

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

**DIPLOMSKO DELO**

**SPLETNO TRGOVANJE Z IZVEDENIMI  
FINANČNIMI INSTRUMENTI NA PRIMERU  
POGODBE NA RAZLIKO (CFD)**

Ljubljana, junij 2009

LUKA GRŽINA

## IZJAVA

Študent Luka Gržina izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Marka Košaka, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 17. 6. 2009

Podpis:

# KAZALO

KAZALO .....	1
UVOD .....	1
1. TVEGANJE IN UPRAVLJANJE S TVEGANJI .....	2
1.1 Koncepti tveganja.....	2
1.2 Nestanovitnost.....	3
1.3 Opredelitev finančnih tveganj .....	4
1.4 Obvladovanje in omejitev finančnih tveganj .....	5
2. IZVEDENI FINANČNI INSTRUMENTI (IFI) .....	6
2.1 Splošno .....	6
2.2 Namen uporabe izvedenih finančnih instrumentov .....	8
2.3 Razvrstitev izvedenih finančnih instrumentov .....	9
2.4 Razvoj izvedenih finančnih instrumentov v Sloveniji .....	10
3. TRGOVANJE Z IZVEDENIMI FINANČNIMI INSTRUMENTI .....	10
3.1 Oblike trgovanja .....	11
3.2 Značilnosti in vrste trgov.....	11
3.3 Osnovni pojmi spletnega trgovanja.....	13
3.3.1 Trgovalec.....	13
3.3.2 Trgovalna strategija.....	14
3.3.3 Trgovalne platforme .....	14
3.4 Nakupna izbira .....	16
3.5 Analize in tehnike nakupa .....	17
3.5.1 Temeljna analiza .....	18
3.5.2 Tehnična analiza.....	18
3.6 Učinek finančnega vzvoda .....	21
3.7 Dobiček in izguba.....	21
4. POGODBA NA RAZLIKO .....	22
4.1 Razvoj pogodbe na razliko .....	22
4.2 Lastnosti pogodbe na razliko.....	23
4.3 Konkurenca in prihodnost pogodbe na razliko .....	25
5. PRIMER SPLETNEGA TRGOVANJA S POGODBAMI NA RAZLIKO .....	26
5.1 Primer nakupa dolge pozicije CFD-ja na delniški indeks DAX .....	27
5.2 Primer prodaje na kratko CFD-ja na delnico RDSa.....	29
6. DAVČNI VIDIK IZVEDENIH FINANČNIH INSTRUMENTOV .....	31
6.1 Obdavčitev fizičnih oseb .....	31
6.1.1 Dobiček dosežen v tujini .....	33
6.2 Obdavčitev pravnih oseb.....	33
7. NADZOR TRGA IZVEDENIH FINANČNIH INSTRUMENTOV .....	35
SKLEP.....	36
LITERATURA IN VIRI .....	38
SLOVAR TUJIH IZRAZOV	
PRILOGE	



## UVOD

Država, v kateri živimo, je ena od manjših v Evropski skupnosti, v primerjavi s celotnim svetom pa skoraj neprepoznavno majhna, a se lahko kljub temu v vseh pogledih kosa z velikimi. Po osamosvojitvi leta 1991 je razvoj naše mlade države progresivno potekal na številnih področjih. Eno izmed najpomembnejših področij je bilo in je še vedno finančno področje. Državljeni Slovenije smo kmalu spoznali, da vezani depoziti v bankah niso edina možnost varčevanja, zato smo bili v novem tisočletju priča že pravemu finančnemu razcvetu. Vlagatelj je namreč lahko izbral med mnogimi naložbenimi možnostmi. Tako se je povečalo varčevanje v vzajemnih skladih, delnicah podjetij, obveznicah, kuponih investicijskih družb, kot tudi investiranje v novejša finančna oblike, npr. v naložbena zavarovanja, hedge sklade, naložbene certifikate, ki pa že mejijo na izvedene finančne instrumente in so na svetu eden izmed najbolj uporabljenih finančnih produktov. Izvedenih finančnih instrumentov v Sloveniji skoraj še ne uporabljamo in so zato večini državljanov nepoznani.

V diplomskem delu je predstavljena za slovenske vlagatelje še relativno nova, spletna oblika trgovanja z izvedenimi finančnimi instrumenti. V današnjem času, ko ima že pravzaprav vsakdo dostop do interneta, se zdi skoraj nesmiselno, da bi vrednostne papirje kupovali preko mnogih posrednikov in jim plačevali za to še provizije, če lahko vse uredimo samostojno preko spleta. Seveda sta za to potrebna predvsem znanje in volja. Namen mojega diplomskega dela je tako strukturiranje znanja o izvedenih finančnih instrumentih, oblikah le-teh na splošno, in sicer z davčnega vidika in tudi z vidika nadzora, pa tudi njihova predstavitev in primerjava na podlagi pogodbe na razliko. Približati ljudem spletno trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti celega sveta iz domačega okolja je moj glavni cilj diplomskega dela.

Čeprav je svetovni finančni sektor doživel v letu 2008 velike spremembe in so vse večje potrebe po obvladovanju finančnih tveganj upočasnile rast trga izvedenih finančnih instrumentov, sem prepričan, da se bo ta trg v prihodnosti še razvijal. Menim, da spletno trgovanje s finančnimi instrumenti, predvsem z izvedenimi finančnimi instrumenti, postaja prava tržna niša na področju on-line bančništva in borznega posredništva, saj je ta spletna, osebna povezava med stranko, borzo in banko vedno bolj zanimiva za individualne vlagatelje. Morda so se prav zaradi trenutne finančne krize nekatera borzna pravila in izkušnje iz preteklih let malce zbrisala, a prav zato nastajajo nove ločnice med klasičnim borznim in spletnim trgovanjem z izvedenimi finančnimi instrumenti, pri katerem vidim veliko prednost in dobro priložnost za ponovni zagon trga izvedenih finančnih instrumentov.

V prvem delu diplomske naloge so opisana tveganja, ki nastanejo pri sprejemanju nakupnih ali prodajnih odločitev, hkrati pa so klasificirani izvedeni finančni instrumenti, ki se pri spletnem trgovanju uporabljajo. V nadaljevanju je predstavljeno trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti, s poudarkom na instrumentu pogodba na razliko ter na praktičnem

prikazu uporabe le-te. Sledi tretji del, v katerem sta predstavljena davčni vidik in nadzor trga izvedenih finančnih instrumentov, ki prav zaradi nenehnih sprememb velja za enega od najzahtevnejših trgov.

## 1. TVEGANJE IN UPRAVLJANJE S TVEGANJI

Tveganje lahko označimo kot variabilnost dogodka okoli pričakovane ali srednje vrednosti. S tveganjem so povezane situacije, katerih izid ni vnaprej znan (Harrington & Niehaus, 1999, str. 4). O tveganju torej govorimo takrat, ko ne moremo z gotovostjo napovedati nekega prihodnjega dogodka, temveč obstaja več ali manj verjetnih možnosti njegovega nastopa.

Obladovanju tveganj je zato potrebno posvečati posebno pozornost in izjemen pomen pri sprejemanju dobrih poslovnih odločitev, pa naj bodo te na ravni posameznika, podjetja ali institucionalnega vlagatelja. V nadaljevanju zato podrobneje opisujem tveganja, ki se pojavljajo predvsem pri trgovanju z izvedenimi finančnimi instrumenti.

### 1.1 Koncepti tveganja

Za učinkovito upravljanje s tveganji je potrebno na začetku razumeti koncept tveganja. Treba ga je znati prepoznati in izmeriti ter na podlagi izvorov tveganj in njihovih meritev določiti cilje politike upravljanja s tveganji ter oblikovati strategijo za njihovo doseganje.

V zgodovinskem razvoju predstavlja pomemben dosežek na finančnem področju Knightovo razlikovanje *tveganja* od *negotovosti*. Po Knightu (1921, str. 11) tveganje pomeni tisto neugodno prihodnje stanje, ki ga lahko ovrednotimo bodisi na podlagi numerične verjetnosti (npr. loto) bodisi na podlagi subjektivnih predvidevanj (npr. športne stave). Na drugi strani pa obstajajo tudi prihodnja neugodna stanja, ki jih ne moremo verjetnostno opredeliti. Ta stanja Knight loči od *tveganja* in jih imenuje *negotovost*. Čeprav je ta definicija vse od svojega nastanka naprej predmet mnogih razprav, se je uspela zakoreniniti v večini finančnih del. V Knightovih očeh *negotovost* predstavlja *poslovno tveganje*, *tveganje* pa *finančno tveganje*, ki se ga da numerično opredeliti in tako tudi zavarovati. Med *poslovna tveganja* spadajo tista tveganja, za ocenitev katerih nimamo zadostne informacijske podlage, med *finančna tveganja* pa tista, ki jih lahko predvidimo z določeno stopnjo verjetnosti. Culp (2001, str. 28) trdi, da razvoj izvedenih finančnih instrumentov mejo med finančnim in poslovnim tveganjem še dodatno zamegli.

Za razumevanje tveganja so pomembne tudi ostale definicije t. i. konceptov tveganja. Za Peterlina (2005, str. 22) je tako pomemben npr. koncept zavarovalnega tveganja, katerega

značilnost je, da opredeljuje predvsem možnost negativnega izida, torej govori samo o t. i. čistem tveganju. Nasprotje temu konceptu je špekulativno tveganje, pri katerem obstaja tudi možnost pozitivnega izida; sem spada večina finančnih tveganj. Špekulativno tveganje se sklada s konceptom volatilnosti. Pri obravnavi čistih tveganj je tako odgovor na vprašanje, ali ga želimo zavarovati, enostaven in je odvisen predvsem od stroškov zavarovanja. Pri upravljanju s špekulativnimi tveganji s pomočjo izvedenih finančnih instrumentov pa je problem nekoliko bolj zapleten. Koncept volatilnosti je pomemben predvsem zato, ker omogoča relativno enostavno spremljanje (npr. variance vrednosti delnic, denarnih tokov, prihodkov).

## 1.2 Nestanovitnost

V finančnem jeziku je mogoče pogosto zaslediti izmenično uporabo besede tveganje in volatilnost<sup>1</sup> oziroma nestanovitnost, kot da sta to sinonima. Potrebno je poudariti, da se je izraz volatilnost v slovensko finančno literaturo prenesel predvsem s tujih finančnih trgov. Peterlin (2005, str. 296) pravi, da je nestanovitnost ali nestabilnost mera gibanja cene osnovnega instrumenta v katerokoli smer, vendar v manjših odklonih, kot je to pri volatilnosti. Odklon v obeh primerih pomeni standarni odklon dnevni sprememb cen osnovnih instrumentov od določenega povprečja. Volatilnost oziroma (večji) standardni odklon donosnosti osnovnega finančnega instrumenta, ki opisuje njegovo gibanje cene, je pri vrednotenju izvedenih finančnih instrumentov edini neznan dejavnik. Visoka volatilnost pomeni velike spremembe v ceni osnovnega instrumenta, majhna volatilnost pa obratno. Pri vrednotenju izvedenih finančnih instrumentov velja volatilnost za enega od najpomembnejših parametrov.

Hull (2006, str. 250) navaja tri vrste volatilnosti, to so prihodnja (angl. *future volatility*), pretekla (angl. *historical volatility*) in implicirana volatilnost (angl. *implied volatility*). Za določanje prihodnje volatilnosti, ki nas največkrat zanima, poznamo dve skupini metod. Prva temelji na ocenjevanju pretekle volatilnosti, pri drugi metodi pa se za osnovo pri napovedovanju prihodnje volatilnosti upošteva implicirana volatilnost, ki je vzeta iz metode vrednotenja opcij.

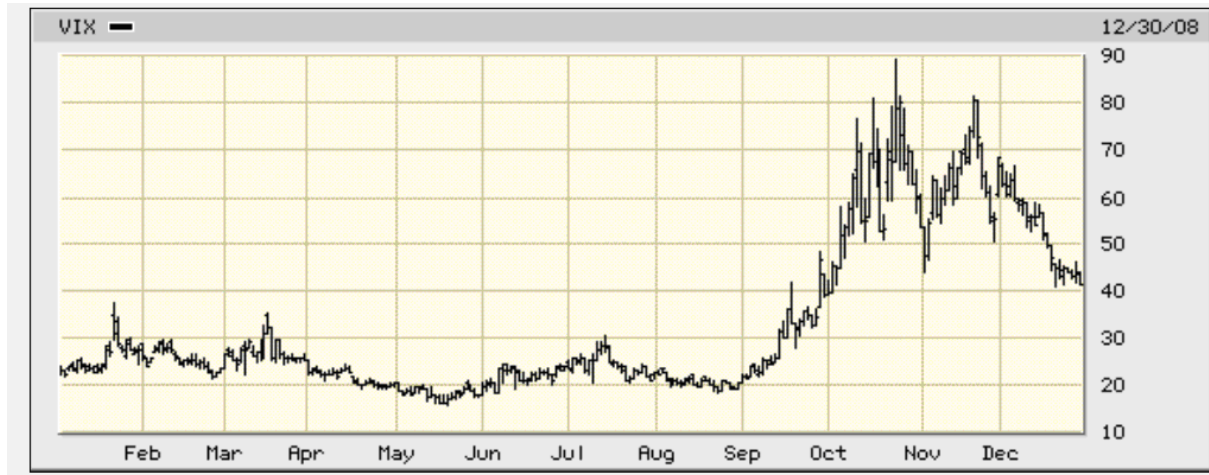
Volatilnost prikazujemo z indeksom (VIX). Indeks predstavlja izračunano tehtano povprečje implicirane volatilnosti izbranih opcij iz enega od največjih svetovnih borznih indeksov S&P 500 (angl. *Standard&Poor 500*). Na spodnji sliki je prikazano gibanje indeksa volatilnosti (VIX) za leto 2008, ki je bilo zaradi turbulentnih finančnih razmer rekordno. Povečana volatilnost pomeni vrednosti nad 30, vrednosti pod 20 pa predstavljajo normalne, povprečne borzne dni. V obdobju do septembra 2008 so se vrednosti indeksa gibale normalno, opažena je bila celo nekoliko povečana volatilnost, medtem ko se je v obdobju, ki je sledilo, torej po

---

<sup>1</sup> Volatilnost ali tudi nihajnost. Statistična mera za verjetnost, da cena finančnega instrumenta v kratkem času močno zraste ali upade.

septembru 2008, gibanje močno okrepilo in postalo nenadzorovano, v primerjavi s prejšnjimi leti celo neprimerljivo.

Slika 1: Indeks volatilnosti (VIX) za leto 2008



Vir: Financial Times, 2009.

### 1.3 Opredelitev finančnih tveganj

Berk, Peterlin in Ribarič (2005, str. 198) finančno tveganje opredeljujejo kot tveganje neugodnega gibanja različnih tržnih kategorij, kot so npr. obrestne mere, devizni tečaji, cene surovin in cene delnic. Neugodna gibanja teh kategorij v končni posledici vodijo do zmanjšanja vrednosti lastniškega kapitala.

Glede na možnost vplivanja na dejavnike (povzročitelje) tveganja razvrstimo finančna tveganja v dve skupini. Eno skupino tveganj predstavljajo dejavniki (povzročitelji), na katere ne moremo vplivati, drugo skupino pa dejavniki, na katere lahko vplivamo. Za osnovno delitev finančnih tveganj povzemam Saundersovo delitev finančnih tveganj, ki je dobro izhodišče za nadaljevanje teme spletnega trgovanja z izvedenimi finančnimi instrumenti. Delitev je naslednja (Saunders, 2000, str. 103-114):

- tržno tveganje,
- kreditno tveganje,
- likvidnostno tveganje,
- tveganje spremembe obrestnih mer,
- izvenbilančno tveganje,
- deželno tveganje,
- tveganje nesolventnosti,
- tveganje spremembe deviznega tečaja in
- tehnološko in operativno tveganje.



Konkretno se pri samem trgovanju z izvedenimi finančnimi instrumenti poleg že omenjenih pojavljajo še druge oblike tveganj. Prontner (2008, str. 7) razvršča tveganja, s katerimi se srečujejo trgovalci, na:

- tržno tveganje (*angl. market risk*),
- valutno tveganje (*angl. currency risk*),
- špekulativno tveganje (*angl. speculative risk*),
- inflacijsko tveganje (*angl. inflation risk*),
- podjetniško tveganje (*angl. entrepreneur's risk*),
- nesistematsko tveganje (*angl. unsystematic risk*).

Vrsta tveganja je odvisna predvsem od izbire izvedenega finančnega instrumenta. Vsak finančni instrument ima v sebi svoje, specifično tveganje. Klasifikacija izvedenih finančnih instrumentov sledi v naslednjem poglavju.

## **1.4 Obvladovanje in omejitve finančnih tveganj**

V poslovnem svetu se je tako udomačilo prepričanje, da je prav prevzemanje tveganj gonilo razvoja, da razvoj torej ni mogoč brez prevzemanja tveganj. Težko rečemo, da je tveganje nekaj, čemur se je potrebno za vsako ceno izogniti. Po Culpu (2001, str. 8) tveganje ni ne dobro in ne slabo, torej je sprejemanje tveganj bistvena sestavina investicijskega procesa, s katero se morajo vlagatelji spopadati. Potrebno je imeti dober sistem obvladovanja tveganj (*angl. risk management*), saj je to edina stvar, ki vlagatelja obdrži v igri na dolgi rok. Tveganje mora biti ovrednoteno v verjetnostnem smislu in ne samo v smislu posledic, ki sledijo.

Cambell in Kracaw (1993, str. 212) sam proces obvladovanja tveganj razdelita na pet postopkov:

- ugotovitev vira izpostavljenosti tveganja,
- merjenje tveganja,
- ocena možnih vplivov tveganja na finančno in poslovno strategijo,
- ocena lastne zmožnosti za obvladovanje tveganja,
- izbira primernega instrumenta za obvladovanje tveganja.

Izmed vseh naštetih omenjam samo drugega, najpomembnejšega, to je merjenje tveganja, ki sodi med temeljne sestavine strategije obvladovanja tveganj. Med najbolj razširjene metode merjenja tveganj sodi model tvegane vrednosti (*angl. value at risk - VaR*). Tveganje je v omenjenem modelu opredeljeno kot minimalna izguba v tržni vrednosti pozicije pri danem tveganju, ki jo lahko pričakujemo z neko verjetnostjo. S tem model izraža občutljivost naložbe na morebitne cenovne spremembe (Fabozzi, 2003, str. 4).

Merilo tveganja predstavlja tudi standardni odklon. To je z verjetnostjo ponderiran povprečni odklon od pričakovane vrednosti, ki kaže, kako daleč nad ali pod pričakovano vrednostjo bo verjetna dejanska vrednost. Pogosto se pretekli standardni odklon uporablja kot ocena prihodnjega standardnega odklona. Uporabno merilo tveganja je tudi koeficient variacije, ki predstavlja razmerje med standardnim odklonom in pričakovanim donosom. Če pa nas zanima analiza odnosa med samim tveganjem in stopnjami donosa, je potrebno vključiti model določanja cen dolgoročnih naložb, v literaturi poznan kot CAPM model<sup>2</sup> (angl. *Capital Asset Pricing Model*). To je izredno pomemben analitični pripomoček tako pri finančnem upravljanju kot tudi pri investicijskih analizah (Veselinovič, 1991, str. 158).

Tveganja v celoti nikakor ni možno izničiti, saj so npr. dejavniki sistematičnega tveganja (naravne nesreče, vojna, politične zdrahe, inflacija) vedno prisotni. Tveganja lahko samo omejimo, obvladamo ali izmerimo. V preteklosti so se prav zaradi obvladovanja tveganj razvili izvedeni finančni instrumenti. Na naraščajočo nestanovitnost so se finančni trgi odzvali z razvojem novih finančnih produktov, finančni posredniki pa so razvili številne proizvode, ki so omogočali tveganje spremeniti v konkurenčno prednost. Med tovrstne proizvode spadajo posledično izvedeni finančni instrumenti.

## 2. IZVEDENI FINANČNI INSTRUMENTI (IFI)

### 2.1 Splošno

Beseda 'izvedeni' nakazuje, da njihova vrednost izhaja oziroma je odvisna od vrednosti osnovnih instrumentov, na katere so napisani ali izdani (Hull, 2006, str. 1). Iz navedene definicije izhaja, da vrednost izvedenih finančnih instrumentov ni določena na podlagi njihove ponudbe in njihovega povpraševanja, temveč na podlagi razvoja vrednosti osnovnega instrumenta, ki je različnih oblik. Pogosto se za osnovni instrument uporablja vrednost finančnih premoženjskih oblik, s katerimi se trguje na borzi, kot so na primer delnice. Praktično pa so lahko izvedeni finančni instrumenti vezani na katerokoli obliko: od manj običajnih, kot je količina zapadlega snega, do bolj pogostih finančnih instrumentov (delnice, obveznice), finančnih kazalcev (indeksi, zaposlenost), valut (dolar, jen) in blaga (nafta, žito) (Veselinovič, 1998, str. 242-254).

Trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti je danes ena izmed vodilnih dejavnosti v razvitem finančnem svetu. To so kompleksni finančni instrumenti, ki obstajajo v več oblikah, a jim lahko pripisujemo določene skupne značilnosti. Prva skupna značilnost vsem izvedenim finančnim instrumentom je, da temeljijo na pogodbi oziroma dogovoru med dvema strankama. Vendar pa se v nasprotju z drugimi transakcijami, pri katerih se lastništvo s

---

<sup>2</sup> CAPM model predstavlja relativno kompleksno področje, zato podajam v tem delu samo osnovne sklepe. Podrobneje glej npr. Hull, J. C. (2006). *Options, Futures & Other Derivatives* (6th ed.), str. 273.

prodajalca na kupca prenese takoj, ob sklenitvi pogodbe o izvedenem finančnem instrumentu ne zgodi nikakršen prenos lastništva. Pogodba o trgovanju z izvedenimi finančnimi instrumenti je torej predvsem obljuba oziroma dogovor o prenosu lastništva določenega sredstva na neki prihodnji datum po dogovorjeni ceni in na dogovorjeni način. Druga skupna značilnost vsem izvedenim finančnim instrumentom je ta, da njihova vrednost temelji na vrednosti nekega drugega osnovnega instrumenta. Že samo ime pove, da izvedeni finančni instrumenti izhajajo iz osnovnih oblik finančnih instrumentov in da so nastali prav zaradi potrebe po varovanju le-teh pred različnimi finančnimi tveganji. Torej lahko osnovo izvedenih instrumentov predstavlja skoraj vsako sredstvo na trgu. Osnovni finančni instrumenti so namreč podlaga za vrednotenje, kontrolo, nadzor in hkrati razlog za obstoj izvedenih finančnih instrumentov.

Glavno razliko med osnovnimi in izvedenimi finančnimi instrumenti opazimo v finančnih sredstvih, ki so potrebna za doseganje enakih absolutnih donosov. Za pridobitev osnovnega finančnega instrumenta je potrebno ob sklenitvi dogovora poravnati vso nominalno vrednost tega sredstva nasprotni stranki, medtem ko bo pri izvedenem finančnem instrumentu, sklenjenem za nakup sredstva v prihodnosti, nakupna cena odvisna od nestanovitnosti tega sredstva in predvsem od vrste izvedenega finančnega instrumenta.

Izvedeni finančni instrumenti so postali pomembno orodje v naložbenem svetu tako za podjetja kot tudi za osebne, individualne vlagatelje. Uporabljajo se lahko za različne namene, v vsakem primeru pa dovoljujejo vlagatelju širok spekter naložbenih možnosti. Vlaganje v te produkte s seboj prinaša že prej opisana tveganja, ki jih marsikateri vlagatelj pogosto ne vidijo oziroma ne razumejo in prav to je največje tveganje zanje. Pri vlaganju v tovrstne finančne instrumente je namreč potrebno, da vlagatelj pozna nekatere osnovne sestavine posamezne naložbe. Thompson (2004, str. 87) našteva dejstva, ki bi jih moral poznati vlagatelj, da bi razumel osnovne sestavine posamezne naložbe:

- najprej je potrebno prepoznati tveganje in se zavedati, da so večji donosi vedno pridobljeni z večjim tveganjem;
- razlikovati je potrebno med zavarovanjem in špekuliranjem in temu primerno prilagoditi svojo naložbo;
- uporabiti je potrebno prava sredstva za ovrednotenje naložbe, razpršenost je bistvena, čeprav zmanjšuje donos, saj tveganje veliko bolj zmanjšuje;
- potrebno je razumeti izplačila pri prodaji finančnega instrumenta, saj so izplačila različnih produktov različna.

Izvedeni finančni instrumenti izpostavijo stranko, ki je kupila ali prodala izvedeni finančni instrument z zelo malo začetne investicije, velikemu dobičku ali veliki izgubi. Denar, ki ga vložimo na začetku sklenitve pogodbe, in denar, ki ga dobimo ob zapadlosti pogodbe, deluje kot vzvod. Kadar se cena na trgu giblje v našo korist, imamo lahko zelo velik donos. Kadar pa se cene na trgu gibljejo v korist nasprotne pogodbene stranke, imamo lahko zelo veliko

izgubo (Bodie, 1999, str. 14). V šali lahko rečemo, da so izvedeni finančni instrumenti uporabni za tiste, ki bi radi na hitro obogateli, in za tiste, ki bi radi na hitro obubožali.

## 2.2 Namen uporabe izvedenih finančnih instrumentov

Uporaba izvedenih finančnih instrumentov je bila sprva mišljena v zavarovalni namen (angl. *hedging*). Z njimi bi se investitorji zavarovali pred tečajnimi, obrestnimi, kombiniranimi in tudi drugimi tveganji. Z nastankom različnih zanimivih produktov je nastal še drug namen uporabe in tako danes poleg zavarovalnega poznamo tudi še trgovski namen (angl. *trading*) in arbitražo. Peterlin (2005, str. 102) namene uporabe izvedenih finančnih instrumentov prikaže kot:

- varovanje pred tveganjem,
- trgovanje,
- arbitražo.

Vsi trije tipi uporabe izvedenih finančnih instrumentov na terminskem trgu so potrebni za normalno delovanje trga. Skrbijo za prenos tveganja od oseb, ki ne želijo tvegati, na osebe, ki to lahko storijo in so tveganje pripravljene prevzeti. Mramor (2000, str. 75-76) meni, da je le zadostno število udeležencev iz posamezne skupine nujno za učinkovito delovanje trga.

Peterlin (2005, str. 102) pravi, da razlike, ki se pojavljajo med t. i. zavarovancem (zavarovanje pred tveganjem) in špekulantom (skrajna oblika trgovanja), niso samo teoretične, saj na določenih terminskih trgih klirinške hiše<sup>3</sup> zahtevajo različno visoka kritja pri terminskih pogodbah in različno obravnavo pri opcijskih instrumentih glede na namen nakupa izvedenih finančnih instrumentov. Interes zavarovanca je, da s svojim delovanjem na trgu ne želi tvegati ali pa se želi zavarovati pred spremembami cen. Koliko so zavarovanci usklajeni glede ponudbe in povpraševanja na terminskem trgu, 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. Ti 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 svoje pozicije, in sicer v upanju, da jim bo to prineslo dobiček. Lahko pa jim prinese izgubo. S stališča špekulantov je delovanje zanimivo, saj lahko z nizkimi vložki upravljajo zelo velike investicije. Razen tega pa imajo možnost preprostega vstopa na trg, enostavnega sklepanja pogodb ter možnost velikih dobičkov, je pa tudi tveganje v tem primeru zelo veliko. Njihova vloga na trgu je koristna, saj prevzemajo tveganje od zavarovancev in na ta način povečujejo likvidnost trga. Arbitražniki so v tem primeru tisti, ki želijo ustvariti dobiček brez prevzemanja kakršnega koli tveganja.

---

<sup>3</sup> Klirinška hiša predstavlja vmesni člen med kupci in prodajalci na trgu finančnih instrumentov. Skrbi za utečenost poslov.

## 2.3 Razvrstitev izvedenih finančnih instrumentov

Ker so izvedeni finančni instrumenti nastali prvotno zaradi potrebe po varovanju osnovnih finančnih instrumentov pred različnimi tveganji, je lahko ena izmed delitev izvedenih finančnih instrumentov delitev glede na vrsto tveganja, na katerega se nanašajo, in sicer na kreditne, valutne, obrestne, blagovne ali stvarne in lastniške.

Lahko rečemo, da poznamo izvedene finančne instrumente prve generacije (navadne terminske posle, standardizirane terminske pogodbe, opcije in zamenjave), pri katerih je osnova cena na promptnem trgu, ter izvedene finančne instrumente druge generacije, pri katerih so osnova izvedeni finančni instrumenti prve generacije (npr. opcije na standardizirane terminske pogodbe). Poleg tega nastajajo morda novi finančni instrumenti naslednjih generacij. Ti se označujejo kot hibridni, eksotični, strukturirani ali alternativni (Ribnikar, 1996, str. 53).

Izvedene finančne instrumente lahko torej razvrstimo v zaokrožene skupine, in sicer na:

- navadne terminske posle (angl. *forward contracts*),
- standardizirane terminske pogodbe (angl. *futures contracts*),
- zamenjave (angl. *swaps*),
- opcije (angl. *options*).

Za bolj avanturistične in špekulativne vlagatelje so na voljo alternativni strukturirani produkti, ki so lahko prirojni vsakemu posamezniku. Rast tovrstnih produktov je bila v zadnjem desetletju zelo visoka, še posebej rast števila nakupnih bonov, pogodb na razliko in naložbenih certifikatov. Peterlin (2005, str. 91) jih razdeli na:

- eksotične opcije (angl. *exotic options*),
- nakupne bone (angl. *warrants*),
- naložbene certifikate (angl. *certificates*),
- pogodbe na razliko (angl. *contract for difference-CFD*),
- indeksne investicijske sklade (angl. *exchange traded funds-ETF*).

Tukaj lahko omenimo še vstavljene izvedene finančne instrumente (angl. *embedded derivatives*). To so tisti izvedeni finančni instrumenti, ki so posredno razvidni iz pogodbe, ki pa sama po sebi ne ustreza definiciji izvedenega finančnega instrumenta. To pomeni, da iz določb izvirne pogodbe izhajajo denarni tokovi, ki so vezani na določene spremenljivke, kot so obrestna mera, cena vrednostnih papirjev, valutni tečaj ipd.

Oblik izvedenih finančnih instrumentov je vedno več, saj se v želji, da bi se ustreglo specifičnim potrebam investitorjev, razvijajo vedno nove in nove strukture izvedenih finančnih instrumentov. Pomanjkanje jasnosti glede novih oblik je ravno v našem okolju precejšnje, saj znanje, vključno z literaturo, prihaja k nam iz zahoda, seveda v počasnem, a zanesljivem tempu.

## **2.4 Razvoj izvedenih finančnih instrumentov v Sloveniji**

Uporaba izvedenih finančnih instrumentov na slovenskem finančnem področju v preteklih letih ni bila ravno množična. Čeprav trgovanje z izvedenimi finančnimi ali s terminskimi instrumenti predstavlja eno izmed vodilnih dejavnosti v poslovnem svetu na mednarodni ravni, pri nas to ravno ne drži. Kljub majhnosti slovenskega finančnega prostora pa so se v preteklosti že izvajali poskusi uvedbe trga izvedenih finančnih instrumentov. Po vseh narejenih raziskavah vsi ti poskusi niso kaj dosti obetali. Do leta 1995 so se v Sloveniji s terminskim poslovanjem nekoliko ukvarjale le banke. Prvo terminsko poslovanje se je zgodilo z odprtjem blagovne borze v januarju 1994, vendar se je zaradi visokih stroškov in slabega upravljanja kmalu znašlo v težavah, kar je pripeljalo do zaprtja. Leto kasneje je Ljubljanska borza kljub slabim izkušnjam ustanovila Terminsko borzo Ljubljana in zgodba se je ponovila.

Veselinovič (2003, str. 110) navaja, da se v Sloveniji trguje le z redkimi izvedenimi finančnimi instrumenti, in sicer na izvenborznem trgu. Omenja predvsem valutne finančne instrumente, s katerimi delno trgujejo na domačem in delno na tujem trgu. Poslovanje poteka v glavnem preko bank in nekaterih velikih podjetij, saj je za opravljanje tovrstne dejavnosti potrebno imeti posebno dovoljenje Banke Slovenije.

Doles v članku iz leta 2005 trdi, da na slovenskem področju praksa v slovenskih podjetjih in bankah ne sledi teoretičnemu razvoju, da je še vedno sklenjenih največ najenostavnejših valutnih izvedenih finančnih instrumentov, pri obrestnih instrumentih so prisotne skoraj samo klasične zamenjave obrestnih mer, uporaba opcij glede na druge finančne instrumente pa je močno pod povprečjem uporabe le-teh v razvitih finančnih sistemih. Alternativnih izvedenih finančnih instrumentov slovenske finančne ustanove skoraj ne uporabljajo.

Če nas torej zanima veliko več o vseh možnih izvedenih finančnih instrumentih, kot pa nam nudi literatura v Sloveniji oziroma v slovenskem jeziku, je potrebno raziskovati dalje. Največ se bomo naučili seveda preko svetovnega spleta in še to v angleškem ali nemškem jeziku. Še najbolj priporočljivo je, če združimo prebrano literaturo s prakso in se kar lotimo trgovanja. Za začetek mogoče osnovne demo različice, kasneje pa poskusimo zaslužiti kakšen pravi evro ali dva.

## **3. TRGOVANJE Z IZVEDENIMI FINANČNIMI INSTRUMENTI**

V zahodnem svetu je trg izvedenih finančnih instrumentov oziroma strukturiranih produktov zelo razvit. Na ameriškem trgu je najbolj razvito trgovanje s standardiziranimi terminskimi pogodbami in opcijami. V Evropi je med vsemi državami pri trgovanju s strukturiranimi

produkti v ospredju Nemčija, zlasti borza v Stuttgartu, na kateri najdemo največ naložbenih certifikatov. V Veliki Britaniji oziroma na borzi v Londonu pa so v zadnjem desetletju zavladaale pogodbe na razliko.

Kapitalski trgi se namreč zelo hitro razvijajo, zato ponujajo vedno nove in nove finančne instrumente. Počasi bodo že lele tudi slovenske banke slediti novostim, čeprav naš bančni sektor zaenkrat še zaostaja za tujo konkurenco. V tujini je bilo npr. že kar nekaj naložbenih certifikatov izdanih na slovenske delnice in indekse, vlagatelji vanje pa so bili večinoma (bolj) slovenski investitorji, zato lahko sklepamo, da bi ob podobnih produktih na naši borzi trgovanje zaživelo precej hitro. Samo upamo lahko, da bo seznam produktov in investicijskih možnosti v prihodnje čim daljši, delo investicijskih svetovalcev pa vse zahtevnejše.

### **3.1 Oblike trgovanja**

Če želimo trgovati s poljubno izbranim svetovnim finančnim instrumentom, sta možnosti samo dve. Bodisi, da trgujemo na klasičen način, to je preko borznega posrednika, ali pa se trgovanja lotimo sami, in sicer preko svetovnega spleta. Trgovanje po naših naročilih preko posrednikov ni enako upravljanju premoženja, kot si to mnogi predstavljajo; pri upravljanju sta pomembna samo količina kapitala in riziko, za katerega se odločimo, vse ostalo v takem načinu trgovanja prepustimo v roke brokerjem oziroma posrednikom. Če pa se odločimo, da želimo odločati po svoje, s svojim znanjem in ne nazadnje s svojim denarjem, imamo na voljo samostojno spletno trgovanje. Tudi pri tej obliki trgovanja bomo potrebovali posrednika, a le, da bomo sklenili pogodbo za trgovalni račun, vse ostalo bomo imeli pod nadzorom sami. Vprašanja, s katerimi se lahko ukvarjamo pri klasičnem trgovanju, kot na primer: Ali je naš broker dosegljiv, ali je oddal naše naročilo ali ga je pozabil?, niso potrebna, a tako kot vse stvari v življenju ima tudi trgovanje preko svetovnega spleta pasti, za katere pri takem trgovanju nekako odgovarjamo oziroma nosimo posledice sami; ne nazadnje tudi za to, da nam ne dela internetna povezava, ki pa je resnici na ljubo najpomembnejša vez dobrega trgovalca.

Največja razlika med trgovanjem preko borznega posrednika in samostojnim trgovanjem preko spleta je tako dejansko samo v času, ki ga za to porabimo, in seveda v transakcijskih stroških, ki pri tem nastanejo. Storilnost, donos in kapital ostajajo enaki pri obeh načinih (Prontner, 2008, str. 4).

### **3.2 Značilnosti in vrste trgov**

Da bi trg izvedenih finančnih instrumentov deloval čim bolj učinkovito, Veselinovič (1996, str. 239) navaja tri temeljne pogoje. To so ustrezna dobra razvitost ter s tem učinkovitost in likvidnost trga z osnovnimi instrumenti, določena mera neke zmerne nestabilnosti in pa same potrebe trga.

Poleg navedenih tržnih pogojev obstajajo tudi še drugi, makroekonomski, ki bi jih bilo treba izpostaviti. To so predvsem (Veselinovič, 1996, str. 239):

- Ekonomski položaj države: ta naj ne bi bil preveč nestabilen niti preveč stabilen, saj so prav izvedeni finančni 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: pomembna je tako z vidika tržnih udeležencev kot z vidika celotne formalnopravne 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, delovanje pravne države ter za morebitne finančne omejitve.
- Lokacija trga: pri tem se postavljata dve vprašanji, in sicer, ali ustanoviti novo borzo, ki se bo ukvarjala le s trgovanjem z izvedenimi finančnimi instrumenti, ali izvedene instrumente priključiti že obstoječi borzi; manjše države po navadi 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.

Dvoržak in Jukič (2008, str. 13) trdita, da je udeležence trgov oziroma tržne udeležence mogoče razdeliti v dve skupini. Prvo skupino sestavljajo **institucionalni vlagatelji**. To so profesionalni trgovalci, ki običajno nadzirajo ogromne količine denarja in so povezani z vzajemnimi skladi, s hedge skladi, s pokojninskimi skladi in podobno. Pri razumevanju trga jih je potrebno poslušati ravno zaradi njihovega vpliva, saj nadzirajo velike količine denarnih sredstev. Posledično njihova odločitev za nakup ali prodajo pomembno vpliva na tržno ceno delnic. Drugo skupino predstavljajo **posamezni vlagatelji**, ki jim trgovanje pomeni poklic ali pa dodatno aktivnost, s katero samo želijo povečati vrednost svojega premoženja.

Ko govorimo o vrstah trgov, lahko rečemo, da se pogodbe o izvedenih finančnih instrumentih sklepajo ali na organiziranih trgih (borzah), na katerih so predmet trgovanja standardizirani instrumenti, ali pa izvenborzno ali 'preko okenc' (angl. *over-the-counter* - *OTC*), torej na neorganiziranih trgih. Instrumenti, s katerimi se trguje na borzi, so običajno standardizirani



glede ročnosti, velikosti pogodbe in dostavitvenih pogojev. Tako ločimo borzne posle med dnevne ali promptne in med terminske ali ročne (Veselinovič, 1998, str. 279):

- dnevni ali promptni posli se izpolnijo na dan sklenitve ali najkasneje v dveh delovnih dneh po sklenitvi pogodbe; promptni posel je npr. takojšen nakup določene delnice;
- za terminske ali ročne posle pa mora med sklenitvijo in izpolnitvijo preteči določen čas; terminska cena je tako dnevna cena blaga, ki bo kupcu dostavljeno na določen dan; kupec ima zagotovilo, da mu bo blago dostavljeno v dogovorjenem času pod dogovorjenimi pogoji.

OTC izvedeni finančni instrumenti so prilagojeni potrebam posameznega uporabnika in se običajno sklepajo za dobrine, instrumente ali ročnosti, ki jih ne nudi noben organiziran trg.

Izvedeni finančni instrumenti, ki niso uvrščeni na borzo, so predmet neposredne kupoprodaje oziroma pogodbenega dogovora z banko ali drugo finančno ustanovo, izdajateljico finančnega instrumenta. Višina pogodbenega zneska se določi za vsak posel posebej, saj ti dogovori niso standardizirani, kot so pogodbe na borzi. Tudi zapadlost pogodbe je povsem prilagojena pogodbenima strankama.

OTC trg, torej izvenborzno trgovanje, si pogledjmo bolj podrobno. Najlažji dostop do izvenborznega trgovanja je preko spleta, zato je tudi poseben poudarek na spletnem izvenborznem trgovanju z izvedenimi finančnimi instrumenti. Za vlagatelja, v tem primeru trgovalca, je to ugodnejša izbira kot borzno trgovanje, saj se transakcije izvedejo neposredno, trguje se skoraj brez prekinitev, transakcijski stroški so občutno nižji. Več o tem govorim kasneje.

### **3.3 Osnovni pojmi spletnega trgovanja**

#### **3.3.1 Trgovalec**

Trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti iz domačega 'naslanjača' zahteva celotno naravo posameznika. Poleg znanja, volje, dobre fizične in psihične kondicije je za to potrebno imeti čas in nekaj začetnega kapitala. Kot širši pojem trgovalca lahko imenujemo vsakega, ki ima razpoložljiv trgovalni kapital in z njim trguje. V ožji definiciji pa je to nekdo, ki ima torej znanje iz računalništva, pozna osnovne borzne pojme, ki se pojavljajo pri trgovanju, in ve, kaj potrebuje za uspešno trgovanje. Za uspešno trgovanje je potrebnih več stvari, kot najpomembnejše vseeno izpostavljam tri stvari: to so primeren posrednik, ki ga uporabljamo za sklenitev poslov, primerna trgovalna platforma in predvsem znanje oziroma pravilno razumevanje dejanskega stanja v določenem trenutku. Le na podlagi pravilne interpretacije znakov in indikatorjev bomo sposobni jasno predvideti ter vstopiti na trg pravočasno (Monte & Swope, 2008, str. 11).

### 3.3.2 Trgovalna strategija

Vsak trgovelec mora imeti svojo trgovalno strategijo. Verjetnost, da bo trgovelec izgubil ves svoj trgovalni kapital, je ogromna, če nima vnaprej izdelanega podrobnega načrta, v katerem so zapisana vsa pravila, vsi elementi, vse podrobnosti v zvezi s samim trgovanjem (ob katerih urah bo potekalo trgovanje, katere dni v tednu, kateri sistem se bo uporabljal, s kolikšnim kapitalom se bo vstopalo v posamezne pozicije, kateri ukrepi se bodo izvajali ob morebitnih večjih zaporednih izgubah kapitala, kaj storiti z dobičkom, kakšna je vrednost trgovalnega lota, kakšen vzvod bo uporabljal itd.). Trgovalna strategija zajema torej vse najmanjše podrobnosti.

Dobra trgovalna strategija naj bi vsebovala vse parametre in opise načina trgovanja. Monte in Swope (2008, str. 17) posebej poudarjata:

- čas trgovanja,
- časovni okvir,
- kazalnike, ki se uporabljajo pri trgovanju s to trgovalno strategijo,
- natančna navodila, kdaj kazalniki tvorijo signal za vstop v posel,
- točna navodila izhoda iz posla,
- navodila, kateri instrumenti so primerni za trgovanje s to trgovalno strategijo,
- točna pravila upravljanja s kapitalom za vsak posamezni posel,
- temeljito testiranje trgovalne strategije z uporabo zgodovinskih podatkov premikanja izbranega instrumenta.

Najpomembnejši zahtevi, ki ju ima vsak trgovelec do svoje strategije, sta dobičkonosnost in preprostost (angl. *keep it stupid/super simple – KISS*). Na osnovi dobičkonosnosti se trgovelec odloča, ali bo določeno strategijo uporabljal ali ne. Celoten sistem trgovanja mora biti tudi enostaven za uporabo, saj v nasprotnem primeru trgovelec ne bo znal pravilno razbrati ponujenih informacij ob pravem trenutku. Pomembno je, da se trgovelec strogo drži pravil trgovalne strategije, ki jo uporablja, in da zaupa njenim napovedim. Pri tem mu je lahko v veliko pomoč testiranje zgodovinskih podatkov, ki lahko dajejo približno sliko o uspešnosti trgovalne strategije. Vedeti pa je treba, da ni nujno, da se bo določena trgovalna strategija tako dobro obnesla tudi v prihodnosti (Monte & Swope, 2008, str. 27).

### 3.3.3 Trgovalne platforme

Trgovalna platforma predstavlja delovni prostor trgovalca. Platformo najlažje opišemo kot računalniško aplikacijo, nameščeno v osebnem računalniku in prilagojeno zahtevam trgovalca. Ker ima vsak trgovelec svoje zahteve, ponujajo platforme že v osnovi veliko prilagodljivost, čeprav se med sabo kar precej tehnično razlikujejo. Vsaka boljša trgovalna platforma bi morala vsebovati (Dvoržak & Jukič, 2008, str. 7):

- prilagodljiv uporabniški vmesnik (možnost organiziranja informacij na pregleden in optimalen način v skladu z velikostjo računalniškega zaslona),

- osebno zaledno pisarno (stalen dostop do natančnih podatkov o finančnem stanju, o odprtih pozicijah in preteklih poslih),
- orodja za tehnično analizo,
- aktualne analize in novice,
- takojšnja podpora preko pogovornega okna (možnost komuniciranja s skrbniki trgovalnih računov ob morebitnih zapletih).

Pri izbiri ustrezne platforme je treba torej upoštevati predvsem individualne želje, kajti ponudnikov na trgu je veliko. Samo v Nemčiji ponuja možnost spletnega trgovanja z izvedenimi finančnimi instrumenti več kot dvajset diskontnih posrednikov (glej Prilogo 2). Če nismo omejeni z geopolitičnimi in jezikovnimi mejami, lahko uporabljamo tako nemško ali ameriško kot tudi vsako drugo trgovalno platformo, pa čeprav imamo računalnik postavljen na mizi v Sloveniji. Prav to je največja prednost spletnega trgovanja. V Sloveniji lahko izbiramo med štirimi trgovalnimi platformami v slovenskem jeziku. Pri nas najbolj razširjena trgovalna platforma je Tradeport, ki jo ponuja Skupina Poteza. Izhaja sicer iz danske različice Saxotrader ponudnika Saxo Bank. S hitrimi koraki prihaja platforma Brokerjet ponudnika banke Sparkasse, ki ima cilj osvojiti Evropo in postati številka ena on-line bančništva. Potem je tu še platforma Ilirika-on-SVET, ki je last borznoposredniške hiše Ilirika. Gorenjska borznoposredniška hiša pa nam ponuja slovensko različico svetovno znane trgovalne konzole E-trade.

*Tabela 1: Ponudba trgovalnih platform v Sloveniji*

<b>Ustanova</b>	<b>Platforma</b>	<b>Ponudba</b>
Skupina Poteza	Tradeport	Etf, delnice, cfd, stp, forex
Sparkasse	Brokerjet	Etf, delnice, opcije, certifikati, warranti
GBD	E-trade	Etf, delnice, cfd, opcije, forex, certifikati, warranti
Ilirika	Ilirika-on-SVET	Etf, delnice, opcije, stp

Skoraj vsi diskontni posredniki<sup>4</sup> omogočajo tudi brezplačne demo različice svojih trgovalnih platform. Demo trgovalna platforma je povsem enaka kot prava, le da je to virtualno trgovanje in da se trguje z navideznim denarjem. Uporaba demo različic je za trgovalca zelo pomembna, saj se tako spozna z načinom delovanja posrednikove platforme ter z ustvarjanjem in s preizkušanjem svojih trgovalnih strategij, ki jih bo nato uporabljal pri pravem trgovanju. Največji problem pa je to, da pri trgovanju z virtualnim denarjem trgovalci ne uporabljajo čustev. Čustva pa so najpomembnejši dejavnik, saj iz njih izhajata strah in pohlep, ki še kako vplivata na odločitve pri resničnem trgovanju (Monte & Swope, 2008, str. 39).

<sup>4</sup> Diskontni posrednik ali ponudnik spletnih trgovalnih platform.

### 3.4 Nakupna izbira

Preko spletnega trgovalnega računa ima vlagatelj možnost nakupa izvedenih finančnih instrumentov neposredno pri različnih finančnih ustanovah. Nakupi so odvisni predvsem od delovanja borz, torej so možni od zgodnjega jutra do poznega večera, pri valutnem trgovanju ves dan. Finančne ustanove oziroma izdajatelji izvedenih finančnih instrumentov ponujajo svoje storitve po navadi še kakšno uro ali dve dlje kot pa je delovni čas borze. Na koncu je potrebna samo prava odločitev kaj in kdaj kupiti. Možnosti je veliko:

- **Delnice (angl. *stocks*):** Na voljo so delnice z največjih svetovnih borz. Vedno sta vidna nakupni in prodajni tečaj. Vlagatelj odda naročilo neposredno preko izdajatelja na borzo in je ves čas na tekočem, kaj se z njim dogaja. Trgovanje se začne v Aziji in poteka ponoči po našem času, čez dan se nadaljuje po državah Evrope in pozno zvečer se konča v Združenih državah Amerike. Tudi tu tuji spletni posredniki ne omogočajo nakupa slovenskih in balkanskih delnic. Za trgovanje z delnicami so značilne nizke provizije. Ponujajo tudi uporabo kritja.
- **Indeksni investicijski skladi (angl. *exchange traded fund-ETF*):** Medtem ko lahko v Sloveniji izbiramo med približno 200 skladi, imamo preko spletnega trgovalnega računa dostop do več tisoč različnih vzajemnih skladov, pri katerih ima vlagatelj običajno zelo veliko popusta na vstopno provizijo. V veliko skladov je mogoče vlagati tudi z mesečnimi vplačili. Točke skladov lahko kupimo neposredno pri upravljavcu (taka je tudi praksa v Sloveniji), pri številnih skladih pa jih je mogoče kupiti oziroma prodati tudi na borzi. To ima nekatere prednosti: ni vstopne provizije, vlagatelj takoj ve, po katerem tečaju kupi oziroma proda, in ni treba čakati na obračun upravljavca, kar po navadi traja nekaj dni. Točke, kupljene pri upravljavcu, je mogoče prodati na borzi in nasprotno. Tuji spletni posredniki ne omogočajo nakupa slovenskih in balkanskih skladov.
- **Pogodba na razliko (angl. *contract for difference-CFD*):** Individualnim vlagateljem je postala dostopna šele leta 1999. Najbolj priljubljena je v Veliki Britaniji. To je finančni instrument, izveden iz delnic ali delniških indeksov, ki nam omogoča udeležbo v gibanjih cen osnovnega instrumenta, ne da bi bili pri tem njegov polnopravni lastnik. V normalnih pogojih lahko povečamo finančni vzvod svoje naložbe tudi do 10-krat. Poleg tega lahko CFD-je na najlikvidnejše svetovne delnice prodajamo na kratko (angl. *short selling*), s čimer dosegamo donosnost tudi v pogojih padanja vrednosti delnice ali indeksa.
- **Standardizirana terminska pogodba (angl. *futures contracts*):** Trg standardiziranih terminskih pogodb je bil do nedavnega večini vlagateljev nedostopen. Danes lahko z dokaj nizkimi začetnimi denarnimi sredstvi trgujemo z izbranimi količinami surovin ali s finančnimi instrumenti na določen dan v prihodnosti, pri čemer se nam ob zapadlosti na račun poravna razlika, do dejanske dostave blaga ali instrumenta pa ne pride nikoli. Na trgovalni platformi Tradeport imamo na voljo npr. več kot 250 standardiziranih terminskih pogodb. Ločimo med surovinskimi (nafta, plin, zlato, kurilno olje, srebro, aluminij, baker, sladkor, ...), kmetijskimi (kava, čaj, kakav,

pšenica, krmila, živina, ...) in finančnimi terminskimi pogodbami (državne obveznice, kratkoročne, dolgoročne obrestne mere različnih držav, ...).

- **Valutni trg (angl. *forex*):** To je trg, na katerem udeleženci zamenjujejo eno valuto za drugo oziroma prodajajo in kupujejo valutne križe. Aktiven je 24 ur na dan. Na njem trguje več sto tisoč poučenih posameznikov, podjetij in investicijskih skladov. To je najlikvidnejši trg na svetu. Tudi tu lahko trgujemo s pomočjo uporabe kritja (ang. margin), kar pomeni, da lahko kot vlagatelj upravljamo s pozicijami, ki so večje od kapitala na našem računu. Zahtevano kritje je praviloma majhno, saj se običajno valutni tečaji dnevno ne spreminjajo za več kot odstotek ali dva. S finančnim vzvodom 100:1 in z zahtevanim 1-odstotnim kritjem lahko trgujemo tudi z 1.000.000 evri, čeprav je na našem računu dejansko le 10.000 evrov. Glavni (*angl. major*) valutni križi so npr.: eur/usd, usd/chf, usd/jpy, gbp/usd, usd/cad. Redki (*angl. minors*) so npr.: eur/chf, eur/cad, eur/aud, nzd/aud. Eksotični (*angl. exotic*) so npr.: usd/try, jpy/pln, gbp/czk.

### 3.5 Analize in tehnike nakupa

Ko se torej odločimo, s katerimi finančnimi instrumenti bomo trgovali, sledi vprašanje, na kakšen način in kako bomo z njimi trgovali, katere tehnike bomo pri tem uporabili in tudi, katera »pomagala« bomo uporabili in nam bodo zadostovala pri izbiri nakupa. Poleg razpoložljivega časa in volje je potrebno imeti tudi kar nekaj računalniškega znanja. Računalniška tehnologija dandanes omogoča precej lahek dostop do uporabe zapletenih metod in kazalnikov, ki napeljujejo k nakupu, poleg tega pa je odskočna deska za novince pri trgovanju. Za podrobnejšo analizo izbranega finančnega instrumenta pa je značilen zelo subjektiven pristop analize celotnega trga. Trgovalec, vlagatelj, analitik, vse v eni osebi, se mora samostojno odločiti pri izbiri številnih različnih vzorcev in kazalnikov, ki jih je mogoče uporabiti pri posamezni analizi, in se soočiti z dejstvom, da so v resničnih situacijah bolj malo podobni tistim v učbenikih.

Najpomembnejšo vlogo pri izbiri analiz imata tehnična in temeljna analiza. Trgovci sami se po navadi ločijo prav na tiste, ki trgujejo s pomočjo tehnične analize, in na tiste, ki trgujejo s pomočjo temeljne analize (Požun, 2006, str. 12). Pri vsem tem je potrebno upoštevati časovno periodo, v kateri posamezni trgovelec trguje. Trgovanje na krajši časovni rok je po navadi podprto s tehnično analizo, trgovanje na daljši časovni rok pa s temeljno analizo. Prav spletno trgovanje je namenjeno trgovanju s krajšo časovno periodo. Potrebna je hitra odzivnost, zato ločimo tako med nekajurnim ali dnevnim trgovanjem, kot tudi med nekajdnevnim, tedenskim, mesečnim načinom držanja pozicije. Kratkoročno trgovanje je zato najlažje z uporabo tehnične analize. Seveda pa je za uspešno trgovanje na dolgi časovni rok potrebno poznati in uporabljati obe vrsti analiz. Po navadi odločitev, ki pogojuje nakup ali prodajo izbranega instrumenta, spodbudi tako imenovan **signal**, kar pomeni, da se ujema več kazalnikov, lahko tehničnih ali temeljnih, lahko pa tudi kombinacija obojih.

### 3.5.1 Temeljna analiza

Temeljna analiza je metoda napovedovanja gibanja cene določenega finančnega instrumenta s proučevanjem ekonomskih, političnih in drugih dejavnikov, ki vplivajo na ponudbo in povpraševanje. Je prikaz tržne podcenjenosti ali precenjenosti naložb v podjetja, ki temelji na osnovnih kazalnikih vrednosti naložb (EPS, P/E, ROE, ROI, EBITDA in drugi). Ob upoštevanju teh kazalnikov predstavlja temeljna analiza poskus določanja sedanje diskontirane vrednosti vseh donosov, ki jih bo npr. lastnik delnice prejel. Če ta diskontirana vrednost presega v tem primeru ceno delnice na trgu, bi na osnovi takega rezultata temeljne analize lahko sklepali, da je delnico priporočljivo kupiti (Bodie, 1999, str. 347).

Temeljna analiza je osnovana predvsem na gospodarskih novicah in dolgoročnih napovedih, ki jih izdajajo statistični uradi, finančne, gospodarske ustanove in njihovi predstavniki. Izdaja večine novic in napovedi je vnaprej napovedana na mesečnih in letnih koledarjih, tako da lahko vsak trgovelec za veliko večino ve, kdaj se bo zgodila, ne ve pa, kakšne bodo te novice ali napovedi. Veljajo za posamezne države ali monetarne unije, prevladujejo pa področja financ in gospodarstva. Tukaj pride do izraza špekuliranje z rezultati novic in z napovedmi, saj imajo le-te različno močan vpliv na obnašanje gibanja cene izbranega instrumenta. Novice in napovedi prikazujejo trenutno stanje neke države ali monetarne unije in to, kaj se lahko zgodi z njeno gospodarsko močjo v prihodnosti zaradi določene novice ali napovedane spremembe. Primer takih novic je npr. objava podatka o količini novonajetih stanovanjskih kreditov in primerjava s prejšnjim obdobjem, nagovor guvernerja centralne banke neke države o znižanju obrestne mere, sprememba črpanja količin naftnih sodov itd.

### 3.5.2 Tehnična analiza

Koncept tehnične analize izhaja iz teorije Charlesa Dowa<sup>5</sup>, razvite v začetku 20. stoletja, vendar je zaživela šele z razvojem in s splošno dostopnostjo osebnih računalnikov, s katerimi je mogoče izvesti večje število zahtevnih izračunov v kratkem času. Tehnična analiza je metoda, s katero se napovedujejo gibanja prihodnje cene s preučevanjem grafikonov, na katerih so narisana pretekla gibanja treh spremenljivk: cene, pri terminskih instrumentih pa tudi obsega trgovanja in odprtega interesa. Analiza temelji na posebnih kazalnikih, ki se uporabljajo v kombinaciji z grafi. Ti kazalniki se rišejo oziroma dodajajo preteklim premikom našega izbranega instrumenta in kažejo morebitno prihodnjo smer gibanja. Bodie (1999, str. 349) trdi, da se trgovalci v stroki vedno bolj obračajo k tehnični analizi. Zavedajo se, da se delnice, terminske pogodbe, valutni križi ne gibljejo naključno, temveč na podlagi ponavljajočih se in razpoznavnih vzorcev. Te informacije jim omogočajo, da so korak pred vlagatelji, ki tega znanja nimajo.

Uporaba izključno tehnične analize in njenih kazalnikov pa je lahko tudi vzrok neuspešnosti. Vsi tehnični kazalci analizirajo pretekle dogodke in postavljajo oziroma računajo sedanji

---

<sup>5</sup> Charles Dow. Po njem se še danes imenujejo nekateri indeksi, npr. Dow Jones Industrial Average.

prikaz ali signal na osnovi zgodovinskih podatkov, kar pomeni, da zaostajajo. Trgovalec dejansko vidi signal, ki je že zgodovina, saj se je zgodil že v preteklosti. Ker se stanje na borzi spreminja iz sekunde v sekundo, to pomeni, da taki signali niso več veljavni in so se že zgodili.

Požun (2006, str. 5) pravi, da čisti zagovorniki tehnične analize ne namenijo nobene pozornosti finančnemu stanju podjetja, rizičnosti njihovih proizvodov, inovativnosti, možni konkurenci itd., ker verjamejo, da preteklo gibanje cen pove vse. Osredotočajo se predvsem na čas, ko naj bi prišlo do spremembe cene. Pomembna je predvsem sprememba, ne toliko sama raven cen.

Tehnična analiza temelji na različnih predpostavkah, med katere spadajo (Murphy, 1999, str. 2):

- tržna cena vsebuje vse relevantne informacije in zato je le-ta cena 'prava';
- cene vrednostnih papirjev se gibljejo v trendih, vmes pa so obdobja nihanja;
- ljudje bodo tudi v prihodnosti počeli enake napake, kot so jih v preteklosti.

Pri tehnični analizi so nujen, ne pa tudi zadosten pogoj za uspeh disciplina, potrpežljivost in objektivnost, vendar pa je pri napovedovanju tečajev finančnih instrumentov treba imeti tudi nekaj sreče.

#### **a) Orodja tehnične analize**

Za tehnične analitike je graf najpomembnejše orodje pri trgovanju. Na podlagi grafičnih vzorcev trgovalec določi točke vstopa in izstopa iz pozicije. Vsak trgovalec ima seveda možnost izbire med več vrstami grafov, kazalnikov, kazalcev, vzorcev (Monte & Swope, 2008, str. 67). V nadaljevanju sledi prikaz najpogosteje uporabljenih.

#### **b) Vrste grafov**

Najenostavnejši graf, ki povezuje le točke zaključnega tečaja finančnega instrumenta, je **linijski** graf. **Palični** graf poleg zaključnega tečaja prikazuje še začetni, najvišji in najnižji tečaj izbranega instrumenta za določeno obdobje. **Japonski svečniki** pa podobno kot palični nudijo podatke o najvišjem, najnižjem, otvoritvenem in zaključnem tečaju.

#### **c) Grafični vzorci**

Za trgovalca je ena od najpomembnejših nalog prepoznavanje trenda. **Trend** prikaže splošno smer gibanja določenega trga ali izbranega finančnega instrumenta. Trend je naraščajoč, ko je povpraševanje večje od ponudbe, in, obratno, padajoč, ko je ponudba večja od povpraševanja.

Na trgu se vedno bojujejo povpraševalci in ponudniki določenega finančnega instrumenta. Oboji zasledujejo svoj cilj, in sicer povpraševalci, da bi čim bolj ugodno kupili, in prodajalci,

da bi čim boljše prodali. Tako se na grafu prikažejo **podporne** in **odporne linije**, ki predstavljajo tečaje, pri katerih trgovelec pričakuje, da se bo padec ustavil (podporna linija) oziroma da se bo rast umirila (odporna linija). Zelo znana in pogosto uporabljena v praksi so Fibonaccijeva števila. Dobimo jih s seštevkom zadnjih dveh zaporednih števil (1, 1, 2, 3, 5, 8, 13, 21 itd.). Razmerja med Fibonaccijevimi števili se pri trgovanju uporabijo za ugotavljanje možnih podpornih ravni pri popravkih trendov ali za napovedovanje tečajnih tarč (Požun, 2006, str. 23).

Tehnični analitiki verjamejo, da se zgodovina ponavlja, zato na grafih stalno iščejo vzorce, na podlagi katerih sklepajo o nadaljnjem gibanju tečaja. Poznamo dve skupini. Skupina **vzorcev nadaljevanja trenda** signalizira, da se bo trend nadaljeval po njihovem zaključku. Vzorci nadaljevanja trenda so: skodelica in ročica, zastava ter simetrični, naraščajoči in padajoči trikotnik. Druga skupina signalizira obrat prejšnjega trenda po njihovem zaključku. **Vzorci obrata trenda** pa so: dvojni vrhovi in dna, trojni vrhovi in doline ter glava in ramena.

Vsa do sedaj opisana orodja tehnične analize so predvsem subjektivna, zato so za trgovalca pomembni tudi **kazalniki**, ki prikažejo objektivno stanje na trgu. Pri trgovanju lahko uporabimo samo en kazalnik ali pa več kazalnikov v kombinaciji. Več kazalcev kot potrdi signal, močnejši je. Poznamo tri vrste kazalnikov, in sicer kazalnike trenda, vodilne kazalnike oziroma oscilatorje ter tržne kazalnike. Požun (2006, str. 96) kot najpogosteje uporabljene kazalnike navaja:

- **drseče sredine** (povprečje zaključnih tečajev določenega finančnega instrumenta za izbrano časovno obdobje);
- **bollingerjeva obroča** (dve črti, ki sta določeno število standardnih odklonov nad drsečim povprečjem tečaja in pod njim);
- **MACD kazalnik** (cenovni oscilator, ki ga izračunamo tako, da od 12-dnevne eksponentne drseče sredine odštejemo 26-dnevno eksponentno drsečo sredino);
- **CCI indeks**<sup>6</sup> (cenovni oscilator, ki se vse pogosteje uporablja na delniških in valutnih trgih; gibanje indeksa je omejeno znotraj vrednosti +100 in -100, če omenjeni meji prestopi, govorimo o precenjenosti ali podcenjenosti tečajev);
- **RSI indeks** (indeks relativne moči, ki meri relativno moč finančnega instrumenta, s čimer primerja gibanje tečajev v preteklosti; vrednost se giblje med 0 in 100, pri tem vrednosti nad 70 pomenijo, da so tečaji precenjeni, vrednosti pod 30 pa, da so podcenjeni);
- **stohastični oscilator** (podobno kot RSI ugotavlja območja precenjenosti in podcenjenosti tečajev; temelji na predpostavki, da se pri naraščajočem trendu zaključni tečaji nahajajo v bližini najvišjih dnevnih tečajev, medtem ko se pri padajočem trendu nahajajo v bližini najnižjih dnevnih tečajev; prav tako zavzema vrednosti med 0 in 100, le da so meje na 80 in 20).

---

<sup>6</sup> Angl.: Commodity Channel Index.



### 3.6 Učinek finančnega vzvoda

Odstotna sprememba v ceni osnovnega instrumenta povzroči višjo odstotno spremembo v vrednosti izvedenega finančnega instrumenta, kar imenujemo učinek finančnega vzvoda (Gropelli, 2004, str. 240). To je tudi glavni razlog, zakaj vlagatelji izbirajo izvedene finančne instrumente in samo naložbe v osnovne instrumente.

Trgovanje s kritjem oziroma uporaba finančnega vzvoda pomeni trgovati praktično z več kapitala, kot pa ga je dejansko na trgovalnem računu. To pomeni, da kritje v višini 1odstotka omogoča vlagatelju trgovati tudi z do 100.000 evri, čeprav je na njegovem računu le 1.000 evrov. Drugače povedano, to je finančni vzvod v razmerju 100:1. Uporaba finančnega vzvoda omogoča hitro ustvarjanje dobičkov, a poveča tudi možnost hitrih izgub. Zahtevano kritje na trgovalnem računu je odvisno od izbire izvedenega finančnega instrumenta. Za npr. izvedeni finančni instrument pogodba na razliko predstavlja minimalno kritje za naložbe 10 odstotkov, kadar je pogodba vezana na delnico, in 5 odstotkov, kadar pogodba sledi vrednosti indeksa (glej Tabela 2). Potrebno je še enkrat posebej poudariti, da ima finančni vzvod hkrati tudi negativne možnosti izzida. Če pričakovani trend spremeni smer, je možnost za izgubo prav tolikšna, kot je bila prej za dobiček. Znesek vzvoda je enak ne glede na smer trenda, zato je pravilna uporaba finančnega vzvoda eno od najtežjih opravil v svetu trgovanja, saj zahteva veliko posameznikovo disciplino.

Tabela 2: Prikaz zahtevanega kritja in vzvoda osnovnih finančnih instrumentov za primer pogodb na razliko

Osnovni finančni instrument	Zahtevano kritje	Finančni vzvod
Indeksi	5 %	20-kraten
Najmanj tvegane delnice	10 %	10-kraten
Malo tvegane delnice	15 %	6,6-kraten
Tvegane delnice	25 %	4-kraten
Zelo tvegane delnice	50 %	2-kraten
Visoko tvegane delnice	100 %	-

Vir: Ilirika BPH, 2008.

### 3.7 Dobiček in izguba

Če upoštevamo vso do sedaj prebrano teorijo, je potrebno navsezadnje omeniti tudi končni cilj trgovanja. V najboljšem primeru je to dobiček, včasih pa tudi izguba. Vsak trgovec se mora zavedati, kakšnim rizikom izpostavlja svoj razpoložljiv trgovalni kapital. Za zmanjševanje tveganja trgovalci uporabljajo vnaprej predvidene nivoje izstopa iz pozicije. To so lahko tako imenovana stop naročila (angl. *stop-loss*) ali nivoji zaustavitve izgube in 'poberi

dobiček' naročila (angl. *take profit*), torej nivoji, pri katerih končamo zmagoslavni ali dobičkonosni posel (Požun, 2006, str. 45). Oba možna nivoja sta lahko tudi samo navidezna nivoja, v katerih trgovalec zapre vse dobičkonosne ali izgublajoče pozicije. Upravljanje z nivoji je pomemben del strategije pri trgovanju.

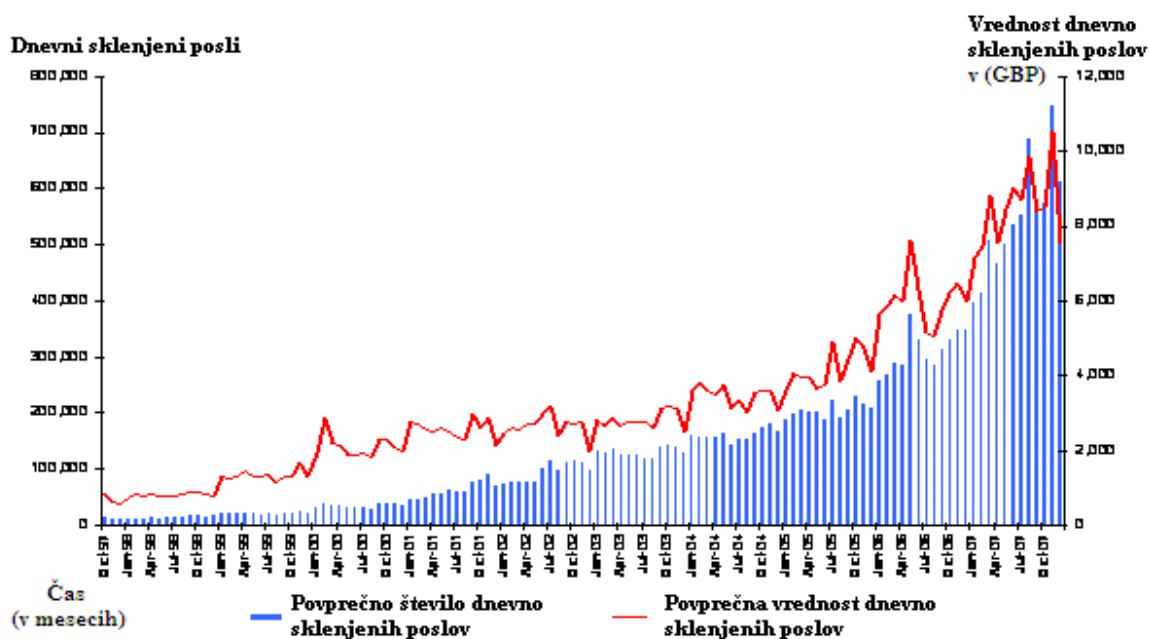
Tako kot zmage so tudi izgube del posla. Bistveno je sprejeti izgubo brez čustev in nadaljevati s svojim trgovanjem. Staro pravilo pravi, da je vsak najboljši trgovalec najmanj dvakrat že izgubil svoj kapital. Ni potrebno, da nam je vseč izgubljati, ampak je predvsem potrebno sprejeti dejstvo, da vsi posli niso uspešni. Ohranjati je potrebno tako majhne izgube, da se te lahko kasneje enostavno pokrijejo z zmagovalnimi posli (Monte & Swope, 2008, str. 267).

## **4. POGODBA NA RAZLIKO**

### **4.1 Razvoj pogodbe na razliko**

Pogodbe na razliko (angl. *contract for difference – CFD*) so se izoblikovale v Veliki Britaniji v začetku devetdesetih let prejšnjega stoletja. Njihovi začetki segajo v London, v finančno podjetje Smith New Court, v katerem so nastale izključno zaradi potreb institucionalnih investitorjev po poceni načinu zavarovanja dolgih pozicij, prodaje na kratko, uporabe finančnega vzvoda, kot tudi zaradi izkoriščanja davčnih ugodnosti, ki jih je instrument takrat nudil. Vse te lastnosti so kmalu postale privlačne tudi za individualnega investitorja oziroma vlagatelja in tako so jih leta 1998 borzne hiše vključile v svoj spekter ponudb. V Veliki Britaniji se je trgovanje s pogodbami na razliko zelo razmahnilo med leti 2000 in 2002, ko je delniške trge zajelo medvedje obdobje, saj so začeli vlagatelji iskati boljše načine za prodaje na kratko (pozitivni donos kljub negativnemu trendu) in uporabljati večji vzvod. Od takrat naprej vsako leto uporaba pogodb na razliko tako med privatnimi kot tudi institucionalnimi investitorji le še strmo narašča. Na Sliki 2 lahko vidimo njihov razvoj v Veliki Britaniji od oktobra leta 1997 pa vse do oktobra leta 2007. Gibanje postopoma narašča, po letu 2005 prihaja celo do strmega naraščanja. Skala na levi strani grafa nam prikazuje število sklenjenih poslov na dan, skala na desni strani pa vrednost sklenjenih poslov na dan. Do začetka leta 2008 so bile pogodbe na razliko tako popularne, da je bilo na primer skoraj 30 % prometa z delnicami na londonski borzi v povezavi z njimi (Dvoržak & Jukič, 2008, str. 1).

Slika 2: Razvoj finančnih pogodb na razliko od leta 1997 do leta 2007 v Veliki Britaniji



Vir: London stock exchange, 2009.

## 4.2 Lastnosti pogodbe na razliko

Pogodba na razliko ali CFD je torej izveden finančni instrument. To je pogodbeno razmerje med investicijsko oziroma izdajateljsko hišo in stranko, pri katerem je stranki omogočena udeležba v gibanju cene osnovnega instrumenta, na katerega je pogodba vezana. Največkrat je ta pogodba vezana na delnice, lahko tudi na delniške indekse, pojavljajo pa se tudi že vezave na valute, surovine ter terminske pogodbe. Lahko rečemo, da je CFD pogodba med dvema partnerjema, ki izmenjata razliko med začetno in končno vrednostjo, pomnoženo z dogovorjenim številom pogodb (CFD-jev). Razlika med nakupno in prodajno ceno je dobiček ali izguba posla. CFD-ji se trgujejo s finančnim vzvodom, kar pomeni izpostavljenost gibanju celotne vrednosti pozicije, čeprav nam za odprtje te pozicije ni bilo potrebno priskrbeti vseh denarnih sredstev. Prav zaradi tega trgovanje s CFD-ji vključuje največjo stopnjo tveganja. Še večjo kot trgovanje z delnicami, pri katerih vzvoda ne poznamo, ali z ETF-i, pri katerih je vzvod minimalen (Dvoržak & Jukič, 2008, str. 4).

Obstajata dve možnosti trgovanja s CFD-ji. Ena je t. i. dolga pozicija (angl. *long position*), pri kateri trgovalec pričakuje rast tečaja. Druga možnost je kratka pozicija (angl. *short position*), pri kateri trgovalec pričakuje padec tečaja.

Prontner (2008, str. 62) kot glavne lastnosti CFD-ja omenja:

- z nakupom CFD-ja trgovelec ne postane lastnik delnic in tudi ne pridobi glasovalnih pravic, je pa upravičen do dividende;
- CFD nima datuma dospelosti;
- v primerjavi z opcijami in naložbenimi certifikati CFD-ji ne kotirajo na borzi, zato niso standardizirani finančni instrumenti;
- nakup CFD-ja je povezan z uporabo kritja; vsakodnevno plačilo kritja se imetniku pozicije spreminja v škodo ali korist; po navadi je kritje 10 % vrednosti CFD-ja; kritje je nujno prav zaradi posrednikove varnosti pred morebitno izgubo;
- lastništvo CFD-ja več kot en dan pomeni stroške financiranja, ki jih je potrebno poravnati in so odvisni od nakupa pozicije; znotraj dneva se stroškov financiranja ne plača;
- stroški pozicije (kratke ali dolge pozicije) so LIBOR+2 % na leto, vendar se spreminjajo v odvisnosti od ponudnika;
- če imamo dolgo pozicijo na delnico, ki izplača dividendo, prejmemo denarno nadomestilo, ustrežajoče znesku neto dividende. Pri kratki poziciji se bremeni naš račun z zneskom bruto dividende.

Kot glavne lastnosti samega trgovanja CFD-jev pa Prontner (2008, str. 64) navaja:

- možnost zavzemanja dolgih in kratkih pozicij,
- trgovanje s pomočjo kritja (uporaba finančnega vzvoda),
- velika fleksibilnost pri trgovanju (uporaba osnovnih in naprednih tipov naročil),
- odsotnost datuma zapadlosti ter ugodna davčna obravnava v nekaterih državah.

Za lažje razumevanje si pogledjmo primer nakupa delnice kot osnovnega finančnega instrumenta in nakup CFD-ja na izbrano delnico kot obliko izvedenega finančnega instrumenta. Razpoložljivost denarnih sredstev je omejena, na voljo imamo npr. 5.200 evrov. Transakcijske stroške za izbrani primer zanemarimo, saj nas zanima le mehanika delovanja finančnih instrumentov.

Primer nakupa delnice:

- Delnica XY kotira na borzi po ceni 52,00 evrov. Delnici zaradi velikega zanimanja pripisujejo lepo prihodnost, zato se odločimo za nakup. Na voljo imamo razpoložljivih 5.200 evrov, zato kupimo 100 delnic XY. Tečaj delnice XY v nekaj dneh zraste na 54,60 evra, torej se poveča za 5 %. Pri prodaji izbrane delnice, nam 5-odstotno povečanje tečaja prinaša dobiček v vrednosti 260 evrov, kar skupaj obogati naš račun na 5.460 evrov. Dosegli smo 5-odstotni donos.

Primer nakupa CFD-ja na izbrano delnico (dolga pozicija):

- Na delnico XY iz zgornjega primera, ki kotira na borzi, je ponujen nakup CFD-ja kot oblika izvedenega finančnega instrumenta. Izdajatelj CFD-ja je poljubna finančna ustanova. Delnico XY označujejo kot manj tvegano delnico, zato je finančni vzvod

CFD-ja na delnico 10-kraten in zahtevano kritje na računu, ki je 10 % vrednosti posla. Nakup CFD-ja je vabljev prav zaradi velikega zanimanja za delnico XY, ki ji napovedujejo lepo prihodnost. Odločimo se za nakup. Ker delnica XY kotira po ceni 52,00 evrov, razpoložljiva sredstva so 5.200 evrov, lahko zaradi 10-kratnega finančnega vzvoda in zaradi 10-odstotnega zahtevanega kritja kupimo 1000 CFD-jev na delnico XY z dolgo pozicijo. Naš nakup je prav zaradi 10-kratnega vzvoda sicer vreden 52.000 evrov, vendar smo dolžni poravnati le zahtevano kritje, ki je v tem primeru 10 % vrednosti posla, in to je ravno 5.200 evrov. V nekaj dneh tečaj delnice XY zraste na 54,60 evra, torej se 5-odstotno poveča. Rast cene delnice za 5 % povežemo z vrednostjo nakupa 1.000 CFD-jev in izračunamo, torej 5 % od 52.000 evrov, kar pomeni znesek v vrednosti 2.600 evrov. Odločimo se za prodajo. Prodaja teh 1000 CFD-jev na izbrano delnico XY nam račun obogati za 2.600 evrov, kar v odstotkih pomeni 50-odstotni donos glede na vložnost začetnih sredstev. Skupna, končna vrednost računa tako znaša kar 7.800 evrov. Na videz majhno povečanje tečaja delnice pomeni za CFD zaradi finančnega vzvoda in zahtevanega kritja veliko prednost. Če se tečaj delnice na borzi zniža, recimo, da cena delnice pade za 5 %, pomeni to za nas čisto izgubo v podobni višini, kot je bil prej dobiček.

Primer prodaje CFD-ja na izbrano delnico (kratka pozicija):

- Kratka pozicija predstavlja nasprotje dolgi poziciji. Namesto nakupa CFD-ja se odločimo za t. i. prodajo le-tega. V bistvu je to izposoja CFD-ja pri ponudniku oziroma izdajatelju izvedenih finančnih instrumentov. Recimo, da grozi izbrani delnici XY iz prejšnjih primerov napoved slabih poslovnih rezultatov in posledično predpostavljamo padec cene te delnice. Še vedno kotira po ceni 52 evrov, a smo prepričani v negativno rast. Ker je cena enaka kot v prejšnjem primeru, hkrati sta enaka tudi 10-kratni vzvod in 10-odstotno zahtevano kritje, imamo na voljo zopet nakup 1.000 CFD-jev. Nakup oziroma v tem primeru prodaja pomeni izposajo teh istih 1.000 CFD-jev pri izdajatelju in v če cena res pade za npr. enakih 5 % takojšnje vračilo izdajatelju. Čeprav je cena delnice padla, pomeni držanje kratke pozicije CFD-jev pozitivni donos in ga izračunamo enako kot v zgornjem primeru.

### **4.3 Konkurenca in prihodnost pogodbe na razliko**

Predvsem v kontinentalni Evropi predstavljajo pogodbam na razliko veliko konkurenco naložbeni certifikati veliko večjo konkurenco kot pa ETF-i ali STP-ji, ki v osnovi niso vezani na delnice. Podobno kot CFD-ji so tudi naložbeni certifikati izvedeni finančni instrumenti, saj se cena oblikuje na podlagi osnovnega instrumenta. Prav tako jih izdajajo banke oziroma investicijske hiše, kar pomeni, da tako kot pri CFD-jih vlagatelj nosi tveganje izdajatelja. Za razliko od običajnih CFD-jev se z naložbenimi certifikati trguje tako na borzi kot neposredno pri izdajatelju. Obstaja veliko različnih vrst naložbenih certifikatov, ki so lahko vezani na najrazličnejše produkte ali pa so tako kompleksno sestavljeni, da nudijo donose ob izpolnitvi

določenih pogojev. Nekateri omogočajo tudi uporabo vzvoda, čas trajanja pa je lahko omejen ali neomejen (Maljkovič, 2007, str. 32).

Čeprav imajo CFD-ji veliko dobrih lastnosti, obstaja še dosti prostora za izboljšave v prihodnosti. Nekateri banke so že začele ponujati tako imenovane 'kotirajoče CFD-je' (angl. *listed CFDs*). To so CFD-ji, ki ponujajo vse lastnosti osnovnih CFD-jev ob omejenem tveganju, saj stranka ob neugodnih premikih tečajev ne more izgubiti več, kot je plačala za kritje (maksimalna izguba), medtem ko pri osnovnih CFD-jih to tveganje lahko presega znesek kritja, na primer, če pride do znatnih premikov tečaja. Kotirajoči CFD-ji kotirajo na organiziranem trgu (borzi) in s tem nudijo še večjo transparentnost. Prostora za izboljšave je veliko, tako pri povečanju nabora instrumentov na že obstoječih trgih (predvsem delnice manjših, perspektivnih podjetij) kot tudi na drugih trgih. Ponudniki se ozirajo na delniške borze, ki še niso pokrite, na razvijajočih se trgih (Indija, Rusija, južna Afrika, Kitajska).

S CFD-ji se še najbolj aktivno trguje predvsem v Evropi, v Veliki Britaniji, Nemčiji, Švici, Italiji, na Švedskem, Norveškem, v Belgiji, na Danskem, Nizozemskem, v Franciji in Španiji, po svetu pa v JARu, Hongkongu, Singapurju, Avstraliji in Novi Zelandiji. V Ameriki pa, zanimivo, trgovanje z njimi ni dovoljeno. Glede na pokritost, dosednji razvoj in lastnosti je CFD oziroma pogodba na razliko izvedeni finančni instrument, ki ga zelo verjetno čaka svetla prihodnost.

## **5. PRIMER SPLETNEGA TRGOVANJA S POGODBAMI NA RAZLIKO**

CFD-ji so primerljivi z delnicami in z delniškimi indeksi, iz katerih so največkrat izvedeni, zato delujejo skoraj enako. Cena CFD-ja je vedno enaka delnici ali indeksu, včasih vključuje le pribitek, torej trgovalni strošek, ki obstaja namesto provizije. CFD-ji sami po sebi ne morejo izgubiti ali pridobiti vrednosti, če se vrednost delnice ne spremeni. Delnica je neposredno povezana s CFD-jem. Cene delnic se lahko spreminjajo precej nepredvidljivo in prav zaradi tega imajo ljudje motiv, da trgujejo z delnicami in s CFD-ji. Spremembe cen trgovalcem namreč ponujajo možnost za zaslužek, brez trgovanja pa velik del industrije in velik del gospodarstva ne bi imela na voljo kapitala in likvidnosti, ki ju potrebuje.

Delniški trg je zelo dinamično okolje. Znotraj njega se delnice neprestano premikajo navzgor in navzdol, zato je njihova cena le redko enaka tisti izpred nekaj minut. Morda se zdi to gibanje naključno, ampak za gibanje cen vedno obstajajo razlogi. Dvoržak in Jukič (2008, str. 8) menita, da so lahko ti razlogi npr. napovedi poslovnih rezultatov, poslabšanje ugleda podjetja pri tržnih udeležencih in delničarjih ali pa vseobsegajoča ekonomska recesija. A na koncu je vedno le en razlog-nujnost uskladitve ponudbe in povpraševanja. Ker se cene delnic

spreminjajo vsak dan, je naloga trgovalca samo predvideti, v katero smer se bo cena spremenila, in temu primerno trgovati.

## **5.1 Primer nakupa dolge pozicije CFD-ja na delniški indeks DAX**

To je primer grafičnega prikaza in izračuna nakupa dolge pozicije. Primer na Sliki 2 je simboličen, a resničen, in sega v pozno poletje 2007. Zanimiv je predvsem zaradi gibanja tečaja. Na podlagi opravljenih analiz in takratne ugodne gospodarske klime je bilo smiselno vstopiti v nakupe dolgih pozicij. Primer prikazuje gibanje nemškega gospodarstva oziroma nemškega delniškega indeksa DAX. To je eden od večjih evropskih delniških indeksov, kotirajočih na Frankfurtški borzi, in beleži gibanje cen delnic 30 najpomembnejših delniških družb v Nemčiji.

Delniški indeks DAX je poleti leta 2007 po skoraj dveh letih neprekinjene rasti začel dosegati negativno rast. Po malce večjem negativnem popravku gibanja indeksa v zadnjih dnevih avgusta 2007 je bilo priporočljivo vstopiti v dolgo pozicijo. Tečaj indeksa je bil 7.362 evrov, kar je pomenilo po dolgem času najnižjo vrednost, zato je bilo smiselno vstopiti v pozicijo. Samo teden dni kasneje je tečaj zrasel na 7.645 evrov. Pri nakupu CFD-jev, vezanih na delniške indekse, je kritje po navadi 5 % vrednosti pozicije in finančni vzvod 20-kraten. Provizije in stroški, torej transakcijski stroški, so v primeru nakupa delniškega indeksa izvzeti. Povečanje cene delniškega indeksa za slabe 4 % je pomenilo skoraj 77-odstotno donosnost glede na začetni, osnovni vložek. Podrobnejši izračuni so predstavljeni v Tabeli 3. Za izračun neto zaslужka je potrebno izračunati tudi davčno osnovo. Pri ugotavljanju davčne osnove<sup>7</sup> se po zakonu o davku od dobička od odsvojitve izvedenih finančnih instrumentov (ZDDOIFI) upošteva vrednost cene CFD-ja ali t. i. pogodbeno vrednost.

---

<sup>7</sup> Več o davčni osnovi v naslednjem poglavju.

Slika 2: Nakup dolge pozicije CFD-ja na delniški indeks DAX



Vir: Tradeport, 2009.

Davčno osnovo bi za omenjeni primer izračunali po spodnji formuli:

*VP* – vrednost posla

*CFD* – pogodba na razliko

$$\begin{aligned} \text{Davčna osnova} &= (\text{CFD}_{\text{ob zaprtju pozicije}} - 1\% \text{ VP}) - (\text{CFD}_{\text{ob odprtju pozicije}} + 1\% \text{ VP}) = \\ &= (7645 \text{ EUR} - 76,45 \text{ EUR}) - (7362 \text{ EUR} + 73,62 \text{ EUR}) = \mathbf{132,93 \text{ EUR}} \end{aligned}$$

Davčna stopnja<sup>8</sup>, ki se uporablja v Sloveniji, je 40-odstotna, ker gre za izvedeni finančni instrument. CFD je poleg certifikatov, opcij, STP-jev ali ETF-ov izvedeni finančni instrument in ti imajo od sprejetja zakona o davku od dobička od odsvojitve izvedenih finančnih instrumentov iz poletja 2008 40-odstotno obdavčitev, če jih imamo v lasti manj kot eno leto.

V Tabeli 3 je prikaz nakupa CFD-ja na delniški indeks DAX in nakupa enot navadnega delniškega indeksa DAX, torej brez vezave kakršnegakoli izvedenega finančnega instrumenta, ki bi lahko vseboval učinek finančnega vzvoda. Vidimo lahko, da je trgovanje s CFD-ji zaradi uporabe kritja in finančnega vzvoda primernejše, a to le takrat, ko se trend gibanja cene giblje imetniku pozicije v korist. Pri osnovnem nakupu, torej samo nakupu enot delniškega indeksa,

<sup>8</sup>Več o davčni stopnji lahko najdemo v naslednjem poglavju.



se povečanje ali zmanjšanje tečaja odraža premo sorazmerno z vrednostjo imetnikovega računa, saj je to trgovanje brez vzvoda in uporabe kritja.

Tabela 3: Prikaz primerjave nakupa CFD-ja in delniškega indeksa DAX

<b>delniški indeks</b>	<b>DAX</b>	<b>DAX</b>
število enot	3 CFD-ji	3 enote
tečaj ob nakupu	7.362 EUR	7.362 EUR
znesek nakupa	22.086 EUR	22.086 EUR
finančni vzvod	20-kraten	0
zahtevano kritje	5 %	100 %
vložek kritja	1.104 EUR	22.086 EUR
stroški nakupa	0	0
tečaj ob prodaji	7.645 EUR	7.645 EUR
znesek prodaje	22.935 EUR	22.935 EUR
stroški prodaje	0	0
bruto zaslužek	849 EUR	849 EUR
donosnost	77 %	4 %

## 5.2 Primer prodaje na kratko CFD-ja na delnico RDSa

V drugem primeru sledi prikaz prodaje na kratko. V grafu na Sliki 3 je prikaz gibanja cene delnice podjetja Royal Dutch Shell (RDSa), ki kotira na borzi<sup>9</sup> v New Yorku. Podjetje se ukvarja s proizvodnjo in z distribucijo naftnih derivatov. Zaradi previsoke cene surove nafte v poletju 2008 so delnice naftnih podjetij začele izgubljati vrednost. Vrednosti delnice se je kmalu pridružila tudi cena nafte, trend se je obrnil in vse je začelo počasi drseti navzdol. Zaradi negativnega trenda je bila priporočljiva prodaja CFD-jev na kratko. Tečaj izbrane delnice je dosegel vrh pri skoraj 88 USD, vstop v pozicijo je bil smiseln malce nižje, v tem primeru pri 86,42 USD. Tečaj je padal in izstop iz pozicije je bil pri ceni 82,59 USD. Začetni vložek v pozicijo je bil zaradi tveganosti delnice in 25-odstotne uporabe kritja 237,8 USD, čeprav je nominalna vrednost nakupa dosegla skoraj 1.000 USD. Zaradi ugodnega gibanja cene tečaja delnice smo zabeležili 4,6-odstotno znižanje cene delnice, kar je pomenilo bruto zaslužek v vrednosti 35,8 USD in 15-odstotno donosnost pozicije. V tem primeru so bili stroški držanja pozicije 6,34 USD, kar je približno 2,7 % vrednosti začetnega vložka. Nakup oz. prodaja na kratko delnic v primerjavi s CFD-ji ni možna, zato so polja v Tabeli 4 označena z 0.

<sup>9</sup> Angl.: NYSE (New York Stock Exchange)

Slika 3: Prodaja na kratko CFD-ja na delnico RDSa



Vir: Tradeport, 2009.

Davčna osnova se ponovno izračuna po spodnji formuli:

$VP$  – vrednost posla

CFD – pogodba na razliko

$$\begin{aligned} \text{Davčna osnova} &= (\text{CFD}_{\text{ob odprtju pozicije}} - 1\% \text{ VP}) - (\text{CFD}_{\text{ob zaprtju pozicije}} + 1\% \text{ VP}) = \\ &= (950,664 \text{ USD} - 9,50664 \text{ USD}) - (908,523 \text{ USD} + 9,08523 \text{ USD}) = \mathbf{23,549 \text{ USD}} \end{aligned}$$

Davčna stopnja je tudi v tem primeru 40-odstotna.

Tabela 4: Primerjava prodaje na kratko CFD-jev in delnic<sup>10</sup> podjetja RDSa

delnica	RDSa	RDSa
število enot	11 CFD-jev	11 delnic
tečaj ob prodaji	86,423 USD	86,423 USD
znesek prodaje	950,664 USD	950,664 USD
finančni vzvod	4-kraten	0
zahtevano kritje	25 %	0
vložek kritja	237,8 USD	0
stroški prodaje	6,35 USD	0
tečaj ob nakupu	82,593 USD	82,593 USD
znesek nakupa	908,523 USD	908,523 USD
stroški nakupa	0	0
bruto zaslužek	35,8 USD	0
donosnost	15 %	-4,6 %

<sup>10</sup> Nakup delnic v obliki prodaje na kratko ni možen, zato so polja označena z 0.

## **6. DAVČNI VIDIK IZVEDENIH FINANČNIH INSTRUMENTOV**

Razvoj finančnega trga povzroča nenehne spremembe v investicijskem okolju. Za izvedene in strukturirane finančne instrumente (v nadaljevanju IFI) je značilno, da se zelo hitro spreminjajo in prilagajajo okolju (tudi davčnemu). Državni zbor je lani, konec junija 2008, sprejel Zakon o davku od dobička od odsvojitve izvedenih finančnih instrumentov (dalje DDOIFI, UL RS 65/08 z dne 30. 6. 2008), ki ureja sistem in obveznost plačevanja davka od dobička fizičnih oseb od odsvojitve izvedenih finančnih instrumentov. V nadaljevanju si pogledjmo, kako novi davek vpliva na obdavčitev fizičnih in pravnih oseb. Pri tem je smiselno poudariti, da predstavlja obdavčitev kapitalskih dobičkov, doseženih z odsvojitvijo izvedenih finančnih instrumentov, zaradi njihove kompleksnosti zelo zahtevno področje tako za zavezance kot tudi za davčno upravo (Bračič, 2008).

Po splošnih pravilih obdavčitve je zakon o izvedenih finančnih instrumentih primerljiv s cedularno obdavčitvijo kapitala v zakonu o dohodnini, pri kateri se začetna 20-odstotna obdavčitev vsakih pet let lastništva zniža za pet odstotnih točk. Pri izvedenih finančnih instrumentih se bo začetna 40-odstotna stopnja davka po drugem letu lastništva znižala na 20 odstotkov, ostala taka do petega leta in potem vsakih pet let zdrsnila še za pet odstotnih točk, enako kakor pri obdavčitvi kapitalskih dobičkov po zakonu o dohodnini. Tudi pri obdavčitvi dobička od odsvojitve izvedenih finančnih instrumentov bo veljalo načelo cedularne obdavčitve: davčna uprava bo tudi tej skupini zavezancev odmerila dokončni davek, zato jim dobička ne bo treba vključiti v letno dohodninsko napoved. Napoved za odmero davka bodo zavezanci oddali do 28. februarja za preteklo leto. Dobiček in izgubo je mogoče poravnati, a le znotraj poslov z izvedenimi finančnimi instrumenti.

Kapitalski dobički so na podlagi t. i. špekulativnih izvedenih finančnih instrumentov, to je tistih, ki se dosežejo pred enim letom, obdavčeni po 40-odstotni davčni stopnji.

Zakon ureja obdavčitev dobička pri fizičnih osebah, za katere velja zakon o dohodnini, saj obdavčitev pravnih oseb na tem področju že ureja zakon o davku od dohodkov pravnih oseb.

### **6.1 Obdavčitev fizičnih oseb**

Zakon o dohodnini (dalje ZDoh-2) ne obdavčuje dobičkov, doseženih od odsvojitve izvedenih in strukturiranih finančnih instrumentov (IFI). V skladu z 32. členom se dohodnine ne plača od dobička iz kapitala od odsvojitve premičnin in od odsvojitve izvedenih finančnih instrumentov, razen od dobička iz kapitala delojemalca, ki odsvoji pravico do nakupa delnic ali pravico do pridobitve drugega premoženja. Do sprejetja novega zakona o davku od dobička od odsvojitve izvedenih finančnih instrumentov (DDOIFI) so bili dobički iz naslova

izvedenih in strukturiranih finančnih instrumentov (IFI-jev) za fizično osebo neobdavčeni. Z letom 2008 torej DDOIFI uveljavlja obdavčitev izvedenih in strukturiranih finančnih instrumentov za fizične osebe. Zavezanec po tem zakonu je fizična oseba, rezident Republike Slovenije (dalje RS) po ZDoh-2. DDOIFI določa, da se obdavči dobiček od odsvojitve dolžniških vrednostnih papirjev, katerih donose se ne izplačuje v obliki unovčitve kuponov ali v obliki diskonta (ti se po tem zakonu štejejo za IFI). Zakon ne obdavčuje dobička od odsvojitve blagovnih izvedenih in strukturiranih finančnih instrumentov. To zadnje imenovano potrjuje tudi mnenje DURS-a, ki je bilo izdano konec julija 2008. Prav tako se ne obdavči dobička od odsvojitve pravice do nakupa delnic ali pravice do pridobitve drugega premoženja, ki jo odsvoji delojemalec. Dalje se ne obdavči dobička od odsvojitve izvedenih in strukturiranih finančnih instrumentov, pridobljenega pred uveljavitvijo tega zakona, torej pred 15. 7. 2008. Obdavči se dobiček od odsvojitve vseh preostalih izvedenih in strukturiranih finančnih instrumentov (Bračič, 2008).

Davčno osnovo predstavlja razlika med vrednostjo izvedenih in strukturiranih finančnih instrumentov ob odsvojitvi in vrednostjo izvedenih in strukturiranih finančnih instrumentov ob pridobitvi. Pri ugotavljanju davčne osnove je potrebno upoštevati še vrednost, ki jo je ob pridobitvi oziroma sklenitvi plačal davčni zavezanec, le-ta se poveča za normirane stroške v višini 1 % plačane vrednosti. Vrednost izvedenih in strukturiranih finančnih instrumentov ob odsvojitvi pa se zmanjša za normirane stroške v višini 1 % izplačane vrednosti. Možen je tudi poračun izgube in dobička, kar pomeni, da se v dobiček od odsvojitve izvedenih in strukturiranih finančnih instrumentov všttevajo v davčnem letu doseženi dobički ali ustvarjene izgube od odsvojitve izvedenih in strukturiranih finančnih instrumentov. Davčni zavezanec je po ZDDOIFI dolžan voditi evidenco zalog istovrstnih izvedenih in strukturiranih finančnih instrumentov po metodi zaporednih cen oziroma po metodi porabe prvih zalog (angl. *first in first out – FIFO*).

Davčna stopnja se pri obdavčitvi izvedenih in strukturiranih finančnih instrumentov znižuje podobno kot pri ostalih kapitalskih dobičkih po ZDoh-2, in sicer je davčna stopnja naslednja:

- 40 % davčne osnove za čas lastništva manj kot 1 leto,
- 20 % davčne osnove za čas lastništva od 1 do 5 let,
- 15 % davčne osnove za čas lastništva od 5 do 10 let,
- 10 % davčne osnove za čas lastništva od 10 do 15 let,
- 5 % davčne osnove za čas lastništva od 15 do 20 let.

Davek se ne plača po 20 letih lastništva izvedenih in strukturiranih finančnih instrumentov.

Izračun in plačilo davka določata ZDoh-2 in Zakon o davčnem postopku (dalje ZDavP-2). Zavezanec bo moral do 28. februarja za poslovanje v minulem letu vložiti napoved za odmero davka od dobička od odsvojitve izvedenih in strukturiranih finančnih instrumentov pri pristojnem davčnem uradu. Dalje davčni organ izda odločbo o odmeri davka za davčnega zavezanca do 30. aprila tekočega leta za preteklo leto.

### **6.1.1 Dobiček dosežen v tujini**

Na tem mestu velja poudariti, da je fizična oseba, ki je rezident Republike Slovenije (dalje RS), zavezana za plačilo davka od dobičkov izvedenih in strukturiranih finančnih instrumentov, ki imajo vir v Republiki Sloveniji, in od vseh dobičkov, ki imajo vir izven RS, v skladu z načelom svetovnega dohodka. Če bo rezident RS v tujini dosegel dobiček iz odsvojitve izvedenih in strukturiranih finančnih instrumentov in tudi tam plačal davek, se za izognitev dvojnemu obdavčenju upošteva konvencija, sklenjena med državama. Če Slovenija nima sklenjene konvencije z določeno državo, se davek, plačan v tujini v skladu z metodo navadnega odbitka, odbije od izračunanega slovenskega davka. Pri tem je potrebno upoštevati še določbe ZDavP-2 glede uveljavljanja odbitka davka, plačanega v tujini (Bračič, 2008).

### **6.2 Obdavčitev pravnih oseb**

V Sloveniji davki sledijo računovodskim izkazom, kar z drugimi besedami pomeni, da se pripoznani odhodki in prihodki v izkazu poslovnega izida davčnega zavezanca popravijo v skladu z določbami Zakona o davku od dohodkov pravnih oseb (dalje ZDDPO-2). Upoštevati je torej potrebno še prilagoditve davčne osnove, ki izhajajo iz razlik med računovodsko in davčno obravnavo posameznih gospodarskih kategorij. Zaradi tega je najprej potrebno poznati opredelitve računovodskih standardov glede pripoznavanja, prevrednotenja in odsvojitve finančnih naložb. Finančne naložbe so sestavni del finančnih instrumentov podjetja. Finančni instrument je vsaka pogodba, na podlagi katere nastaneta finančno sredstvo enega podjetja in hkrati finančna obveznost ali kapitalski instrument drugega podjetja. V skladu z računovodskimi standardi je finančno sredstvo vsako sredstvo, ki je:

- denar,
- pogodbeno pravico prejeti denar ali drugo finančno sredstvo,
- pogodbeno pravico zamenjati finančne instrumente z drugimi pod pogoji, ki so lahko ugodni,
- kapitalski finančni instrument druge družbe ali
- pogodbeno obveznost, ki se lahko poravna ali se bo poravnala z lastnimi kapitalskimi instrumenti družbe.

Donosi iz finančnih naložb so donosi iz njihove odtujitve, pa tudi donosi, ki letno pritekajo od podjetij, v katera so te naložbe naložene (npr. dividende). Izvedeni in strukturirani finančni instrumenti so lahko ena izmed finančnih naložb, s katerimi podjetje bodisi trguje bodisi se varuje pred tveganji. Vrednost izvedenih in strukturiranih finančnih instrumentov se spremeni zaradi spremembe obrestne mere, tečaja vrednostnih papirjev, cene blaga, valutnega tečaja, indeksa cen, zaupajske (kreditne) sposobnosti ali podobnih spremenljivk. Izvedeni in strukturirani finančni instrumenti ne zahtevajo začetne čiste finančne naložbe oziroma je le-ta čisto majhna in se poravna v prihodnosti (Bračič, 2008).

Razvrstitev finančnih naložb je z računovodskega in tudi z davčnega vidika zelo pomembna, saj vpliva na ugotovitev poslovnega izida ter s tem tudi na davčno osnovo in plačilo davka od dohodkov pravnih oseb. Poleg osnovne delitve finančnih naložb na dolgoročne in kratkoročne standardi določajo, da morajo podjetja finančne naložbe po začetnem pripoznavanju razvrstiti v eno izmed skupin:

- finančna sredstva, izmerjena po pošteni vrednosti preko poslovnega izida,
- finančne naložbe v posesti do zapadlosti v plačilo,
- posojila ali
- finančna sredstva, razpoložljiva za prodajo.

Če podjetje pridobi izvedene in strukturirane finančne instrumente za trgovanje (in jih ne nameni varovanju pred tveganjem), uvrsti le-te v skupino finančnih naložb, ki so izmerjene po pošteni vrednosti preko poslovnega izida. Poštena vrednost je dokazana, če jo je mogoče zanesljivo izmeriti. Pogoj za to pa je, da je cena objavljena na delujočem trgu vrednostnih papirjev ali da obstaja model vrednotenja, pri katerem so vložki podatkov dokazni, ker prihajajo z delujočega trga. Naložba v izvedene in strukturirane finančne instrumente se v računovodskih izkazih pripozna v bilanci stanja na datum trgovanja. Stroški posla se pri tem pripoznajo kot stroški. Na vsak bilančni presečni dan je to vrsto naložbe potrebno izmeriti po pošteni vrednosti. Kot smo že omenili, je to cena na delujočem trgu. Dobiček ali izguba, ki nastane ob upoštevanju spremembe poštene vrednosti, se pripozna v izkazu poslovnega izida. Odprava finančne naložbe je odstranitev prej pripoznanega izvedenega in strukturiranega finančnega instrumenta iz bilance stanja podjetja. Podjetje odpravi pripoznavanje finančne naložbe oziroma sredstva le takrat, kadar prenese tveganja in koristi iz te naložbe in ne obvladuje več pogodbenih pravic, ki obsegajo finančne naložbe. Pri doseženem donosu pri odtujitvi izvedenega in strukturiranega finančnega instrumenta podjetje pripozna finančne prihodke in morebitno izgubo kot finančne odhodke v letu poslovanja.

Pri sestavi davčnega obračuna mora podjetje za ugotavljanje dobička upoštevati prihodke in odhodke, ugotovljene v izkazu poslovnega izida na podlagi ZDDPO-2 in v skladu z uvedenimi računovodskimi standardi. Kot smo že dejali, se dobiček ali izguba iz spremembe poštene vrednosti izvedenega in strukturiranega finančnega instrumenta, ki ni del razmerja pri varovanju vrednosti, pripozna kot dobiček ali izguba v izkazu poslovnega izida v okviru finančnih prihodkov ali odhodkov. Pripoznani odhodki iz prevrednotenja so v tem primeru davčno priznani odhodki.

## 7. NADZOR TRGA IZVEDENIH FINANČNIH INSTRUMENTOV

Povsod po svetu je reguliranje finančnih instrumentov zahtevno in težko obvladljivo delo. Vsak dan se pojavljajo novi in novi instrumenti, zato je nerazumljivo pričakovati, da bi lahko nadzor sledil množičnemu izdajanju novih finančnih instrumentov. V Sloveniji nadzor nad opravljanjem vseh storitev v zvezi s finančnimi instrumenti opravlja Agencija za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju Agencija). To je neodvisna državna organizacija, ki deluje na podlagi pooblastil Zakona o trgu finančnih instrumentov (UL RS, št. 67/2007 in popravek 100/2007, v nadaljevanju ZTFI). Opravlja še druge naloge in pristojnosti, ki so določene z zakoni in z na njihovi podlagi izdanimi predpisi (Zakon o trgu finančnih instrumentov, ZTFI; Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, ZISDU-1; Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju, ZPIZ-1 in Zakon o kolektivnem dodatnem pokojninskem zavarovanju za javne uslužbence; ZKDPZJU). Pri kontroliranju je dolžna spoštovati tudi tisto zakonodajo, ki se neposredno ali posredno nanaša na poslovanje s finančnimi instrumenti.

Temeljni cilj Agencije je zagotoviti možnosti za učinkovito delovanje trga vrednostnih papirjev ter zaščititi vlagatelje pred morebitnimi goljufijami in manipulativnimi postopki na kapitalskem trgu. S tem si Agencija pravzaprav prizadeva zagotoviti zaupanje vlagateljev v pošteno delovanje trga. A prav v današnjem času je vedno težje, saj je zaradi brezmejnih internetnih možnosti težko opravljati nadzor nad spletnim trgovanjem izvedenih finančnih instrumentov. Možnost hitrega odpiranja in zapiranja spletnih računov v tujini, trgovanje pod lažnimi imeni, unovčevanje dobičkov brez odmere davka, vse to so nove skrbi in hkrati novi izzivi delovanja Agencije. Primer iz avgusta 2007, ko je Nizozemska banka ABN Amro na Stutgartski borzi izdala prve certifikate na slovenske delnice (Krka in Telekom), je povzročil pravo zmedo in paniko na slovenskem borznem 'parketu'. Izdani certifikati so zaradi vztrajnega padanja tečajev slovenskih delnic dosegli svoj namen in bili zaradi dosežene cene tečaja izločeni iz kotacije. A bolj kot to je bilo pomembno vprašanje, koliko slovenskih vlagateljev je takrat vedelo za te certifikate? Kdo sploh je trgoval z omenjenimi certifikati? Tečaj delnice Krke v Sloveniji je namreč strmoglavil, ko je bila dosežena cena certifikata v Nemčiji. Odraz delovanja certifikata na 'veliki' nemški borzi je pomenil nepredstavljive posledice na 'majhni' slovenski borzi. Nadzor je bil nemogoč. Tudi Agencija je v takih primerih brez moči, saj se njeno delovanje nanaša bolj na analize že storjenih poslovnih dogodkov kot pa na preprečevanje prihodnjih.

Agencija pri izvajanju nadzornih nalog sodeluje tako z Banko Slovenije in Agencijo za zavarovalni nadzor kot tudi z Ministrstvom za finance in z njegovimi organi. Pri izvajanju svojih postopkov pa lahko Agencija zahteva podatke, informacije in dokumentacijo tudi od drugih nosilcev javnih pooblastil, in sicer ne glede na izvor države. A vseeno je popolna kontrola slovenskih vlagateljev v tujini nemogoča. Mednarodno sodelovanje Agencije obsega

aktivnosti v okviru združenj nadzornikov trga vrednostnih papirjev, kot sta IOSCO (angl. *International Organization of Securities Commissions*) in evropski CESR (angl. *Committee of European Securities Regulators*). Tako Agencija kot Ministrstvo za finance Republike Slovenije oziroma Davčna uprava RS imata kot članici EU podpisan sporazum o izmenjavi kontrolnih podatkov praktično z vsemi pomembnejšimi državami sveta. Po vseh zakonih, še posebej pa je za nas pomemben Zakon o davku od dobička od odsvojitve izvedenih finančnih instrumentov, je vsak slovenski vlagatelj dolžen izpolnjevati davčne obveznosti do Republike Slovenije. To velja tako za klasično kot za spletno trgovanje. Izmikanje oziroma izogibanje zakonu je dandanes, v dobi razvite informacijske tehnologije, skorajda nemogoče. Po zakonih organizacije NFA (angl. *National Futures Association; NFA*) mora vsak trgovelec upoštevati zakone in predpise države, v kateri trguje, torej ne glede na njegovo državljanstvo, pomembna je lokacija oziroma v našem primeru IP-naslov<sup>11</sup> trgovalca, saj nas zanima predvsem spletno trgovanje. Podobno v svojih zakonih opredeljuje tudi odbor CFTC-ja (angl. *Commodity Futures Trading Commission; CFTC*), ki prav tako kot organizacija NFA skrbi za nadzor elektronskega trgovanja s finančnimi instrumenti v Združenih državah Amerike.

Prav ta nadzor nad elektronskim trgovanjem finančnih instrumentov je dandanes največja skrb. V Sloveniji poleg Agencije posveča posebno skrb kontroli in nadzoru nad kapitalskim trgom tudi Ljubljanska borza. Tako kot ostale borze po svetu je tudi Ljubljanska borza polnopravna članica tako svetovnega združenja borz (angl. *World Federation of Exchanges; WFE*) kot tudi evropskega združenja borz (angl. *Federation of European Securities Exchange; FESE*) in tako skupaj nadzorujejo sistem delovanja in organiziranja kapitalskih trgov. Ljubljanska borza in slovenski trg kapitala torej vključno z Agencijo za trg vrednostnih papirjev, izpolnjujeta visoke standarde nadzora, ki jih zahtevajo razviti finančni trgi.

## SKLEP

Izvedeni finančni instrumenti so izjemno kompleksni in tvegani za uporabo, zato je potrebno veliko znanja, da se dober namen uspešnega poslovanja ne sprevrže v pravo poslovno katastrofo.

Med pisanjem diplomske naloge, med trgovanjem in spremljanjem tujih trgov sem prišel do spoznanja, da Slovenija v primerjavi s svetom kar malce zaostaja za razvojem na področju izvedenih finančnih instrumentov. Menim, da bo na tem področju potrebno še veliko storiti. Na tem mestu imam v mislih tako zahteve vlagateljev kot tudi ponudnikov oz. ponudnika, novega lastnika Ljubljanske borze, to je Dunajske borze. Veliko truda in dela bo potrebno vložiti v ozaveščanje ljudi, tako o prednostih kot pomanjkljivostih trgovanja z izvedenimi finančnimi instrumenti, pri tem bo v največjo pomoč tako svetovni splet kot tudi širjenje

---

<sup>11</sup> IP-naslov (angl. Internet Protocol address) je številka, ki natančno določa računalnik v omrežju Internet.



literature o pravilni uporabi izvedenih finančnih instrumentov v tiskanih publikacijah. Najpomembnejše bo predvsem dvigniti zavedanje vlagateljev o tveganjih. V preteklosti namreč tveganjem nismo posvečali velike pozornosti, saj nas je bikovski trend, ki ga lahko merimo v letih, razvajal kar precej časa. Ko pa se je v začetku leta 2008 trend začel obračati in drseti navzdol, na začetku nihče ni zmozel niti napovedati kaj se bo s trgom dogajalo, kaj šele odgovoriti na vprašanja povezana s tveganji, z obrestnimi merami, z likvidnostjo ali z gibanjem cen delnic.

Tudi še do danes, ko je minilo že več kot leto teh drastičnih padanj na vseh borzah po svetu, svetovni ekonomisti niso poenotili svojih mnenj. Kakor nihče ni mogel predvideti, da se bo krivulja upognila toliko navzdol in za toliko časa, je zato verjetno še težje predvideti, kakšne bodo posledice, ki jih bodo občutili ne le vlagatelji, ampak celotno svetovno gospodarstvo. Ker moje diplomsko delo temelji na izkušnjah in informacijah, ki sem jih pridobival na trgu, predvsem v času konjunktura, je v njem predstavljen približek realne slike trgovanja in njegovih prednosti. Analiza je v diplomskem delu poenostavljena.

Glede na vsa opisana dejstva in trenutno situacijo na trgih menim, da danes ne moremo z gotovostjo trditi, da ni nastala kriza morda prav posledica neznanja oziroma nespametnega trgovanja z izvedenimi finančnimi instrumenti. Menim, da mora vsakdo odgovore na vprašanja, kot so kako trgovati, špekulirati, zaupati trendu, nadzorovati izgube, kupovati na krajši rok ali raziskovati, preračunavati in investirati na daljši rok ..., poiskati sam. Predvsem upoštevajoč svoje finančne zmožnosti, svoja pričakovanja in morda tudi svoj značaj. Vsakdo, ki trguje, želi povečati svoje premoženje, vendar predvsem ob nepoznavanju trga lahko 'napačni' razlogi za trgovanje, kot so npr. adrenalin, ki ga povzroča trgovanje, in na drugi strani strah, pohlep, upanje in laično mnenje o smeri trga ter nepremišljeno trošenje premoženja, posameznike pripeljejo na rob propada. Ključni vrline za dolgoročno uspešnost na trgu izvedenih finančnih instrumentov sta namreč poleg znanja potrpežljivost in stroga disciplina.

Preden se odločimo za odprtje spletnega računa, je dobro razmisliti o svojem naložbenem profilu, za katerega je morda ob pomanjkanju znanja smiselno povprašati strokovnjaka. Glede na dejstvo, da je pri nas neodvisnih finančnih svetovalcev relativno malo, ponudnikov oziroma prodajalcev, ki ponujajo in obljublajo velike zaslužke, pa vedno več, se odprtje trgovalnega spletnega računa in samostojno spletno trgovanje oziroma vlaganje zdita povsem logična in sprejemljiva poteza.

## LITERATURA IN VIRI

1. Bajuk, E. (2005). *Uporaba izvedenih finančnih instrumentov za zavarovanje valutnega tveganja v slovenskih depozitnih finančnih institucijah* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
2. Berk, A. (2006). Uporaba izvedenih finančnih instrumentov v slovenskih, ameriških in nemških nefinančnih podjetjih po vrstah finančnega tveganja. *Revizor*, XVII (1), 111-131.
3. Bodie Z. & Kane A. & Marcus A.J. (2001). *Finance investments* (5th ed.). New York: McGraw-Hill.
4. Bračič, E. (2008). Izvedeni finančni instrumenti: Kot fizična ali pravna oseba? Najdeno 22. februarja 2009 na spletnem naslovu <http://www.revijakapital.com/kapital/davcno-financno-svetovanje.php?idclanka=6124>
5. Culp, C. (2001). *The Risk Management Proces: Business Strategy and Tactics*. Wiley.
6. Doles, J. (2000). Izvedeni finančni instrumenti. *Bančni vestnik*, 49, 9, 36-38.
7. Dubovsky, D. A. (1992). *Options and financial futures-valuation and uses*. New York: McGraw-Hill.
8. Dvoržak M. & Jukič M. (2008). *Uvod v trgovanje s CFD-ji*. Ljubljana: Poteza.
9. Exchange traded CFDs. Najdeno 15. novembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.londonstockexchange.com/engb/products/membershiptrading/tradingservices/tradelect/Release3.html>.
10. Harrington E. S., Niehaus R. G. (1999). *Risk management and Insurance*. New York: Irwin/McGraw-Hill.
11. *How to trade CFD?* Najdeno 22. decembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.contracts-for-difference.com/contracts-for-differences.html>.
12. Hull, J. C. (2006). *Options, Futures and other Derivatives*. (6th ed.) Upper Saddle River (New Jersey): Pearson Prentice Hall.
13. Jesenek, M. (2003). Alternativne oblike investiranja: skladi hedge skladov. *Bančni vestnik*, 52, 1/2, 2-7.
14. Knight F.H. (1921): *Risk, Uncertainty, and Profit*. New York: Houghton Mifflin Co., The Riverside Press.
15. Kolb, R. & Overdahl, J. (2007). *Futures, options and swaps*. (5th ed.) Oxford: Blackwell Publishing.
16. Kolb, R. W. (1996). *Financial Derivatives*. (2nd ed.) Cambridge: Blackwell Publisher, Inc.
17. Kolb, R. W. (1999). *Financial Derivatives*. (3rd ed.) Cambridge: Blackwell Publisher, Inc.
18. Kotlica, T. (2007). *Prednosti in tveganja naložbenih certifikatov z vidika vlagatelja* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
19. Lukman, G. (2007). *Upravljanje s tveganji pri trgovanju z naftnimi derivati na slovenskem trgu* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
20. Lužar, P. B. (2004). *Analiza standardiziranih izvedenih finančnih instrumentov na delniške indekse* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

21. Maljkovič, N. (2007). *CFD - kratka zgodovina pogodb na razliko*. Najdeno 13. februarja 2009 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/175134>.
22. Monte, A.J & Swope R. (2008). *The Market Guy's Five Points for Trading Success*. New Jersey: John Wiley&Sons, Inc.
23. Mrak, M. (2002). *Mednarodne finance*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
24. Mramor, D. (2000). *Trg kapitala v Sloveniji: prikazi, analize, mnenja*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
25. Murphy J.J. (1999): *Technical analysis of the financial markets: a comprehensive guide to trading methods and applications*. New York: New York Institute of Finance.
26. Omladič, A. (2007). *Vrednotenje finančnih instrumentov in njihovo računovodsko izkazovanje* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
27. Peterlin Jožko (2005). *Obvladovanje finančnih tveganj*. Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
28. Plesničar, P. (2001). *Vloga kreditnih izvedenih finančnih instrumentov pri upravljanju kreditnega tveganja* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
29. *Pojem dneva: CFD - Pogodba na razliko*. Najdeno 18. decembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/216133>.
30. Požun N. (2006). *Tehnična analiza in njena orodja*. Ljubljana: Poteza.
31. Prohaska, Z. (1999). *Finančni trgi*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
32. Prontner U. (2008): *Izvedeni vrednostni papirji*. Ljubljana: Ministrstvo za finance.
33. Ribnikar, I.(1996). *Izvedeni finančni instrumenti*. Bančni vestnik.
34. Thompson, A. A. (2004). *Crafting and implementing strategy*. Boston: Irwin Mcgraw-Hill.
35. Verbole T. (2007). *Izvedeni finančni instrumenti*. Najdeno 15. novembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.trgovanje.blogspot.com/2007/02/izvedeni-financni-instrumenti.html>.
36. Verbole T. (2008). *Poceni trgovanje iz domačega naslanjača*. Najdeno 5. februarja 2008 na spletnem naslovu [http://www.finance.si/moje\\_finance/?182125](http://www.finance.si/moje_finance/?182125).
37. Veršnik, Č. N. (2006). *Varovanje pred obrestnim tveganjem*. *Bančni vestnik*, 7-8, 46-49.
38. Veselinovič, D. (1991): *Borzni priročnik Ljubljanske borze*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
39. Veselinovič, D. (1998). *Opcije in drugi terminski (izvedeni) finančni instrumenti*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
40. Veselinovič, D. (2001). *Mednarodne (poslovne) finance*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
41. *ZDDOIFI*. Najdeno 15. decembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.uradnolist.si/1/content?id=87364>.
42. Zemljič, Z. (2007). *Prednosti uporabe zamenjav pri obvladovanju finančnih tveganj* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

## SLOVAR TUJIH IZRAZOV

Futures contracts - STP	standardizirane terminske pogodbe
Hedging	zavarovalni namen
Historical volatility	pretekla volatilitnost
Implied volatility	implicirana (vgrajena) volatilitnost
Inflation risk	inflacijsko tveganje
Initial margin	začetno kritje
Keep it stupid/super simple – KISS	preprostost pri trgovanju
Long position	dolga pozicija/nakup
Margin call	klic pri prekoračenem kritju
Market maker	vzdrževalec trga
Market risk	tržno tveganje
Options	opcije
OTC – over the counter	trg 'preko okenc'
Over-the-counter - OTC	izvenborzno trgovanje
Risk management	sistem obvladovanja tveganj
Short position	kratka pozicija/prodaja
Short sell	prodaja na kratko
Speculative risk	špekulativno tveganje
Spread	razpon tečaja
Stocks	delnice
Stop-loss	stop naročila za obvladovanje izgube
Strike price	izvršilna cena
Swaps	zamenjave
Take profit	poberi dobiček' naročila
Trading	trgovalni namen
Unsystematic risk	nesistematsko tveganje
Value at risk – VaR	model tvegane vrednosti
Warrants	nakupni boni



# PRILOGE

## Priloga 1: Primerjava trgovalnih platform po Evropi

Vlagatelj naj bi izbral ponudnika trgovalnih platform v skladu s svojim slogom vlaganja. Po navadi je že v okviru enega ponudnika na voljo več paketov. Razlikujejo se glede na trgovalne provizije ter dodatne možnosti, ki jih ponujajo (širša paleta naložb oziroma dostopnih podatkov). Ob pregledu spletnih posrednikov po Evropi in osredotočenosti na ponudbo, ki bi ustrezala slovenskemu vlagatelju, ki npr. na leto opravi od pet do 50 poslov na nemških in ameriških borzah, je največ podobnosti mogoče najti v Nemčiji (glej Tabelo 1). Pogoj je npr. neposredna možnost nakupa oziroma prodaje delnic na nemških in ameriških borzah (na katerih med drugim kotirajo tudi delnice družb iz Rusije, Kitajske, Južnoafriške republike in podobno). Izbrali smo tri s sedežem v Nemčiji. Pri dveh je spletna platforma v nemškem jeziku, pri tretji pa tudi v angleškem. Trgovanje poteka preko spletne strani. Po raziskavi sodeč je samo v Nemčiji več kot 20 diskontnih posrednikov, v Sloveniji smo našli štiri v slovenskem jeziku, počasi prihaja tudi peti, slovenski (MPE-trading). Cortal Consors je diskontni posrednik, v ozadju katerega je francoska banka BNP Paribas. Cortal Consors je bil v letu 2008 v Nemčiji izglasovan za spletnega brokerja leta. Takoj za njim se je uvrstil Comdirect, hčerinska družba nemške banke Commerzbank. E-Trade se pri glasovanju ni tako dobro izkazal, vendar ga omenjamo zaradi nižje provizije in možnosti trgovalnega računa v angleškem jeziku. Diskontni posredniki omogočajo neposredno trgovanje na nemških in ameriških borzah, pri Comdirectu in E-Tradu pa moramo nakup oziroma prodajo delnic na preostalih mednarodnih borzah opraviti telefonsko (Cortal Consors omogoča neposredno trgovanje). Preden se dokončno odločimo za določenega posrednika, lahko odpremo tudi demo trgovalni račun, da preverimo, ali ustreza našim pričakovanjem. Tuja poslovna praksa je torej več kot očitna tudi pri nas, saj so postopki v Sloveniji kar kopija nemških poslovnih navad (Verbole, 2008).

Tabela 1: Pregled diskontnih ponudnikov v Nemčiji

<b>■ Najbolj priljubljeni spletni diskontni posredniki v Nemčiji</b> <b>Delež glasov, ki so jih prejeli diskontni posredniki v raziskavi Brokerwahl 2007</b>	
	V %
Cortal Consors	24,9
Comdirect	24,8
DAB Bank	10,9
Sparkassen Broker	8,0
ING-DiBa	7,8
Flatex	3,4
Fimatex	2,3
IS Trading / AFS	2,0
Nordnet Bank	2,0
Actior	1,7
Trading-house.net AG	1,6
Brokerjet	1,6
Daio.at	1,6
Interactive Brokers	1,4
Directa	1,3
Citibank	1,2
E*TRADE	0,8
ActivTrades	0,7
Maxblue	0,7
Postbank	0,6
Sino AG	0,5
1822direkt	0,3

Vir: [www.brokerwahl.de](http://www.brokerwahl.de); op.: glasovanje organizira neodvisna internetna marketinška hiša Ernsting Enterprises GmbH; glasovanje je trajalo šest tednov, sodelovalo je 51 tisoč vlagateljev.

Vir: Verbole, Pregled trgovalnih platform, 2008.

## Priloga 2: Primer pravilno izpolnjenega popisnega lista za odmero davka

Po zakonu o davku od dobička od odsvojitve izvedenih finančnih instrumentov je potrebno enkrat letno pristojnemu davčnemu uradu podati osebne kontrolne podatke. V njih naj bi bilo podrobno zabeleženo vse letošnje trgovanje, torej vsi izbori instrumentov, količine, cene, morebitni dobički ali morebitne izgube, ter seveda osebni podatki. Primer pravilno izpolnjenega popisnega lista prikazujem na spodnji sliki.

Slika 1: Pravilno izpolnjen popisni list

PRIMEK IN IME ZAVEZANCA: \_\_\_\_\_

Zneski se vpišejo v EUR na štiri decimalna mesta

DAVČNA ŠTEVILKA: \_\_\_\_\_

POPISNI LIST IFI\* 3

ISIN KODA, TRGOVALNA KODA ALI NAZIV IFI MOS: XNYS

Davek, plačan v tujini		DA	NE							
Zap. št.	Datum pridobitve	Način pridobitve **	Količina	Nabavna vrednost ob pridobitvi (na enoto)	Vrednost ob pridobitvi (3 x 4) = 5	Datum odsvojitve	Količina odsvojenega IFI	Zaloga IFI	Vrednost ob odsvojitvi (na enoto)	Vrednost ob odsvojitvi (7 x 9) = 10
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1	02.10.2008	A	22	33,1080	728,3760			22		
2						02.10.2008	22	0	31,2738	688,0236

*Vrsta IFI:		**Način pridobitve:	
01	opoja in certifikat	A	nakup
02	terminska pogodba	B	dedovanje
03	finančne pogodbe na razliko	C	darilo
04	drugo	D	drugo

V TABOR, dne 24.02.2009

Podpis zavezanca: \_\_\_\_\_