finančnih instrumentov?

- a) Dnevno b) Tedensko c) Mesečno
d) Četrtno e) Letno f) Po potrebi /Ni predpisano

21. Katerim subjektom glede pravičnega vrednotenja izvedenih finančnih instrumentov najbolj zaupate?

(Razvrstite od 1 do 3: 1 – najbolj zaupamo, ..., 3 – najmanj zaupamo;)

Razvrstitev:

Borzni postrednik	
Računovodsko podjetje	
Podjetje za svetovanje	
Notranji viri (npr. računalniški programi za finančno planiranje in planiranje proračuna, ipd.)	
drugo (navedite):	

22. Katere so po vašem mnenju prednosti uporabe izvedenih finančnih instrumentov?

Ustrezno obkrožite trditve od 1-5 (1-sploh se ne strinjam, 5- popolnoma se strinjam)

Omogočajo zaščito pred tveganji	1	2	3	4	5
Ker lahko z majhnimi denarnimi vložki upravljamo velike investicije.	1	2	3	4	5
Omogočajo odkrivanje cene v prihodnosti	1	2	3	4	5
Zmanjšujejo nestanovitnost cen osnovnih instrumentov	1	2	3	4	5
Omogočajo jasno, pošteno, varno in likvidno trgovanje	1	2	3	4	5
Drugo _____	1	2	3	4	5

23. Katere so po vašem mnenju slabosti uporabe izvedenih finančnih instrumentov?

Ustrezno obkrožite trditve od 1-5 (1-sploh se ne strinjam, 5- popolnoma se strinjam)

Gre za tvegane instrumente	1	2	3	4	5
Večinoma pritegnejo špekulativni kapital	1	2	3	4	5
Ker lahko z majhnimi denarnimi vložki upravljamo velike investicije.	1	2	3	4	5
Drugo _____	1	2	3	4	5

24. Kako pogosto v vašem podjetju uporabljate valutne izvedene finančne instrumente za zaščito spodaj navedenih izpostavljenosti?

(Označite z X ustrezen stolpec)

	Nikoli	Občasno	Pogosto
Zaščita pričakovanih transakcij za obdobje do 1 leta			
Zaščita pričakovanih transakcij za obdobje daljšega od 1 leta			
Zaščita ekonomske oz. konkurenčne izpostavljenosti			
Zaščita translacijske izpostavljenosti			

25. Kateri izvedeni finančni instrument (forward, futures, swap, options) najpogosteje uporabljate za zaščito spodaj navedenih izpostavljenosti?

	Najpogosteje uporabljen izvedeni finančni instrument
Zaščita pričakovanih transakcij za obdobje do 1 leta	
Zaščita pričakovanih transakcij za obdobje daljšega od 1 leta	
Zaščita ekonomske oz. konkurenčne izpostavljenosti	
Zaščita translacijske izpostavljenosti	

26. Na katerih borzah izvedenih finančnih instrumentov poslujete v TUJINI? Navedite tri za vas najbolj pomembne!

27. Ali lahko s številkami podate približen obseg vaših transakcij na tujih in domačih promptnih deviznih trgih po letih?

1991	1994	1997	2000	2003

28. Ali lahko s številkami podate približen obseg vaših transakcij na tujih in domačih terminskih deviznih trgih po letih?

1991	1994	1997	2000	2003

29. Ali lahko podate približno valutno strukturo vaših transakcij na trgu izvedenih finančnih instrumentov v izbranih letih?

Valuta	1991	1994	1997	2000	2003
USD					
DEM					
ITL					
CHF					
GBP					
EUR					

HVALA ZA SODELOVANJE!

PRILOGA 2: Vodilne svetovne borze s spletnimi naslovi in telefonskimi številkami

	Ime borze	Spletni naslov	Telefonska številka	Številka faksa
1	American Stock Exchange	http://www.amex.com	1 212 306 1000	1 212 306 1152
2	Athens Derivatives Exchanges, S.A. (ADX)	http://www.adex.ase.gr	30 (1) 321 7244	30 (1) 321 7302
3	Australian Stock Exchange	http://www.asx.com.au	(61.2) 9227 0400	61.2 9227 0280
4	Bolsa de Comercio de Buenos Aires	http://www.bolsar.com	54.11 4316 7000	54.11 4316 7181
5	Bolsa de Comercio de Santiago	http://www.bolsadesantiago.com	56.2 698 2001 / 695 8077	56.2 672 8046 / 698 2168
6	Bolsa de Valores do São Paulo	http://www.bovespa.com.br	55.11 3233 2000	55.11 3233 2099
7	Borsa Italiana SpA	http://www.borsaitalia.it	39.02 72426 1	39.02 7200 4333
8	Bourse de Montréal	http://www.m-x.ca	1.514 871 3500	1.514 871 3563
9	BOVESPA New York Office	http://www.bovespa.com.br		
10	BSE The Stock Exchange, Mumbai	http://www.bseindia.com	91 22 2272 1233/4	91 22 2272 1552
11	Budapest Stock Exchange Ltd.	http://www.bse.hu	36 1 429 6700	36.1 429 6800
12	Bursa Malaysia Derivatives	http://www.mdex.com.my	603 2070 8199	603 2070 2371
13	Chicago Board of Trade (CBOT)	http://www.cbot.com	1 312 435 3602	1.312 341 3118
14	Chicago Board Options Exchange	http://www.cboe.com	1.312 786 5600	1.312 786 7407
15	Chicago Mercantile Exchange (CME)	http://www.cme.com	1.312 930 1000	1.312 930 3187
16	China Zhengzhou Commodity Exchange	http://www.czce.com.cn	86 371 561 0199	86 371 561 3068
17	Copenhagen Stock Exchange	http://www.cse.dk	45.33 93 33 66	45.33 12 86 13
18	Eurex Frankfurt AG	http://www.eurexexchange.com	49 69 2101 8227	49 69 2101 4096
19	Eurex Zürich AG	http://www.eurexexchange.com		
20	Euronext Amsterdam	http://www.euronext.com	31 20 550 4444	31 20 550 4950
21	Euronext Brussels	http://www.euronext.com	32.2 509 12 11	32.2 509 13 42
22	Euronext Paris	http://www.euronext.com	33 01 49 27 10 00	33 01 49 27 14 33
23	Euronext.Liffe	http://www.liffe.com	44.20 7623 0444	44.20 7588 3624
24	Hong Kong Exchanges and Clearing	http://www.hkex.com.hk	852 2522 1122	852 2295 3106
25	International Petroleum Exchange (IPE)	http://www.theipe.com	44 20 7265 3618	44 20 7860 1786
26	International Securities Exchange (ISE)	http://www.iseoptions.com	1 212 943 2400	1 212 425 4926
27	JSE Securities Exchange, South Africa	http://www.jse.co.za	27.11 520 7000	27.11 520 8604
28	Korea Stock Exchange	http://www.kse.or.kr	82.2 3774 9000	82.2 786 0263
29	London Metal Exchange Ltd. (LME)	http://www.lme.co.uk	44 20 7264 5555	44 20 7680 0505

30	MEFF	http://www.meff.es	34 91 585 0800	34.91 571 9542
31	MEFF Financial Futures and Options Exchange		34 93 412 1128	34 93 268 4769
32	Mercado Mexicano de Derivados (MEXDER)	http://www.mexder.com.mx	52 55 5726 6600	52 55 5726 6806
33	National Stock Exchange of India Limited	http://www.nseindia.com	91.22 2659 8100 to 114	91.22 2659 8120
34	New York Board of Trade (NYBOT)	http://www.nybot.com	1 212 748 4000	
35	New York Mercantile Exchange (NYMEX)	http://www.nymex.com	1 212 299 2260	1 212 301 4625
36	OM London Exchange Limited (OMLX)	http://www.om.com	44 207 065 8000	44 207 065 8001
37	OMX Exchanges Ltd.	http://www.omxgroup.com	358.9 616 671	358.9 6166 7368
38	OMX Exchanges Stockholm	http://www.omxgroup.com/stockholmsborsen/	46.8 405 6000	46.8 405 6001 - 796 9196
39	Osaka Securities Exchange	http://www.ose.or.jp	81.6 4706 0875	81.6 6232 2113
40	Oslo Børs	http://www.oslobors.no	47 22 341 700	47 22 416 590
41	Pacific Exchange (PCX)	http://www.pacificex.com	1.415 393 4000 / 4	1.415 393 4202
42	Philadelphia Stock Exchange (PHLX)	http://www.phlx.com	1 215 496 5193	1 215 496 6791
43	SFE Corporation Limited	http://www.sfe.com.au	64 9 413 6990	64 9 413 6991
44	Singapore Exchange	http://www.sgx.com	65 6236 8888	65 6535 2231
45	Sydney Futures Exchange (SFE)	http://www.sfe.com.au	61.2 9256 0555	61 2 9256 0451
46	Taiwan Futures Exchange (TAIFEX)	http://www.taifex.com.tw	886.2 2369 5678	886.2 2365 1010
47	Tel-Aviv Stock Exchange	http://www.tase.co.il	972.3 567 7411	972.3 510 5379
48	Tokyo Stock Exchange	http://www.tse.or.jp	81.3 3666 0141	81.3 3663 0625
49	Warsaw Stock Exchange	http://www.wse.com.pl	48.22 628 3232	48.22 628 1754
50	Wiener Börse AG	http://www.wienerbourse.at	431 531 65-0	43.1 532 9740

Vir: Svetovno združenje borz, januar 2005.

PRILOGA 3: Podatki o trgovanju z izvedenimi finančnimi instrumenti v letih 2002–2003

Tabela 1:	Trgovanje z valutnimi opcijami po svetu v letih 2002 in 2003
Tabela 2:	Trgovanje z valutnimi terminskimi pogodbami po svetu v letih 2002 in 2003
Tabela 3:	Trgovanje z delniškimi opcijami po svetu v letih 2002 in 2003
Tabela 4:	Trgovanje s terminskimi pogodbami na delnice po svetu v letih 2002 in 2003
Tabela 5:	Trgovanje z opcijami na indeks po svetu v letih 2002 in 2003
Tabela 6:	Trgovanje s terminskimi pogodbami na indeks po svetu v letih 2002 in 2003
Tabela 7:	Trgovanje z opcijskimi pogodbami na kratkoročne obrestne mere po svetu v letih 2002 in 2003
Tabela 8:	Trgovanje s terminskimi pogodbami na kratkoročne obrestne mere po svetu v letih 2002 in 2003
Tabela 9:	Trgovanje z opcijskimi pogodbami na dolgoročne obrestne mere po svetu v letih 2002 in 2003
Tabela 10:	Trgovanje s terminskimi pogodbami na dolgoročne obrestne mere po svetu v letih 2002 in 2003
Tabela 11:	Trgovanje z blagovnimi opcijskimi pogodbami po svetu v letih 2002 in 2003
Tabela 12:	Trgovanje z blagovnimi terminskimi pogodbami po svetu v letih 2002 in 2003
Tabela 13:	Trgovanje z nakupnimi boni po svetu v letih 2002 in 2003

Tabela 1: Trgovanje z valutnimi opcijami po svetu v letih 2002 in 2003

		Št. pogodb		Vrednost (v mio. USD)		Št. odprtih pogodb		Št. transakcij		Premija (v mio. USD)	
		2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002
Severna Amerika	Chicago Mercantile Exchange	2 142 684	2 160 009	260 629	225 694	131 331	192 774	593 964	np	np	np
	New York Board of Trade	31 590	29 857	np	np	4 800	2 374	np	np	np	np
	Philadelphia Stock Exchange	278 649	417 543	15 501	23 562	26 800	18 376	14 499	11 171	231	204
Južna Amerika	BM&F	2 535 754	1 237 664	126 788	61 888	326 633	67 074	np	np	np	np
Evropa, Afrika, Bližnji vzhod	EURONEXT	138 324	75 823	1 640	670	27 610	14 067	np	np	50	23
	Tel Aviv Stock Exchange	8 734 558	11 958 540	90 574	119 759	224 483	298 436	478 978	639 327	1 332	1 687
	Skupaj	13 861 559	15 879 436	495 132	431 572	741 657	593 101	1 087 441	650 498	1 613	1 914

Vir: Svetovno združenje borz, januar 2005.

Tabela 2: Trgovanje z valutnimi terminskimi pogodbami po svetu v letih 2002 in 2003

		Št. pogodb		Vrednost (v mio. USD)		Št. odprtih pogodb		Št. transakcij	
		2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002
Severna Amerika	Chicago Mercantile Exchange	31 873 838	22 104 842	3 422 003	2 156 693	525 696	428 895	12 112 884	np
	MexDer	81 395	52 108	787	500	3 339	3 833	1 382	1 012
	New York Board of Trade	1 775 934	1 362 409	np	np	74 257	67 791	np	np
Južna Amerika	BM&F	18 467 880	16 294 064	807 453	847 676	1 697 279	150 541	np	np
	Bolsa de Comm. De Buenos Aires	182 468	48 345	182	54	6 933	5 218	np	np
Evropa, Afrika, Bližnji vzhod	Athens Derivatives Exchange	74 221	0	5 846	0	248	0	9 145	0
	Budapest Stock Exchange	1 627 757	327 800	1 939	327	170 920	22 754	5 326	689
	EURONEXT	2 493	1 645	59	35	465	154	np	np
	RTS Stock Exchange	24 514	1 361	25	1	1 968	221	np	np
	Warsaw Stock Exchange	6 145	5 957	70	63	250	126	3 947	np
Azija, Pacifik	Korea Futures Exchange	1 506 123	1 434 591	75 508	75 016	63 532	19 675	np	np
	SFE Corporation	25 566	29 076	np	np	2 335	1 539	np	np
	Skupaj	55 648 334	41 662 198	4 313 874	3 080 366	2 547 222	700 747	12 132 684	1 701

Vir: Svetovno združenje borz, januar 2005.

Tabela 3: Trgovanje z delniškimi opcijami po svetu v letih 2002 in 2003

		Št. pogodb		Vrednost (v mio. USD)		Št. odprtih pogodb		Št. transakcij		Premija (v mio. USD)	
		2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002
Severna Amerika	AMEX	142 664 329	146 145 212	322 778	328 242	1 440 755	65 596 701	np	np	0	np
	Bourse de Montreal	6 355 251	6 252 477	20 104	15 991	818 854	789 942	311 824	np	584	np
	Chicago Board Options Exchange	173 033 965	173 189 719	391 489	388 984	108 666 567	81 343 419	12 188 648	10 943 658	39 741	38 787
	ISE	220 988 837	140 617 648	499 987	315 827	108 934 979	82 704 596	np	np	np	np
	ONE Chicago	1 497 316	151 878	3 388	341	np	np	np	np	np	np
	Pacific Stock Exchange	70 408 498	71 825 773	159 299	161 321	90 139	63 947	np	np	np	np
	Philadelphia Stock Exchange	89 458 901	78 433 216	202 401	176 161	33 615	72 488	np	np	np	np
Južna Amerika	Bolsa de Comm. De Buenos Aires	55 959 084	6 385 047	np	np	1 821 808	539 826	np	np	256	33
	BOVESPA	175 622 679	89 740 269	199 863	66 491	1 527 949	1 240 378	4 208 525	2 694 652	5 156	2 199
Evropa, Afrika, Bližnji vzhod	Athens Derivatives Exchange	14 700	0	14	0	3 127	0	np	0	np	0
	Budapest Stock Exchange	812	1 040	4	np	40	np	12	19	np	np
	Copenhagen Stock Exchange	142 392	88 606	432	np	19 535	16 177	np	np	33	17
	EUREX	188 239 823	143 304 584	475 383	595 335	27 691 362	22 082 610	np	np	33 813	58 613
	EURONEXT	244 682 220	323 587 474	282 832	330 024	54 694 918	63 112 841	np	np	21 915	26 524
	Helsinki Exchanges	332 205	486 581	344	np	23 180	47 220	np	np	np	np
	Italian Exchanges	7 924 078	7 587 199	39 026	36 332	944 484	723 640	328 152	303 290	2 101	1 963
	JSE	6 877 254	8 102 185	257	212	820 256	118 927	2 218	2 041	np	np
	Oslo Bors	2 079 405	1 713 221	28	22	258 352	172 505	np	np	2	2
	RTS Stock Exchange	1 798 497	460 763	393	52	35 204	14 111	np	np	np	np
	Spanish Exchanges	11 378 992	18 701 248	15 892	13 356	1 033 747	2 209 022	83 093	np	711	1 201
	Stockholmsboersen	43 098 768	35 795 942	30 391	26 195	5 654 351	4 391 373	np	np	1 437	2 160
	Wiener Borse	1 252 041	1 090 225	3 712	3 617	152 104	96 186	np	np	177	179
Azija, Pacifik	Australia Stock Exchange	15 988 740	15 994 638	145 407	114 061	1 807 378	1 706 055	1 091 194	np	5 802	4 858
	Bombay Stock Exchange	2 180	533	20	3	57	6	np	np	1	np
	Hong Kong Exchanges	4 220 638	3 724 760	14 140	10 771	553 896	370 891	124 064	95 470	426	590
	Korea Stock Exchange	8 159	57 917	0	6	0	3 890	np	np	np	np
	National Stock Exchange of India	5 607 990	2 775 524	42 585	16 107	17 080	68 060	5 147 922	2 560 000	1 470	556
	Osaka Stock Exchange	45 412	21 415	np	np	2 156	1 649	4 212	1 451	14	8
	TAIFEX	201 733	0	12	0	2 774	0	np	0	np	0
	Tokyo Stock Exchange	296 574	304 267	np	np	15 905	30 310	np	np	19	37
Skupaj		1 470 181 473	1 276 539 361	2 850 183	2 599 451	317 064 572	327 516 770	23 489 864	16 600 581	113 657	137 727

Vir: Svetovno združenje borz, januar 2005.

Tabela 4: Trgovanje s terminskimi pogodbami na delnice po svetu v letih 2002 in 2003

		Št. pogodb		Vrednost (v mio. USD)		Št. odprtih pogodb		Št. transakcij	
		2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002
Evropa, Afrika, Bližnji vzhod	Athens Derivatives Exchange	477 464	202 730	681	256	12 364	9 309	45 983	23 350
	Budapest Stock Exchange	618 261	452 638	3 299	2 310	39 290	67 445	53 831	46 424
	Copenhagen Stock Exchange	310	1 170	1	np	0	0	np	np
	EURONEXT	7 004 235	7 570 175	22 834	22 736	444 996	193 944	np	np
	Helsinki Exchanges	1 675 025	2 157 347	1 005	np	294 830	193 819	np	np
	Italian Exchanges	468 083	59 853	2 586	342	15 701	3 146	37 731	8 832
	JSE	4 585 919	2 224 042	1 644	459	304 827	1 373 807	23 274	7 897
	RTS Stock Exchange	31 782 174	21 320 434	6 414	2 793	131 255	131 780	np	np
	Spanish Exchanges	12 492 568	12 645 186	15 840	22 453	1 309 590	1 290 911	118 374	np
	Stockholmsboersen	1 424 890	1 290 181	1 123	1 201	174 610	153 991	np	np
	Warsaw Stock Exchange	93 055	92 097	235	171	1 972	1 291	67 099	np
Azija, Pacifik	Australia Stock Exchange	267 630	412 535	2 260	3 051	46 101	52 273	1 913	np
	Bombay Stock Exchange	103 936	28 339	819	44	1 062	46	np	np
	Hong Kong Exchanges	18 654	21 056	60	77	1 020	405	3 202	3 385
	National Stock Exchange of India	25 572 505	8 587 332	198 349	47 355	143 512	65 909	23 076 917	7 800 000
	SFE Corporation	47 822	29 286	np	np	1 729	1 930	np	np
	Singapore Exchanges	549	13 690	3	np	0	80	np	np
	Skupaj	86 633 080	57 108 091	257 152	103 249	2 922 859	3 540 086	23 428 324	7 889 888

Vir: Svetovno združenje borz, januar 2005.

Tabela 5: Trgovanje z opcijami na indeks po svetu v letih 2002 in 2003

		Št. pogodb		Vrednost (v mio. USD)		Št. odprtih pogodb		Št. transakcij		Premija (v mio. USD)	
		2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002
Severna Amerika	AMEX	33 137 709	37 307 570	109 849	117 427	261 933	879 840	np	np	np	np
	Bourse de Montreal	309 480	285 074	979	729	49 067	22 701	10 335	10 707	622	np
	Chicago Board of Trade	263 629	234 219	np	np	19 392	5 397	np	np	np	np
	Chicago Board Options Exchange	110 822 096	94 383 544	4 897 434	3 960 392	17 643 785	12 119 702	3 340 507	4 707 407	108 587	113 073
	Chicago Mercantile Exchange	5 168 914	5 355 737	1 216 647	1 282 283	237 423	221 260	617 904	np	np	np
	ISE	23 979 352	11 781 631	79 524	37 099	np	np	np	np	np	np
	New York Board of Trade	110 079	92 214	np	np	16 681	6 942	np	np	np	0
	ONE Chicago	127 424	32 203	1 150	276	np	np	np	np	np	np
	Pacific Stock Exchange	15 744 139	13 600 876	51 211	42 006	np	np	np	np	np	np
	Philadelphia Stock Exchange	19 746 264	6 501 877	61 093	19 101	200 865	82 329	np	np	np	np
Južna Amerika	BOVESPA	1 600 461	1 144 628	8 012	3 792	116 540	16 100	4 775	2 713	460	252
Evropa, Afrika,	Athens Derivatives Exchange	1 388 985	1 101 855	8 428	2 583	19 986	39 385	99 442	99 336	np	np
	Copenhagen Stock Exchange	8 440	7 722	29	np	60	1 120	np	np	1	1
Bližnji vzhod	EUREX	108 504 304	90 266 672	2 858 073	2 381 818	12 925 579	11 795 629	np	np	125 087	99 077
	EURONEXT	103 986 648	108 288 032	1 984 939	1 775 448	10 313 608	14 015 099	np	np	60 671	54 440
	Italian Exchanges	2 505 351	2 588 402	194 246	183 868	93 528	89 207	551 763	583 989	3 094	3 599
	JSE	10 505 417	10 992 618	7 201	8 990	1 592 518	133 396	8 863	10 763	np	np
	Oslo Bors	543 090	581 230	13	13	21 672	16 744	np	np	1	1
	Spanish Exchanges	2 981 593	5 366 944	24 733	292 751	297 393	462 696	93 514	np	642	1 184
	Stockholmsboersen	6 371 381	4 916 726	48 973	36 681	332 355	147 192	np	np	840	872
	Tel Aviv Stock Exchange	29 353 592	27 664 268	271 847	238 294	230 448	230 448	4 098 809	3 704 534	5 967	7 695
	Warsaw Stock Exchange	153 106	245 019	90	8	21 183	27 866	10 571	np	7	np
	Wiener Borse	27 680	68 920	798	1 352	2 875	4 791	np	np	23	34
Azija, Pacifik	Australia Stock Exchange	630 900	274 075	14 603	4 971	59 073	20 975	30 836	np	281	111
	Bombay Stock Exchange	43	32	0	0	0	0	np	np	0	np
	Hong Kong Exchanges	2 150 923	1 076 607	147 379	71 895	72 799	67 581	446 040	250 026	1 627	1 000
	Korea Futures Exchange	3	44	0	0	0	1	np	np	np	np
	Korea Stock Exchange	2 837 724 953	1 889 823 786	9 642	6 471	3 102 844	4 845 491	np	np	np	np
	National Stock Exchange of India	1 332 417	314 478	7 658	1 383	30 956	11 513	736 220	190 000	136	19
	Osaka Stock Exchange	14 958 334	9 428 803	1 299 632	796 831	358 410	290 878	2 029 946	790 115	16 063	9 538
	SFE Corporation	585 620	414 598	np	np	113 410	92 405	np	np	np	np
	Singapore Exchanges	289 361	249 103	13 600	np	30 164	31 331	np	np	np	np
	TAIFEX	21 720 084	1 566 446	5 925	702	622 466	547 521	np	np	np	np
	Tokyo Stock Exchange	98 137	93 249	np	np	490	8 733	np	np	130	197
	Skupaj	3 356 829 909	2 326 049 202	13 323 708	11 267 165	48 787 503	46 234 273	12 079 525	10 349 590	324 238	291 093

Tabela 6: Trgovanje s terminskimi pogodbami na indeks po svetu v letih 2002 in 2003

		Št. pogodb		Vrednost (v mio. USD)		Št. odprtih pogodb		Št. transakcij	
		2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002
Severna Amerika	Bourse de Montreal	1 690 900	1 458 942	104 812	74 006	107 245	69 000	458 648	472 624
	Chicago Board of Trade	15 325 328	8 941 255	np	np	65 556	34 573	np	np
	Chicago Mercantile Exchange	281 035 970	212 177 526	15 292 492	13 475 641	14 688 759	7 336 086	101 390 688	np
	MexDer	220 738	49 243	1 451	317	2 319	1 484	13 712	3 294
	New York Board of Trade	743 303	889 973	np	np	62 157	62 865	np	np
Južna Amerika	BM&F	7 789 427	5 889 317	np	np	45 815	43 909	np	np
Evropa, Afrika, Bližnji vzhod	Athens Derivatives Exchange	2 886 150	2 429 532	17 257	12 502	21 787	24 653	360 300	345 618
	Budapest Stock Exchange	364 439	309 056	1 535	1 087	3 480	3 353	98 700	85 760
	Copenhagen Stock Exchange	617 751	434 163	2 292	np	14 825	10 075	np	np
	EUREX	155 988 661	120 438 555	6 660 503	5 000 819	1 845 919	1 800 137	np	np
	EURONEXT	56 898 050	51 901 626	3 258 475	2 800 593	941 752	1 038 182	np	np
	Helsinki Exchanges	79	282	1	0	0	0	np	np
	Italian Exchanges	6 834 482	7 011 175	744 769	762 460	20 863	14 071	4 778 382	5 128 713
	JSE	8 654 958	8 026 118	107 735	93 182	173 741	1 626 313	143 801	125 373
	Oslo Bors	764 376	689 904	869	778	28 288	30 757	np	np
	RTS Stock Exchange	157 325	385 984	146	188	956	105	np	np
	Spanish Exchanges	3 545 942	4 622 108	310 561	41 089	62 911	43 738	1 687 198	np
	Stockholmsboersen	14 567 900	13 331 795	110 240	89 261	180 309	158 486	np	np
	Warsaw Stock Exchange	4 132 749	3 077 836	15 218	9 853	20 313	17 866	1 196 302	np
	Wiener Borse	112 880	169 939	2 383	2 436	6 755	7 629	np	np
Azija, Pacifik	Australia Stock Exchange	67 425	25 855	1 021	443	1 169	968	661	np
	Bombay Stock Exchange	252 506	12 226	1 156	146	250	0	np	np
	Hong Kong Exchanges	8 105 877	5 919 028	474 665	337 060	100 233	51 004	1 279 139	3 307 393
	Korea Futures Exchange	727 997	380 480	7 948	4 928	1 940	1 263	np	np
	Korea Stock Exchange	62 204 783	42 868 164	2 247 578	1 670 422	84 837	63 805	np	np
	Malaysia Derivatives Exchange	331 218	233 863	np	np	8 993	1 485	np	np
	National Stock Exchange of India	10 557 024	1 641 779	65 038	7 154	38 561	16 828	4 706 637	950 000
	NZFOE	21	34	np	np	0	5	np	np
	Osaka Stock Exchange	13 231 287	11 134 738	1 148 947	915 960	233 023	184 042	2 797 575	1 264 834
	SFE Corporation	4 288 848	3 761 904	np	np	159 633	124 240	np	np
	Singapore Exchanges	13 607 659	10 209 261	512 126	np	208 077	140 038	np	np
	TAIFEX	9 953 118	6 377 808	268 845	162 179	69 843	2 424 670	np	np
	Tokyo Stock Exchange	9 500 102	7 273 395	806 276	585 805	296 007	262 369	np	np
	Skupaj	695 159 273	532 072 864	32 164 340	26 048 310	19 496 316	15 593 999	118 911 743	11 683 609

Vir: Svetovno združenje borz, januar 2005.

Tabela 7: Trgovanje z opcijskimi pogodbami na kratkoročne obrestne mere po svetu v letih 2002 in 2003

		Št. pogodb		Vrednost (v mio. USD)		Št. odprtih pogodb		Št. transakcij		Premija (v mio.USD)	
		2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002
Severna Amerika	Bourse de Montreal	341 245	57 950	264 081	37 007	31 572	1 750	2 274	np	93	np
	Chicago Board of Trade	1 614 319	0	6 618 331	0	251 780	0	np	0	np	0
	Chicago Mercantile Exchange	100 828 023	105 581 574	100 836 405	105 582 464	8 877 361	6 474 576	607 572	np	np	np
Južna Amerika	BM&F	2 121 024	2 555 263	np	np	300 556	166 668	np	np	np	np
Evropa, Afrika, Bližnji vzhod	EURONEXT	77 836 576	42 692 554	92 914 489	42 768 193	8 653 157	4 969 111	np	np	0	0
Azija, Pacifik	NZFOE	7 130	8 909	np	np	1 210	945	np	np	np	np
	SFE Corporation	250 876	227 208	np	np	34 857	53 342	np	np	np	np
	Singapore Exchanges	13	14 855	12	np	10	152	np	np	np	np
	Skupaj	182 999 206	151 138 313	200 633 318	148 387 664	18 150 503	11 666 544	609 846	0	93	0

Vir: Svetovno združenje borz, januar 2005.

Tabela 8: Trgovanje s terminskimi pogodbami na kratkoročne obrestne mere po svetu v letih 2002 in 2003

		Št. pogodb		Vrednost (v mio. USD)		Št. odprtih pogodb		Št. transakcij	
		2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002
Severna Amerika	Bourse de Montreal	6 584 506	4 789 379	5 114 321	3 058 509	187 905	147 870	474 446	394 815
	Chicago Board of Trade	8 277 269	6 287 330	41 358 630	31 428 945	350 930	280 121	np	np
	Chicago Mercantile Exchange	210 188 753	202 451 997	212 388 379	205 658 497	4 906 578	3 866 977	8 771 868	np
	MexDer	173 475 856	80 595 463	1 533 131	804 345	20 475 353	5 319 792	92 173	43 783
Južna Amerika	BM&F	81 468 905	69 146 303	np	np	3 488 539	2 216 500	np	np
Evropa, Afrika, Bližnji vzhod	Budapest Stock Exchange	100	0	0	0	100	0	11	0
	EUREX	504 617	527 815	621 782	532 073	25 151	19 002	np	np
	EURONEXT	185 083 136	145 048 196	216 656 080	142 166 023	3 365 035	3 000 488	np	np
	Stockholmsboersen	4 890 858	3 756 772	616 134	427 519	248 295	241 395	np	np
Azija, Pacifik	Hong Kong Exchanges	48 109	281 227	7 641	16 554	4 570	13 826	1 572	3 292
	Korea Futures Exchange	207 209	3 788	33 228	1 133	0	10	np	np
	Malaysia Derivatives Exchange	119 659	64 307	np	np	18 977	21 114	np	np
	NZFOE	484 263	607 453	np	np	34 261	44 883	np	np
	SFE Corporation	11 488 612	8 486 560	np	np	360 777	360 140	np	np
	Singapore Exchanges	20 986 197	21 699 509	20 806 683	np	403 165	370 887	np	np
	TIFFE	4 771 907	4 470 763	3 937 773	3 732 479	678 793	516 248	np	np
Skupaj		708 579 956	548 216 862	503 073 782	387 826 076	34 548 429	16 419 253	9 340 070	441 890

Vir: Svetovno združenje borz, januar 2005.

Tabela 9: Trgovanje z opcijskimi pogodbami na dolgoročne obrestne mere po svetu v letih 2002 in 2003

		Št. pogodb		Vrednost (v mio.USD)		Št. odprtih pogodb		Št. transakcij		Premija (v mio. USD)	
		2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002
Amerika	Chicago Board of Trade (CBOT)	66171432	54743806	np	np	2210763	1752619	np	np	np	np
	Chicago Board Options Exchange (CBOE)	90438	43232	395	198	10220	8953	9332	3293	25	10
	Bourse de Montreal	4498	3774	348	0	17	219	350	623	9	np
Evropa, Afrika,Bližnji vzhod											
	EUREX	49538160	31609631	7001331	3534833	950174	989657	np	np	0	0
	EURONEXT	26244	17755	3310	1828	980	3118	np	np	0	0
	JSE South Africa	21818	25986	51	48	1581	2361	476	323	np	np
Azija, Pacifik											
	Korea Futures Exchange	1229	24790	0	5	0	250	np	np	np	np
	SFE Corporation	2086790	1612713	np	np	22510	300	np	np	np	np
	Singapore Exchanges	2074	0	976	0	200	0	np	0	np	0
	Tokyo	972518	1036395	np	np	17051	16417	np	np	2730	1683
	Skupaj	118915201	89118082	-	-	-	-	-	-	-	-

Vir: Svetovno združenje borz, januar 2005.

Tabela 10: Trgovanje s terminskimi pogodbami na dolgoročne obrestne mere po svetu v letih 2002 in 2003

		Št. pogodb		Vrednost (v mio. USD)		Št. odprtih pogodb		Št. transakcij	
		2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002
Severna Amerika	Bourse de Montreal	2 397 119	1 803 420	185 507	115 168	77 177	63 542	499 922	394 815
	Chicago Board of Trade	289 775 517	206 989 970	29 389 239	20 945 596	2 364 048	1 911 202	np	np
	MexDer	42 962	3 578 165	397	93	6 200	72 000	477	4 120
Evropa, Afrika, Bližnji vzhod	Athens Derivatives Exchange	66 260	0	0	0	13 867	0	0	0
	EUREX	512 156 750	414 991 424	72 255 252	46 291 913	2 016 811	1 715 671	np	np
	EURONEXT	12 878 688	12 166 482	2 229 980	1 799 423	286 676	251 610	np	np
	JSE	11 273	6 779	1 996	881	826	279	499	301
	Spanish Exchanges	1 382	54 433	174	5 670	536	192	164	np
	Stockholmsboersen	1 783 550	1 829 401	224 686	208 184	142 047	66 327	np	np
Azija, Pacifik	Hong Kong Exchanges	2 012	3 673	285	np	200	0	67	152
	Korea Futures Exchange	10 456 580	12 777 991	959 756	1 121 981	93 555	49 516	np	np
	Malaysia Derivatives Exchange	119 427	80 419	np	np	177	4 860	np	np
	National Stock Exchange of India	10 781	0	44	0	0	0	124	0
	NZFOE	1 836	7 344	np	np	67	114	np	np
	SFE Corporation	25 953 439	21 660 933	np	np	454 754	275 837	np	np
	Singapore Exchanges	759 781	699 448	71 050	np	9 085	19 760	np	np
	Tokyo Stock Exchange	6 465 073	6 356 651	6 032 540	5 306 939	50 849	36 972	np	np
Skupaj		862 882 430	683 006 533	111 350 906	75 795 848	5 516 875	4 467 882	501 253	399 388

Vir: Svetovno združenje borz, januar 2005.

Tabela 11: Trgovanje z blagovnimi opcijskimi pogodbami po svetu v letih 2002 in 2003

		Št. pogodb		Vrednost (v mio. USD)		Št. odprtih pogodb		Št. transakcij		Št. pogodb	
		2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002
Severna Amerika	Chicago Board of Trade	12 472 079	12 588 457	np	np	838 066	696 970	np	np	np	np
	Chicago Mercantile Exchange	1 081 006	801 143	36 068	21 544	112 106	80 939	509 544	np	np	np
	New York Board of Trade	5 868 441	4 534 264	np	np	735 095	464 049	np	np	np	np
	New York Mercantile Exchange	25 435 781	26 384 716	np	np	2 262 820	3 806 857	np	np	np	np
Južna Amerika	BM&F	289 703	353 483	np	np	34 273	38 324	np	np	np	np
Evropa, Afrika, Bližnji vzhod	EURONEXT	416 439	400 016	322	276	75 534	68 179	np	np	6	5
	JSE	647 080	525 679	25 089	438	45 843	70 656	193 227	np	np	np
	LME	3 738 173	2 330 225	147 382	74 501	319 582	244 720	np	np	np	np
Azija, Pacifik	SFE Corporation	192	1 038	np	np	75	226	np	np	np	np
	Skupaj	49 948 894	47 919 021	208 861	96 759	4 423 394	5 470 920	702 771	0	6	5

Vir: Svetovno združenje borz, januar 2005.

Tabela 12: Trgovanje z blagovnimi terminskimi pogodbami po svetu v letih 2002 in 2003

		Št. pogodb		Vrednost (v mio. USD)		Št. odprtih pogodb		Št. transakcij	
		2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002
Severna Amerika	Chicago Board of Trade	60 691 057	54 097 492	np	np	1 164 826	1 024 457	np	np
	Chicago Mercantile Exchange	7 890 578	6 799 003	245 404	174 836	178 827	189 411	3 656 772	np
	New York Board of Trade	16 302 811	14 019 762	np	np	512 626	493 299	np	np
	New York Mercantile Exchange	107 687 424	107 304 730	np	np	1 676 666	1 630 820	np	np
Južna Amerika	BM&F	836 689	799 600	np	np	32 973	20 257	np	np
Evropa, Afrika, Bližnji vzhod	EURONEXT	6 226 170	5 256 467	75 030	59 470	389 057	388 721	np	np
	JSE	1 694 142	1 443 667	24 484	27 548	53 708	43 255	123 866	np
	LME	68 570 154	56 303 777	2 556 578	1 691 238	1 079 430	482 593	np	np
Azija, Pacifik	Australia Stock Exchange	13 444	490	0	0	8 382	355	728	np
	Korea Futures Exchange	56 998	0	688	0	48	0	np	0
	Malaysia Derivatives Exchange	1 429 959	909 073	np	np	21 149	17 280	np	np
	SFE Corporation	27 575	20 208	np	np	8 239	2 980	np	np
	Singapore Exchanges	2 590	0	70	0	5	0	np	0
	Zhengzhou Commodity Exchange	49 817 822	18 270 032	96 182	np	357 308	np	np	np
	Skupaj	321 247 413	265 224 301	2 998 437	1 953 091	5 483 244	4 293 428	3 781 366	0

Vir: Svetovno združenje borz, januar 2005.

Tabela 13: Trgovanje z nakupnimi boni po svetu v letih 2002 in 2003

BORZA:	Št. nakupnih bonov		Vrednost (v mio. USD)	
	2003	2002	2003	2002
<i>Amerika</i>				
Amex	17	15	np	np
Bermuda	1	1	0,8	508
Buenos Aires	2	2	0,0	0,0
Mexico	3	11	33,2	34,9
TSX Group	44	27	513,9	151,2
<i>Evropa, Afrika, Bližnji vzhod</i>				
Borsa Italiana	2 594	3 571	12 318,5	17 317,3
Deutsche Börse	21 431	18 059	45 987,9	26 468,1
Euronext	3 770	4 595	10 344,7	15 241,5
Helsinki	231	190	543,1	462,0
Irish	5	10	4,5	1,9
JSE South Africa	239	306	218,2	638,3
London	545	311	419,7	NP
Luxembourg	1 795	1 537	55,8	0,4
Oslo	68	26	33,3	25,0
Spanish Exchanges (BME)	1 056	1 509	1 830,0	1 061,6
Stockholm	1 101	1 579	797,6	711,2
Swiss Exchange	2 662	3 511	15 297,6	16 538,6
Tel Aviv	78	97	122,9	64,7
Warsaw	35	41	2,0	1,0
Wiener Börse	590	1 020	20,1	25,9
<i>Azija - Pacifik</i>				
Australian	1 395	1 201	1 633,7	1 729,7
Hong Kong	530	347	33 919,7	14 459,3
Korea	1	-	11,5	-
Kuala Lumpur	10	0	309,7	-
Singapore	3	3	14,4	23,2
Taiwan	272	102	3 440,1	2 155,8
Thailand	1	1	765,5	1,7

Vir: Svetovno združenje borz, januar 2005.

PRILOGA 4: Pogoji, ki jih mora izpolnjevati banka ali hranilnica za opravljanje bančnih ali drugih finančnih storitev

Pogoji, ki jih mora banka izpolnjevati za opravljanje bančnih oziroma drugih finančnih storitev so na podlagi prvega odstavka 38. člena ter 6. točke prvega odstavka 37. člena zakona o bančništvu (Uradni list RS, št. 7/99, 59/01, 55/03 in 42/04) sledeči:

5. *kadrovski, tehnični in organizacijski* pogoji, ki jih mora izpolnjevati banka oziroma hranilnica za opravljanje bančnih storitev oziroma opravljanje drugih finančnih storitev;
6. *dokumentacija*, na podlagi katere je mogoče ugotoviti, ali bo družba kadrovsko, tehnično in organizacijsko sposobna opravljati dejavnosti, na katere se nanaša zahteva za izdajo dovoljenja;
7. *način obveščanja* Banke Slovenije o vzpostavitvi in uvajanju novih posameznih vrst bančnih in drugih finančnih storitev (produktov),
8. *izkazovanje bank* s tablo oziroma z nalepko »Banka Slovenija - Dovoljenje za opravljanje bančnih storitev«.

Kadrovski pogoji, ki jih mora izpolnjevati banka za opravljanje bančnih oziroma drugih finančnih storitev so sledeči:

1. banka mora imeti *ustrezno število delavcev*, usposobljenih za izvajanje bančnih oziroma drugih finančnih storitev; šteje se, da je ustrezno število tisto, ki zagotavlja tekoče in nemoteno opravljanje posamezne storitve v predvidenem obsegu; šteje se, da je delavec usposobljen, če ima vsa potrebna znanja za opravljanje del in nalog delovnega mesta v poslovnem procesu;
2. banka mora imeti delavce, ki so *strokovno usposobljeni* za vodenje in nemoteno izvajanje bančnih oziroma drugih finančnih storitev; šteje se, da je delavec strokovno usposobljen za vodenje, če ima za to ustrezno izobrazbo in delovne izkušnje.

Tehnični pogoji, ki jih mora izpolnjevati banka za opravljanje bančnih oziroma drugih finančnih storitev so:

1. banka mora imeti *ustrezne poslovne prostore* za opravljanje bančnih oziroma drugih finančnih storitev; šteje se, da so poslovni prostori ustrezni, če so tehnično opremljeni tako, da omogočajo varno in nemoteno izvajanje vseh poslovnih

procesov v okviru izvajanja storitev in da zagotavljajo ustrezno ločitev posameznih funkcij poslovanja in možnost njihove medsebojne povezave;

2. banka mora imeti ustrezno *informacijsko tehnologijo*; šteje se, da je informacijska tehnologija ustrezna, če zagotavlja stalno in varno podporo vsem poslovnim procesom v okviru bančnih oziroma drugih finančnih storitev; banka mora v svojem poslovanju upoštevati slovenska standarda SIST BS 7799-2:2003 in SIST ISO/IEC 17799:2003, ki ju izdaja Slovenski inštitut za standardizacijo oziroma drug pooblaščen organ;
3. banka mora biti sposobna Banki Slovenije oziroma drugim organom v skladu z veljavno zakonodajo *poročati* v skladu z njihovimi zahtevami nemoteno takoj po pridobitvi dovoljenja za opravljanje bančnih oziroma drugih finančnih storitev.

Organizacijski pogoji, ki jih mora izpolnjevati banka za opravljanje bančnih storitev so:

1. *ustrezna organizacijska struktura*, ki omogoča izvajanje vseh poslovnih procesov v okviru bančnih oziroma drugih finančnih storitev;
2. *definirani vsi delovni postopki*, ki se izvajajo pri posameznih poslovnih procesih v okviru bančnih oziroma drugih finančnih storitev;
3. banka mora imeti *definiran ustrezen način sprejemanja odločitev* pri posameznih poslovnih procesih v okviru bančnih oziroma drugih finančnih storitev in *definirano odgovornost delavcev*, ki sprejemajo te odločitve;
4. banka mora zagotoviti *ustrezno delovanje sistema notranjega nadzora* pri vseh poslovnih procesih v okviru bančnih oziroma drugih finančnih storitev; šteje se, da je sistem notranjega nadzora ustrezen, če je vzpostavljen povsod, kjer so prisotna tveganja v poslovnih procesih;
5. banka mora zagotoviti *ustrezno delovanje notranje revizije* vseh poslovnih procesov v okviru bančnih oziroma drugih finančnih storitev; šteje se, da je delovanje notranje revizije ustrezno, če notranja revizija pokriva (načrt dela, ki ga potrdi vodstvo banke) opravljanje posamezne storitve;
6. banka mora biti sposobna *meriti, spremljati in obvladovati tveganja*, ki se jim izpostavlja v okviru bančnih oziroma drugih finančnih storitev.

Zahtevi za izdajo dovoljenja za opravljanje bančnih oziroma drugih finančnih storitev je treba priložiti naslednjo *dokumentacijo*, na podlagi katere je mogoče ugotoviti, ali bo družba *kadrovsko* sposobna opravljati dejavnosti, na katere se nanaša zahteva za izdajo dovoljenja:

- dokumentacijo, iz katere je razvidno število delavcev, ki bodo izvajali bančne oziroma druge finančne storitve;

- dokumentacijo, iz katere je razvidna izobrazbena struktura in strokovna usposobljenost delavcev, ki bodo izvajali bančne oziroma druge finančne storitve;
- dokumentacijo, ki dokazuje strokovno usposobljenost (dokazila o izobrazbi in delovnih izkušnjah) vodilnih delavcev.

Zahtevi za izdajo dovoljenja za opravljanje bančnih oziroma drugih finančnih storitev je treba priložiti naslednjo dokumentacijo, na podlagi katere je mogoče ugotoviti, ali bo družba *tehnično* sposobna opravljati dejavnosti, na katere se nanaša zahteva za izdajo dovoljenja:

- dokumentacijo, iz katere je razvidno, da so prostori, v katerih bo banka opravljala bančne in finančne storitve, tehnično opremljeni tako, da omogočajo varno in nemoteno izvajanje vseh poslovnih procesov v okviru izvajanja storitev in da zagotavljajo ustrezno ločitev posameznih funkcij poslovanja in možnost njihove medsebojne povezave;
- *elaborat o informacijski podpori* (strojna in programska oprema, arhitektura informacijskega sistema, način vključevanja podpore posameznim finančnim storitvam v integralni informacijski sistem banke) izvajanja bančnih oziroma drugih finančnih storitev; banka mora Banki Slovenije predložiti tudi dokumentacijo varnostne politike, v kateri morajo biti upoštevana priporočila slovenskih standardov SIST BS 7799-2:2003 in SIST ISO/IEC 17799:2003, ki ju izdaja Slovenski inštitut za standardizacijo oziroma drug pooblaščen organ;
- dokumentacijo, iz katere bo razvidno, da je banka sposobna pravočasno, točno in standardizirano zagotavljati potrebne *podatke za nadzorne institucije*.

Zahtevi za izdajo dovoljenja za opravljanje bančnih oziroma drugih finančnih storitev je treba priložiti naslednjo dokumentacijo, na podlagi katere je mogoče ugotoviti, ali bo družba *organizacijsko* sposobna opravljati dejavnosti, na katere se nanaša zahteva za izdajo dovoljenja:

- *organigram*, iz katerega je razvidno, da so upoštevana temeljna načela organiziranja;
- *pravilnike, navodila in druge akte*, ki opredeljujejo izvajanje vseh delovnih postopkov v okviru bančnih in drugih finančnih storitev;
- dokumentacijo, iz katere sta razvidna *sistem sprejemanja odločitev in odgovornost* posameznikov, ki sprejemajo odločitve pri posameznih delovnih procesih v okviru bančnih in drugih finančnih storitev;
- dokumentacijo, iz katere je razviden *obseg notranjega nadzora* pri vseh delovnih procesih v okviru bančnih in drugih finančnih storitev;

- dokumentacijo, iz katere sta razvidna *delovanje notranje revizije* in obseg aktivnosti v prvih dveh letih poslovanja pri posameznih delovnih procesih v okviru bančnih in drugih finančnih storitev, vključno s strategijo službe notranje revizije;
- *elaborat o merjenju, spremljanju in obvladovanju tveganj*, ki se jim banka izpostavlja pri opravljanju bančnih in drugih finančnih storitev.

Če namerava banka v okviru pridobljenega dovoljenja za opravljanje bančnih in/ali drugih finančnih storitev uvesti novo posamezno vrsto produkta, mora Banko Slovenije pisno obvestiti o nameri uvedbe novega produkta ter o njegovi razvrstitvi v okviru bančnih oziroma drugih finančnih storitev, za katere ima dovoljenje. Banka mora natančno opredeliti lastnosti produkta, oblikovati natančen postopek njegovega uvajanja, to je najmanj izdelati podroben načrt s časovno opredelitvijo uvedbe novega produkta. V poskusnem obdobju mora biti obseg novega produkta omejen na obvladljivo raven, poskusna faza pa mora zajeti vse organizacijske enote, ki bodo pozneje sodelovale pri delu, vključno s službo notranje revizije v okviru njenih nalog. Po uspešno končanem testnem obdobju, ko so ustrezno potrjeni vsi potrebni notranji akti (pravilniki, navodila ipd.), usposobljeno primerno število zaposlenih z ustreznim znanjem in izkušnjami, zagotovljena tehnična opremljenost in vzpostavljeni vsi mehanizmi za nadzor in obvladovanje tveganj, uprava sprejme sklep o izpolnitvi pogojev za izvajanje nove vrste produkta. O tem je banka dolžna Banko Slovenije obvestiti najmanj 14 dni pred začetkom trženja novega produkta. Prav tako mora uprava banke sprejeti sklep o prenehanju opravljanja in trženja posamezne vrste produkta ter o tem obvestiti Banko Slovenije. Produkt je samostojna enota konkretne bančne ali druge finančne storitve in ga kot takega definira banka oziroma hranilnica, s tem da ima vsaj eno od naslednjih lastnosti:

- namenjen je le določeni, opredeljeni ciljni skupini (segmentu bančnega ali finančnega trga);
- določeni so pogoji, ki jih morajo komitenti izpolnjevati za njegovo uporabo;
- določena je tarifa (cena) za njegovo uporabo;
- postopek njegovega uvajanja oziroma izvajanja je opredeljen;
- banka/hranilnica ima opredeljene sisteme nadzora in spremljanja posameznega produkta;
- opredeljeni so postopki in načini za njegovo financiranje ali investiranje;
- ima specifični profil tveganja.

Banka Slovenije skupaj z odločbo o izdaji dovoljenja za opravljanje bančnih storitev izroči banki tablo (z napisom: Banka Slovenije, Dovoljenje za opravljanje bančnih storitev) za sedež banke ter po eno nalepko (z napisom: Banka Slovenije, Dovoljenje za opravljanje bančnih storitev) za vsako njeno posamezno poslovalnico na podlagi predloženega seznama. Ob odprtju nove poslovalnice banka zaprosi Banko Slovenije za izdajo nove nalepke. Ob prenehanju poslovanja mora banka tablo vrniti. Če je nalepka pri zamenjavi uničena, mora banka imenovati komisijo, ki o tem sestavi zapisnik. Banka posreduje zapisnik Banki Slovenije ali pa vrne uničeno nalepko.

Tabla je štirioglate oblike, velika 370 krat 270 mm, zelene barve z napisom Banka Slovenije in belim poljem z napisom:

- Dovoljenje za opravljanje bančnih storitev oziroma
- Dovoljenje za opravljanje bančnih storitev in
- Autorizzazione a svolgere servizi bancari ali
- Engedély bankszolgáltatások elvégzésére.

Nalepka je štirioglate oblike z zaobljenimi vogali, velika 165 krat 117 mm, zelene barve z napisom Banka Slovenije in belim poljem z napisom:

- Dovoljenje za opravljanje bančnih storitev oziroma
- Dovoljenje za opravljanje bančnih storitev in
- Autorizzazione a svolgere servizi bancari ali
- Engedély bankszolgáltatások elvégzésére.
-

Table in nalepke z dvojezičnim napisom v slovenskem in italijanskem ali slovenskem in madžarskem jeziku se uporabljajo na območjih občin, v katerih živita italijanska ali madžarska narodna skupnost.

Banka Slovenije lahko izda podrobnejša merila za izpolnjevanje posameznih pogojev iz tega sklepa.

Z dnem, ko začne veljati ta sklep, preneha veljati sklep o določitvi pogojev, ki jih mora izpolnjevati banka oziroma hranilnica za opravljanje bančnih oziroma drugih finančnih storitev, ter o določitvi dokumentacije, na podlagi katere je mogoče ugotoviti, ali bo družba sposobna opravljati dejavnosti, na katere se nanaša zahteva za izdajo dovoljenja (Uradni list RS, št. 109/99, 52/00, 78/01 in 124/03) (Banka Slovenije, december 2004).

Slovar tujih izrazov

At the money	opcija na meji
Call option	nakupna opcija
Commodity futures contracts	blagovne terminske standardizirane pogodbe
Cost, price or value of the option	premija opcije
Delivery price	poravnalna cena
Exercise or strike price	izvršilna cena
Expiration	čas do dospetja
Forwards contracts	nestandardizirane terminske pogodbe/ terminski posli
Futures contracts	standardizirane terminske pogodbe
In the money	opcija, katere izvršitev se izplača
Initial margin	začetno kritje
Leading and lagging	predčasno plačevanje ali zavlačevanje pri plačilu računov
Long position	dolga pozicija/nakup
Maintenance margin	zahtevna marža
Options	opcije
OTC - over the counter	trg prek okenc
Out of the money	opcija, katere se izvršitev ne izplača
Put option	prodajna opcija
Short position	kratka pozicija/prodaja
Swaps	zamenjave