

**UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA**

**DIPLOMSKO DELO  
TRG KAPITALA V NEMČIJI**

Ljubljana, maj 2002

SIMONA KRAUPNER

## IZJAVA

Študentka Simona Kraupner izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom doc.dr.Zdenka Prohaske in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne\_\_\_\_\_

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

## KAZALO

<b>1. UVOD</b> .....	<b>1</b>
<b>2. FINANČNI TRG</b> .....	<b>2</b>
2.1. FUNKCIJE FINANČNIH TRGOV .....	3
2.2. TIPI FINANČNIH TRGOV .....	4
<b>3. TRG KAPITALA V NEMČIJI</b> .....	<b>4</b>
3.1. ZNAČILNOSTI TRGA KAPITALA .....	4
3.2. NEMČIJA KOT FINANČNI CENTER .....	5
3.2.1. <i>Borzni sistem v Nemčiji</i> .....	7
3.2.2. <i>Segmenti borznega trgovanja in njegovi udeleženci</i> .....	8
3.2.3. <i>OTC trg in elektronsko poslovanje</i> .....	9
<b>4. TRG OBVEZNIC V NEMČIJI</b> .....	<b>10</b>
4.1. IZDAJA OBVEZNIC NEMŠKEGA JAVNEGA SEKTORJA.....	11
4.1.1. <i>Izdajatelji državnih vrednostnih papirjev</i> .....	12
4.1.2. <i>Državni dolžniški finančni instrumenti</i> .....	14
4.1.2.1. Zvezne obveznice (Bundesanleihen).....	14
4.1.2.2. Petletne posebne zvezne obveznice (Bundesobligationen ali Bobls).....	16
4.1.2.3. Državni zakladni zapisi (Bundesschatzanweisungen ali Shaetze)....	16
4.1.2.4. Državne varčevalne obveznice (Bundesschatzbriefe) .....	16
4.1.2.5. Ostali vrednostni papirji.....	17
4.1.2.6. Posojila (Schuldscheindarlehen).....	17
4.1.3. <i>Sekundarni trg državnih vrednostnih papirjev</i> .....	17
4.2. IZDAJA OBVEZNIC FINANČNEGA SEKTORJA .....	18
4.2.1. <i>Bančne obveznice</i> .....	18
4.2.1.1. Pfandbriefe .....	19
4.2.2. <i>Dolgoročna posojila</i> .....	20
4.2.2.1. Posojila nemških monetarnih finančnih institucij (MFI).....	20
4.2.2.2. Posojila bančnega sektorja .....	21
4.3. IZDAJA OBVEZNIC NEFINANČNEGA SEKTORJA OZ. PODJETNIŠKE OBVEZNICE .....	21
<b>5. TRG DELNIC</b> .....	<b>23</b>
5.1. BORZNI INDEKSI DELNIC .....	25
5.1.1. <i>Sestava indeksov</i> .....	27
5.2. KONSOLIDACIJA LASTNIŠKEGA TRGA.....	28
<b>6. VZAJEMNI SKLADI</b> .....	<b>29</b>
6.1. VRSTE SKLADOV GLEDE NA INVESTICIJSKE CILJE .....	30
6.2. VLAGANJA V NEMŠKE VZAJEMNE SKLADE.....	30
6.3. ODPRTI INVESTICIJSKI SKLADI.....	31
<b>7. TRG FINANČNIH DERIVATOV</b> .....	<b>31</b>
7.1. VLOGA IZVEDENIH INSTRUMENTOV .....	31
7.1.1. <i>Opcijske pogodbe</i> .....	32

7.1.2. Finančne terminske pogodbe .....	33
7.2. EUREX.....	33
7.3. INDEKSI SPREMENLJIVOSTI .....	35
<b>8. ANALIZA NEMŠKEGA KAPITALSKEGA TRGA IN PRIMERJAVA Z NAJVEČJIMI SVETOVNIMI TRGI KAPITALA .....</b>	<b>36</b>
<b>9. SKLEP .....</b>	<b>38</b>
<b>LITERATURA.....</b>	<b>41</b>
<b>VIRI .....</b>	<b>42</b>
<b>PRILOGA</b>	

# 1. UVOD

Ekonomska funkcija finančnih trgov je omogočanje učinkovitega prenosa in uporabe finančnih prihrankov, najpomembnejši finančni funkciji pa sta zagotavljanje likvidnosti in možnosti razpršitve naložb. Finančne trge lahko delimo in proučujemo z različnih zornih kotov, ki odstirajo paleto značilnosti tega tako pomembnega mehanizma vsake sodobne in razvite ekonomije. V delu, ki je pred nami, opazujemo in proučujemo finančni trg po kriteriju ročnosti in se omejimo na obdobje, daljše od enega leta. Širše pojmovanje trga kapitala zajema celotno trgovanje z vsemi dolgoročnimi finančnimi instrumenti. V ožjem pomenu pa trg kapitala predstavlja trgovanje z dolžniškimi in lastniškimi vrednostnimi papirji. Racionalna usmeritev sredstev pripomore k povečevanju donosnosti investicij ob danem tveganju. Premišljeno in aktivno dogajanje na trgu kapitala izboljšuje solventnost nekega finančnega sistema in pospešuje gospodarsko rast.

Nemški trg kapitala je v svetovnem merilu zagotovo ena večjih in svetlejših zvezd na tem področju. Čeprav brez večjih težav ugotovimo, da še zdaleč ne dosega učinkovitosti ameriškega in da je v nekaterih kvalitetah šibkejši, v drugih zopet močnejši od japonskega in britanskega, je na evropskem področju v marsičem krojač nadaljnega razvoja finančnih instrumentov ter dogajanja okrog njih. Prav to je vplivalo, da sem pod drobnogled postavila trg kapitala v Nemčiji.

Namen diplomskega dela je predstaviti posamezne segmente trga kapitala v Nemčiji, udeležence, ki skrbijo za aktivnosti na njem, in finančne instrumente, s katerimi to dosežajo, predvsem pa v ospredje postaviti tiste izmed njih, ki predstavljajo »benchmark« tudi drugim, celo najrazvitejšim kapitalskim trgom.

Formalni delitvi finančnega trga v prvem delu sledi splošna opredelitev značilnosti trga kapitala. Nemčijo označim kot enega glavnih svetovnih finančnih centrov, kar potrdim z nekaterimi trdnimi argumenti. Konkurenčnost in privlačnost Nemčije kot finančnega centra temelji na njenem tradicionalno stabilnem ekonomskem razvoju, na zgodnjem strukturiranju osnovnega poslovnega okolja in na posluhu domačega finančnega sistema. Nadaljujem z orisom borznega sistema v Nemčiji, segmenti borznega trgovanja in udeleženci, ki bolj ali manj aktivno sodelujejo v tem procesu.

Precej velik del diplomskega dela zavzema četrto poglavje, ki je namenjeno trgu obveznic. Razpon donosov nemških državnih vrednostnih papirjev je rasel hitreje kot pri vladnih papirjih drugih držav euro območja in papirjih, kot so hipotekarne obveznice, ki jih izdajo privatni posojilojemalci. Posamezna podpoglavja razdelijo trg obveznic glede na sektor njihove izdaje, to je javni, finančni in nefinančni. Podrobneje se zaustavim pri posameznih vrstah državnih obveznic in institucijah, ki so pooblaščenke za njihovo izdajo.

V petem poglavju razkrivam razvijajoči trg kapitala in njegove potenciale. Predstavim tudi glavne nemške borzne indekse ter njihovo sestavo.

Vse večji pomen pridobivajo tudi vzajemni skladi, kajti mnogim investitorjem se zdi upravljanje svojega premoženja v vrednostnih papirjih zamudno in zapleteno, zato se raje odločijo za nakup kapitalskih deležev v investicijskih podjetjih. Te družbe nato investirajo zbrana sredstva v diverzificiran portfelj delnic in obveznic. Razdelim jih glede na investicijske cilje ter opredelim aktivnosti vlaganja v Nemčiji.

Vsekakor je skoraj nepogrešljiva tudi tematika sedmega poglavja, trg finančnih derivatov, s poudarkom na Deutsche Terminboerse, poznani kot Eurex Deutschland, največji organizaciji na svetu, ki se ukvarja s trgovanjem in poravnavo terminskih pogodb in opcij. Hkrati pa so pogodbe na Bund najširše uporabljen instrument zavarovanja za vse euro-denominirane izdaje obveznic.

Zadnje, osmo poglavje posvetim raznim analizam nemškega trga kapitala in vodilnih svetovnih ter njihovi medsebojni primerjavi. Najprej sem primerjala vrednost prometa z delnicami in vrednost prometa z obveznicami ter izračunala delež vsakih v skupnem obsegu prometa z vrednostnimi papirji. Sledi izračun koeficientov obračanja delnic oziroma obveznic na nemškem borznem trgu, s katerim sem analizirala likvidnost tega trga, ter analiza donosov nemških obveznic. Na področju primerjave posameznih vodilnih nacionalnih trgov sem se omejila na proučevanje podatkov o tržni kapitalizaciji domačih delnic, vrednosti prometa na trgu obveznic ter pomembnosti trga delnic v posameznih narodnih gospodarstvih zadnjih nekaj let.

## **2. FINANČNI TRG**

Finančni trg predstavlja stičišče odnosov med ponudbo in povpraševanjem po finančnih sredstvih (Prohaska, 1999). Tu se zbirajo informacije (cena, tveganje, boniteta), ki vsem udeležencem teh trgov lajšajo sprejemanje njihovih odločitev in so hkrati vsem enakopravno dostopne.

Finančni trg je trg, kjer se menjavajo finančna sredstva. Čeprav obstoj finančnega trga ni potreben pogoj za oblikovanje in menjavo finančnih sredstev, pa v večini modernih ekonomij finančna sredstva nastajajo in posledično se potem z njimi tudi trguje na eni od možnih oblik organiziranega finančnega trga (Fabozzi, Modigliani, 1992, str.11).

Sodobni finančni sistemi, kot nepogrešljivi sestavni deli ekonomskega sistema v državah s tržnim gospodarstvom, so sestavljeni iz naslednjih glavnih elementov (Čibej, 1996, str. 3-4):

1. Finančni presežki in primanjkljaji ekonomskih osebkov, ki jih tvorijo tako pravne kot fizične osebe gospodarstva neke države in nastopajo na trgih kot ponudniki in povpraševalci. Na finančnem trgu se oblikujejo posredni ali neposredni stiki med tistimi, ki imajo prihranke, in tistimi, ki jih želijo prodati.

2. Finančne oblike oziroma instrumenti, ki povezujejo finančne primanjkljaje in presežke. Osnovna oblika je denar (gotovina in knjižni denar), ki se pogosto izraža kot vloga (hranilna vloga, vloga na vpogled, vezana hranilna vloga, tekoči račun, žiro račun) ali kredit (negativno stanje na tekočem računu, bančno posojilo). Ker navedeni obliki otežujeta prenos lastništva, rešitev predstavlja razvoj vrednostnih papirjev (upniških in dolžniških).

3. Finančne institucije; le-te oblikujejo finančne instrumente, z njimi trgujejo in na ta način omogočajo pretok sredstev med udeleženci finančnih trgov. Delimo jih v tri osnovne skupine:

- denarne (monetarne): tu igrajo glavno vlogo banke (centralne banke, tisti del poslovnih, ki spada v denarni sistem) z opravljanjem palete denarnih poslov, od emisije denarja do kreditiranja;
- nedenarne: nedenarni del poslovnih bank, zavarovalnice, hranilnice, investicijski in pokojninski skladi itd., ki se ukvarjajo s posli, kot so : zavarovanje, upravljanje finančnega premoženja,...
- posredniki kot nedenarne agentske finančne institucije nastopajo kot posredniki med ekonomskimi osebki, ki imajo finančne presežke, in tistimi, ki jih nimajo; njihovo delo obsega svetovanje, trgovanje in organiziranje v zvezi z vrednostnimi papirji; mednje uvrščamo poslovne banke kot agente, investicijske banke in borzoposredniške hiše;

4. Finančni trgi kot prostor trgovanja s finančnimi oblikami.

## **2.1. FUNKCIJE FINANČNIH TRGOV**

Finančni trg je rezultat ekonomske in finančne svobode in lahko deluje ter preživi le v razmerah, ko se posamezniki svobodno odločajo, kako bodo svoje prihranke varčevali oziroma trošili. Pri investiranju gospodarske celice ne smejo biti omejene s svojimi prihranki, kot tudi ne smejo biti prisiljene investirati natanko toliko, kolikor znašajo njihovi prihranki. Ker nekatere gospodarske celice porabijo manj sredstev, kot jih sproti pridobijo, so za primerno ceno pripravljene odstopiti svoja presežna sredstva. Po teh povprašujejo celice, ki investirajo več, kot prihranijo same. S temi finančnimi prenosi se oblikuje osnova za obstoj finančnega trga, ki preko obrestne mere uravnava razmerja. Le-ta pa mora biti dovolj visoka, da pritegne vse razpoložljive prihranke, obenem pa tudi dovolj nizka, da zagotavlja rentabilnost naložbe.

Ekonomska funkcija finančnih trgov je omogočanje učinkovitega prenosa in uporabe finančnih prihrankov. Najpomembnejši finančni funkciji sta zagotavljanje likvidnosti in možnosti razpršitve naložb. Večja likvidnost za vlagatelje pomeni, da lahko svoje prihranke hitreje in z manjšimi stroški spremenijo nazaj v gotovino, z razpršitvijo naložb pa razumemo način zmanjšanja tveganja, pri katerem naložba ni vrnjena ali ne prinaša pričakovanega dohodka.

Omenimo pa lahko še tri dodatne ekonomske funkcije, ki jih ponuja finančni trg. Prvič, interakcije med kupci in prodajalci na finančnem trgu določajo ceno trgovanih sredstev. Drugič, ta trg investitorju omogoča prodajo finančnega sredstva. Ta

značilnost okarakterizira finančni trg kot tisti, ki ponuja likvidnost, kadar okoliščine motivirajo oziroma prisilijo investitorje k prodaji. Ob odsotnosti likvidnosti so lastniki prisiljeni obdržati dolžniški instrument, dokler le-ta ne dospe, oziroma lastniški instrument, dokler podjetje ne postane likvidno. Kot tretjo značilnost označujemo zmanjšanje transakcijskih stroškov, ki jih omogoča finančni trg. S transakcijo sta povezani dve vrsti stroškov: stroški iskanja in stroški informacije (Fabozzi, Modigliani, 1992, str. 12).

## 2.2. TIPI FINANČNIH TRGOV

Poznanih je več načinov klasificiranja obravnavanih trgov:

- *trg lastniškega in trg dolžniškega kapitala*: merilo je način zbiranja sredstev. Izdaja dolžniških finančnih instrumentov je najpogosteje uporabljena rešitev, kar bo potrdilo tudi kasnejše obravnavanje nemškega trga kapitala; posojilojemalec se ob izdaji na primer obveznice ali hipoteke obveže, da bo lastniku plačeval fiksni znesek v rednih časovnih intervalih (obresti) do določenega datuma (datum dospelja), ko bo izvršil tudi končno plačilo (Pirc, 2001, str. 2); delnice pa predstavljajo lastniški finančni instrument, ki nimajo določenega časa dospelja, zato se tudi smatrajo kot dolgoročni vrednostni papir;
- *primarni in sekundarni trg*: ko se prodajajo nove izdaje vrednostnih papirjev, govorimo o primarnem trgu, na primer izdaja novih delnic bodočega podjetja, državnih obveznic za financiranje računskega primanjkljaja; kasneje lahko papir zamenja nešteto lastnikov, kar omogoči trgovanje na sekundarnem trgu; ta mehanizem omogoča likvidnost naložb kupcev, kar bistveno vpliva na zanimanje za vrednostne papirje in možnosti donosnega planiranja finančnih presežkov; več o značilnostih in udeležencih na teh trgih bomo izvedeli v kasnejših poglavjih;
- *trg denarja in trg kapitala*: z vidika naslova tega dela bo za nas najpomembnejša delitev po kriteriju ročnosti finančnih oblik, s katerimi se opravljajo prenosi finančnih sredstev od suficitnih k deficitnim celicam na trgu; po tem kriteriju se finančni trg v najširšem smislu deli na denarni trg in trg kapitala; na prvem se trgovanje odvija s kratkoročnimi finančnimi oblikami z ročnostjo do enega leta, na drugem pa se trguje z dolgoročnimi finančnimi oblikami z ročnostjo nad enim letom (Košak, 1996, str. 3).
- *posredniški in neposredniški trg*: na prvem se trguje s posrednimi, na drugem pa z neposrednimi finančnimi oblikami.

## 3. TRG KAPITALA V NEMČIJI

### 3.1. ZNAČILNOSTI TRGA KAPITALA

Trg kapitala skupaj z denarnim tvori finančni trg. Osnovna elementa finančnega trga sta ponudba in povpraševanje po denarju. Na trgu kapitala so finančna sredstva ponujena (ali pa se po njih povprašuje) dolgoročno, tj. za več kot eno leto (Nikolič, 1997, str. 3).



Širše pojmovanje trga kapitala zajema celotno trgovanje z vsemi dolgoročnimi finančnimi instrumenti. V ožjem pomenu je trg kapitala trgovanje z dolžniškimi in lastniškimi vrednostnimi papirji. Le-te lahko izdajo podjetja, banke, druge pooblašene institucije, država, občina in posamezniki. Z izdajo dolgoročnih vrednostnih papirjev trg zagotavlja dolgoročno dolžniško ali kreditno financiranje. S tem, ko povečuje finančne vire sredstev in omogoča učinkovito porabo teh sredstev ter na ta način pospešuje gospodarsko rast, trg kapitala opravlja svoji pglavitni funkciji. Prav tako usmerja sredstva v investicije z najvišjim donosom ob danem tveganju in vpliva na povečanje konkurence v finančnem sistemu. Vse to zvišuje gospodarsko rast, znižuje stroške finančnega posredništva, krepí finančno strukturo podjetij in izboljšuje splošno raven solventnosti finančnega sistema. Vlada oziroma država preko monetarne in fiskalne politike oblikuje pogoje delovanja trga kapitala. Preko njega se domači finančni sistem poveže z mednarodnim in omogoča pretoke preko državnih meja (Pirc, 2001, str. 5).

Subjekti, ki sodelujejo na trgu kapitala, so investitorji (lastniki kapitala,) kreditorejmalci (uporabniki kapitala), posredniki (banke, druge bančne institucije, specializirane bančne institucije) in država v vlogi regulatorja in kontrolorja (Nikolič, 1997, str. 3). Poslovni odnos med temi udeleženci temelji na medsebojnem spoštovanju in zaupanju, torej gre za odnos enakopravnih partnerjev. Vloga države v tem spletu je del njenega celotnega pomena za celovito funkcioniranje gospodarskega sistema države. Toda vlada mora alokacijo sredstev prepustiti tržnim silam, to pa pomeni, da ne ovira podjetij, investorjev in ostalih udeležencev pri odzivanju na nepopačene tržne signale.

Pri že omenjeni delitvi trga na primarni in sekundarni je potrebno omeniti še njegovo nadaljnjo cepitev na terciarni in kvartarni trg. Pri prvem gre za trgovanje na trgu prek okenc s tistimi vrednostnimi papirji, ki kotirajo tudi na borzi, njegov obseg pa je ponavadi odvisen od tega, ali je ta trg boljši ali slabši od borze. Na njem se sklene več poslov, če mu investitorji zaupajo bolj kot borzi, veliko vlogo pa ima tudi primerjava stroškov transakcij med obema mehanizmoma.

Na kvartarnem trgu pa se posreduje brez posrednika. Na njem ponavadi trgujejo velike finančne institucije in vrednostne papirje prodajajo direktno ena drugi ter se na ta način izognejo plačilu provizije.

### **3.2. NEMČIJA KOT FINANČNI CENTER**

Nemčija je eden glavnih svetovnih finančnih centrov. V Frankfurtu je 135 tujih kreditnih institucij in bank ter njihovih podružnic, ki trgujejo z vrednostnimi papirji. Če upoštevamo tudi predstavništva tujih bank v Nemčiji in predstavništva nemških kreditnih institucij v tujini, lahko spletemo trdno mrežo, preko katere imajo tudi nerezidenti dostop do nemškega trga kapitala. To odseva tudi močan mednarodni interes za trg, ki je vodilen tako z vidika velikosti kot stopnje likvidnosti. Konkurenčnost in privlačnost Nemčije kot finančnega centra temelji na njenem tradicionalno stabilnem ekonomskem razvoju, na zgodnjem strukturiranju osnovnega poslovnega okolja in na posluhu domačega finančnega sistema. Ti osnovni faktorji so nedvomno pomembni, a ne tudi zadostni pogoji za moderen finančni trg (The market

for German Federal securities. [URL: <http://www.bundesbank.de/en/monatsberichte/sonderpub/marfedsec.0500.pdf>], 15.11.2001.). Parlament, vlada, Bundesbank in drugi tržni udeleženci so v zadnjih nekaj letih naredili nekaj pomembnih korakov.

Kako je nemški trg organiziran, je v veliki meri odvisno od udeležencev. Nemška termimska borza (Deutsche Terminboerse, poznana kot Eurex), ki je bila ustanovljena leta 1990, se je izkazala za zelo uspešno. Trgovanje poteka preko računalnikov, obsega opcije in futures pogodbe, vključno s tistimi na zveznih obveznicah (Bunds), petletnih posebnih zveznih obveznicah (Bobls) in zveznih zakladnih zapisih (Schaetze). Učinkovit elektronski prodajni sistem je primeren tudi za spot transakcije. Poznan je kot Xetra in se uporablja za trgovanje z delnicami in obveznicami čez dan. Trendi v smeri modernejšega borznega poslovanja so doživeli naslednji večji razcvet v letu 1993 z ustanovitvijo Deutsche Boerse AG, ki ima vlogo osrednjega telesa promocije, izvrševanja in likvidacije nemškega borznega poslovanja.

Naloga zveznega dolžniškega managementa je priskrbeti maso kreditov v proračun pravočasno, po tržnih pravilih in po najnižjih možnih stroških. Kot fiskalni agent zvezne vlade je Bundesbank vključena v izdajo vseh državnih vrednostnih papirjev. Prav tako igra pomembno vlogo na sekundarnem trgu teh papirjev.

Konec leta 1999 je obseg celotne količine vrednostnih papirjev v obtoku, izdanih s strani zvezne vlade, njenih posebnih skladov in bivše Treuhand agencije (Treuhandstalt), znašal okrog 700 milijard EUR. Velikost te vsote jasno pokaže, kako pomemben je moderno urejen sistem tega managementa za konkurenčnost finančnega centra. Drugi pomemben faktor je ustanovitev Evropske monetarne unije, s čimer so postale tekmovalne sile med vladnimi izdajatelji občutno bolj napete (The market for German Federal securities. [URL: <http://www.bundesbank.de/en/monatsberichte / sonderpub/marfedsec.0500.pdf>], 15.11.2001.). To se nanaša predvsem na dejstvo, da je nemška zvezna vlada sedaj izgubila prednost izdaje vrednostnih papirjev v DEM, do sedaj drugi najmočnejši svetovni valuti, tako z vidika investicij kot varčevanja.

Nekaj trdnih argumentov, ki dokazujejo, zakaj je Nemčija (Frankfurt) vodilni finančni center evro območja:

- stabilnost dosedanje valute,
- številnost in raznolikost finančnih institucij, instrumentov in proizvodov,
- velik obseg sredstev, dosegljivih za investiranje,
- inovativna finančna kultura,
- učinkovitost pravnega ogrodja,
- zdrav in konkurenčen bančni sistem,
- podpora močne nacionalne ekonomije.

Nemški finančni center pa ni omejen zgolj na Frankfurt. Pomembne lokacije za finančne storitve so tudi Duesseldorf, Stuttgart, Berlin in Muenchen. Slednji je tretje največje svetovno središče zavarovalnic in največje v smislu zavarovalnih premij. V mestu je lociranih 280 zavarovalnic, od katerih jih ima 80 v mestu glavni sedež. Med njimi pa je tudi največja pozavarovalnica. Internacionalnost Frankfurta in Muenchna je vsekakor pomemben aspekt. Frankfurt gosti sedeže kar 136-ih tujih bank, med njimi 13 japonskih. Ima tudi zelo živahno (angleško govorečo) mednarodno finančno

skupnost. Pomen mesta se je še povečal, ko je Evropska centralna banka v njem dobila svoj sedež. Frankfurt je »mesto evra«.

### 3.2.1. Borzni sistem v Nemčiji

V skladu s federativno strukturo in tradicijo v nemškem trgovanju z vrednostnimi papirji je v Nemčiji nastalo osem javnih borz vrednostnih papirjev (Berlin, Bremen, Duesseldorf, Frankfurt, Hamburg, Hanover, Muenchen in Stuttgart). Čeprav deluje vsaka zase neodvisno, so med seboj močno povezane in sodelujejo. Vodilni položaj vsekakor zavzema frankfurtska borza, tako po zasluhkih kot količini vrednostnih papirjev, ki kotirajo na njej. Državni vrednostni papirji so pomemben instrument trgovanja v segmentu obveznic vseh nemških borz. Po podatkih iz decembra 1999 prinašajo namreč približno 16% celotnega zaslužka (The market for German Federal securities.[URL:<http://www.bundesbank.de/en/monatsberichte/sonderpub/marfedsec.0500.pdf>], 15.11.2001.).

Vse javne borze v Nemčiji s tehničnimi pripomočki za trgovanje oskrbujejo privatni operaterji (»trgovalni parket«, sistemi za naročanje, sistemi za poravnavo). Deutsche Boerse AG, katere lastniki so banke, brokerji in regionalne borze, upravlja Frankfurtsko borzo (Frankfurter Wertpapierboerse ali FWB). Je tudi lastnica Nemškega borznega sistema AG (Deutsche Boerse System AG) ter Clearstream International skupaj z Cedel International. Od leta 1997 tržnim udeležencem omogoča storitve elektronskega trgovalnega sistema Xetra (Exchange Electronic Trading), preko katerega se trguje tudi z likvidnimi državnimi papirji. Združenost poslovanja frankfurtskega spot trga, finančnega future trga, kliringa in poravnave pod eno streho pospešuje in lajša koordinacijo med posameznimi elementi in njihovim nadaljnjim razvojem.

Zakon o borzah določa, da je vodenje borz v rokah posamezne deželne vlade. Na zveznem nivoju trgovanje z vrednostnimi papirji na borzah ali preko okenc ureja Bundesaufsichtamt fuer den Wertpapierhandel in ali BAW v skladu z določili Zakona o trgovanju z vrednostnimi papirji. BAW je odgovoren za :

- nadzorovanje notranjega poslovanja,
- nadzorovanje objave podatkov, podjetij, uvrščenih na borzo, ki lahko vplivajo na cene,
- mednarodno sodelovanje v zvezi z nadzorovanjem izdaj vrednostnih papirjev,
- izdajanje prodajnih prospektov neuvrščenih vrednostnih papirjev.

FWB (Frankfurter Wertpapierboerse) je bila ena prvih borz, ki so jo po drugi svetovni vojni odprli v Nemčiji in je gotovo najpomembnejša borza kontinentalnega dela Evrope. Edina, ki bi ji lahko konkurirala, je pariška borza. Že stara trgovska usmerjenost mesta Frankfurt se lahko šteje za temelj njenega razvoja. Trgovanje z zadolžnicami in obveznicami v tem mestu sega že v 18.stoletje. Tako takrat kot danes se je v glavnem trgovalo z obveznicami. Takratno glavno mesto trgovanja z delnicami je bil Berlin. Po zatonu je FWB ponovno dobila svoj pomen ob obnovi nemške ekonomije in stabilizaciji nemške marke. Od leta 1991 je FWB delovala kot delniška družba v lasti nekaj večjih nemških bank, imenovana Frankfurter Wertpapierboerse AG. Dandanes je še z ostalimi borzami združena pod imenom

Deutsche Boerse AG in vodi njen glavni del ter je odgovorna za poravnavo vseh borznih transakcij z vrednostnimi papirji v Nemčiji (Nikolić, 1997, str. 50).

Osem ločenih borz, pod vodstvom frankfurtske, uporablja skoraj povsem univerzalen trend enostavnih procedur - postopkov za kotacijo, vzpostavljanja terminskih trgov in intenzivnejše uporabe nove tehnologije v smislu cenovnega informacijskega sistema (KISS) in sistema združitve naloga (BOSS), kar nudi trgov večjo transparentnost in hitrejše izvrševanje. Tudi za poravnave v Nemčiji lahko ugotovimo, da so izredno učinkovite in se izvedejo v roku dveh dni. Prav tako je promet z domačim in tujim kapitalom v neprestani rasti, ki je v primerjavi z Londonom veliko hitrejša.

### **3.2.2. Segmenti borznega trgovanja in njegovi udeleženci**

Prvi segment trgovanja je uradni trg (Amtlicher Handel, Official Market). Borzno trgovanje z novimi izdajami se začne takoj, ko je zaključen sam proces izdaje. Državni vrednostni papirji so vsi, brez izjeme, že po zakonu sprejeti na nemško borzo vrednostnih papirjev. Uvrščeni vrednostni papirji so vključeni v trgovanje preko elektronskega sistema Xetra. Uradno sprejemanje državnih vrednostnih papirjev, ki zapadejo v plačilo, se preneha 15 koledarskih dni pred dospelostjo. Zadnji trgovalni dan je objavljen vnaprej na dnevnem seznamu kotacij.

Temu segmentu na nemških borzah sledijo regularni (Geregelter Markt, Regulated Market) in privatno organizirana segmenta prosti trg (Freiverkehr, Free Market) in novi trg (Neuer Markt, New Market). Na prostem trgu se trguje z vrednostnimi papirji, ki niso uvrščeni niti na uradni niti na regularni trg. Samo banke lahko sprejemajo borzna naročila, ki jih nato posredujejo v svojo borzno pisarno. Od tam gre naročilo na parket do tečajnega posrednika, ki je zadolžen za določanje tečaja tega vrednostnega papirja. V vsakem primeru pa mora naročilo preko posrednika, saj bankam ni dovoljeno, da bi trgovale same med sabo. Takoimenovani Neuer Markt je bil organiziran spomladi 1997 z namenom, da novim in inovativnim podjetjem pomaga pri zbiranju kapitala (The market for German Federal securities. [URL: <http://www.bundesbank.de/en/monatsberichte/sonderpub/marfedsec.0500.pdf>], 15.11.2001.). Novi trgi so nastali tudi drugod po Evropi v drugi polovici 90-ih z enakim namenom. Poznamo jih šest: v Amsterdamu, Bruslju, Helsinkih, nemški Neuer Markt, francoski Nouveau Marche in italijanski Nuovo Mercato.

Opisani način organiziranosti, ki sledi, je posebnost nemškega finančnega sistema. Zanj je značilen univerzalni bančni sistem, ki predpisuje, da se z dejavnostmi na trgu vrednostnih papirjev lahko ukvarjajo le institucije, ki imajo bančno dovoljenje. V anglosaksonskem sistemu nasprotno obstaja močna ločnica med bančnimi posli in posli s področja vrednostnih papirjev, s katerimi se lahko ukvarjajo le za to specializirane institucije. Tako morajo tuje brokerske hiše dobiti nemško bančno dovoljenje, preden se sploh pojavijo na borzi.

Podjetja, ki so člani nemških borz, razdelimo v tri skupine:

- Kreditne institucije in institucije, ki nudijo finančne storitve: v trgovanje z vrednostnimi papirji se vključujejo za svoj račun (dealing) in za račun tretjih oseb (broaking). Zakon o bančništvu opredeljuje poslovanje z vrednostnimi papirji za

drug račun kot bančni posel, zato lahko kreditne institucije in banke, ki poslujejo z vrednostnimi papirji, izvršujejo naročila svojih strank za nakup ali prodajo vrednostnih papirjev. Vsa naročila so izvršena preko borze, razen če investitor ne da drugačnih navodil. (The market for German Federal securities. [URL: <http://www.bundesbank.de/en/monatsberichte/sonderpub/marfedsec.0500.pdf>], 15.11.2001.)

- Uradni brokerji (Kursmakler): so posredniki pri transakcijah z uradno uvrščenimi vrednostnimi papirji in hkrati tudi določajo cene. Imenovani so s strani vlade. Na tržnem parketu postavljajo uradno dnevno ceno, ki se jo določi za vse vrednostne papirje enkrat dnevno (Einheitskurs). Po tej ceni se lahko večina naročil izvrši. Brokerji lahko trgujejo tudi za svoj račun, saj jim je dovoljeno, da vplivajo na ravnotežje med ponudbo in povpraševanjem. Za svojo dejavnost dobijo določeno provizijo, ki se giblje okoli enega promila od vrednosti posla in jo določajo borzni organi (Nikolić, 1997, str. 52).
- Neuradni brokerji (Freimakler): so posredniki pri transakcijah z vsemi uvrščenimi vrednostnimi papirji, tudi s tistimi, ki so uvrščeni na uradni del borze in določajo borzne cene na reguliranem in prostem trgu. Procedura je enaka kot pri uradnih brokerjih, imajo pa to prednost, da za svoj račun trgujejo z vsakim vrednostnim papirjem, čeprav jim je dovoljeno, da trgujejo le z ostalimi člani borze. Dovoljenje za delo jim odobri upravni odbor borze (Nikolić, 1997, str. 52).

### 3.2.3. OTC trg in elektronsko poslovanje

V skladu s tradicijo in močnim položajem kreditnih institucij na nemškem trgu obveznic večji del trgovanja z nemškimi dolžniškimi vrednostnimi papirji poteka na trgu preko okenc (over-the-counter trading). OTC trg vodijo banke, in sicer za papirje, s katerimi se ne trguje na organiziranih borzah. Ta trg se glede na borzo razlikuje v tem, da ni organiziran v smislu stavbe, temveč borzni posredniki prenašajo zahteve za nakup in prodajo vrednostnih papirjev preko računalniškega sistema oziroma telekomunikacijske mreže (Pirc, 2001, str. 16). O pomembnosti OTC poslovanja govori tudi podatek, da je v januarju 2000 le približno 5% celotne količine obveznic, plasiranih preko Clearstream Banking AG Frankfurt, bilo prodanih na borzi. Zunaj uradnih ur trgovanja pa obstaja tudi »telefonski trg«, ki igra še posebej pomembno vlogo v mednarodnih poslih.

V zadnjih letih je poleg OTC poslovanja pomembno vlogo zavzelo tudi elektronsko poslovanje. Opravlja namreč več funkcij: obstajajo prodajni sistemi za največje svetovne dilerske sisteme, v katerih sodelujejo srednji in majhni tržni udeleženci, kot tudi tisti, ki imajo vlogo prodajnih kanalov za posamezne banke. Ti sistemi lahko zmanjšajo transakcijske stroške, povečajo tržno transparentnost in likvidnost, eliminirajo tveganje nasprotne stranke ali ponudijo posrednike s posebnimi dodatnimi lastnostmi, ki olajšajo samo trgovanje.

Da bi izboljšala svojo lastno konkurenčnost, je Deutsche Boerse AG leta 1996 zamenjala dotedanji elektronski sistem trgovanja IBIS z bolj učinkovitim sistemom Xetra. Preko njega so začeli trgovati z DAX in MDAX delnicami novembra 1997, z državnimi vrednostnimi papirji pa oktobra 1998. Xetra tržni model je z naročili voden trgovalni sistem, ki ga odlikujejo naslednje osnovne značilnosti:

- koncentracija likvidnosti na centralnem trgu,
- pregleden seznam naročil in operacij trgovanja,
- decentraliziranost trga, kjer imajo vsi tržni udeleženci enake pravice; dostop možen tudi iz tujine.

Na tem mestu naj omenim tudi trgovanje s svežnji, s katerim običajno mislimo na vrednostno velike posle z delnicami, katerih prek borze ni mogoče izvesti brez vidnejše spremembe cen in se zato z njimi trguje za zaprtimi vrati v neposrednih pogajanjih med kupci in posredniki. Takšno trgovanje je prisotno na vseh razvitih borznih trgih in večinoma dosega skoraj enak vrednostni obseg kot preostali borzni posli. Tako za urejeni nemški borzni trg kot za vse ostale podobne velja, da trg s svežnji dopolnjuje organizirani borzni trg in omogoča prenose lastništev, do katerih brez tega morda sploh ne bi prišlo. Trgovanje s svežnji omogoča neinformiranim vlagateljem, da prodajo večji sveženj vrednostnih papirjev brez spremembe cen, ki je pogosto posledica anonimnosti podatkov. Takšen način sklepanja poslov vsem vpletenim strankam skozi pogajanja omogoči vpogled v identiteto in namene vseh v posel vpletenih strank, določenemu delu vlagateljev pa sodelovanje na trgu. Glede na rezultate študij na razvitih trgih trgovanje s svežnji izboljšuje likvidnost celotnega trga, saj absorbira velika naročila brez prevelikih cenovnih premikov in zagotavlja likvidnost tam, kjer je sicer nizka (delnice z nižjo vrednostjo, manj razpršene delnice, delnice z manjšo cenovno variabilnostjo) (Groznik, 2002, str. 21).

#### 4. TRG OBVEZNIC V NEMČIJI

Uvedba evra za nemške izdajatelje vrednostnih papirjev pomeni, da so sedaj v neposrednem konkuriranju s tistimi iz drugih članic monetarne unije. To potrjuje tudi močan porast prekomejnih transakcij obveznic in bankovcev. Na to kaže tudi podatek, da so v obdobju od januarja do novembra 1999 nemški investitorji kupili tuje obveznice in bankovce v vrednosti 90 milijard EUR (83% več v primerjavi z enakim obdobjem leto prej); nerezidenti so investirali 84 milijard EUR na nemškem trgu obveznic (za 23% več) (The market for German Federal securities. [URL: <http://www.bundesbank.de/en/monatsberichte/sonderpub/marfedsec.0500.pdf>], 15.11.2001.).

Na ta način nemški trg obveznic vzdržuje svoj položaj tretjega največjega tovrstnega trga na svetu in največjega v Evropi z obsegom neporavnanih približno 1.900 milijard \$ (September 1999). Le-ta se je od začetka 90-ih neprestano zviševal (od l. 1991 povprečno 150 milijard \$ na leto).

Poglavitno vlogo na nemškem trgu vrednostnih papirjev s fiksnimi donosi, izdanih s strani domačih izdajateljev, igrajo bančni dolžniški vrednostni papirji (1.323 milijard EUR) in tisti, ki jih izda javni sektor (769 milijard EUR). Podjetniške obveznice nemških rezidentov (privatnih podjetij izključujoč kreditne institucije) igrajo le manjšo vlogo, in sicer le okrog 0,3% celotne vsote zadolženosti.

Okrog 37% obveznic, denominiranih v nemških markah, je bilo konec leta 1998 v portfeljih nemških kreditnih institucij, kar pomeni, da je njihov del zadnjih nekaj let ostal praktično nespremenjen. Nasprotno pa je v istem obdobju delež v nebančnem sektorju upadel z 39% na 29%. To zmanjšanje je večinoma posledica močnega padca pomembnosti posameznikov in tudi zavarovalnih družb, medtem ko so investicijski skladi zavzeli trden položaj. Posledično so kot lastniki delnic, izdanih s strani nemških posojiljemalcev, rezidenti iz nebančnega sektorja zavzeli bistveno manj pomemben delež kot tuji investitorji.

## **Evro trg kapitala**

Nastanek evro trga kapitala je povezan s fiksiranjem menjalnih tečajev v maju 1998 med valutami držav, ki so članice Evropske monetarne unije. Ta trg je vsrkal tudi trg nemških obveznic in je bistveno bolj stabilen kot njegovi predhodniki. Poleg tega pa vrednostni papirji nemške zvezne vlade še vedno ostajajo merilo za evro-denominirane vladne obveznice.

Novo nastali evro trg obveznic je preстал prvo grenko preizkušnjo v krizi, ki je izbruhnila na finančnih trgih jeseni 1998 kot rezultat bojazni pred ekonomskimi trendi v določenih pojavljajočih se ekonomijah.

Državni vrednostni papirji pomenijo »varna nebesa« (safe haven) za mnoge investitorje, ki so svoj prenosljiv kapital premestili z rastočih trgov v industrijske dežele. Kot rezultat investitorjevih preferenc po visoko likvidnih papirjih in papirjih z visoko oceno kreditne sposobnosti je razpon donosov državnih vrednostnih papirjev rasel hitreje kot pri vladnih papirjih drugih držav evro območja in papirjih, kot so hipotekarne obveznice, ki jih izdajo privatni posojiljemalci. Nemške državne obveznice, lahko rečemo, da so s francoskimi dobile bitko, zato naj postanejo referenčne obveznice za izdaje v evru, na osnovi katerih se bodo izračunali donosi za obveznice vseh drugih izdajateljev. Od 45 izdaj v januarju 1999 je kar 95% imelo za osnovo državni vrednostni papir ene ali druge države (Šindič, 2000, str.38) To kaže, da nemški trg obveznic, posebno državnih, lahko še vedno drži svojo superiorno pozicijo v monetarni uniji in ostaja merilo ostalim obveznicam evro področja.

### **4.1. IZDAJA OBVEZNIC NEMŠKEGA JAVNEGA SEKTORJA**

Izdaja vrednostnih papirjev predstavlja zelo pomembno delo. To je eden od razlogov, da je zvezna vlada oblikovala veliko število različnih tipov vrednostnih papirjev in različnih procesov izdaje, ki pa so zopet izbrani glede na to, ali so primarni kupci privatni varčevalci ali institucionalni investitorji. Ni potrebno posebej poudarjati, da so posojila - ne glede na svojo obliko - izbrana samo na podlagi legalnih pooblastil ali odobrenih ekonomskih planov. (The market for German Federal securities. [URL: <http://www.bundesbank.de / en /monatsberichte/ sonderpub /marfedsec .0500. pdf>], 15.11.2001.)

Na začetku 90-ih je bilo v Nemčiji na državni ravni devet izdajateljev, ki so svoje vrednostne papirje plasirali preko Bundesbank. Od leta 1995 dalje pa samo še

zvezna vlada ter od 1998 posebni skladi zbirajo večino finančnih sredstev, ki jih potrebujejo za odplačevanje zapadlih dolgov preko papirjev, ki jih izda vlada. V ta namen so bila pooblastila vključena v Zakon o proračunu. Z vključitvijo dolgov posebnih skladov v vladne dolgove je vlada kot sodolžnik prevzela obveznosti Odplačilnega sklada za nasledstvene obveznosti (ELF), Sklada zveznih železnic (Bundeseisenbahn-vermoegen) in Poravnalnega sklada za varovanje porabe črnega premoga (Ausgleichsfonds zur Sicherung des Steinkohleneinsatzt). Obveze, ki sledijo temu prevzemu, predstavljajo del vladnega servisiranja dolgov in od tedaj naprej se prej omenjeni skladi na trgu denarja in kapitala ne pojavljajo več kot posojilojemalci v svojem imenu. Toda določeni specialni skladi se še vedno zadolžujejo, kot na primer bivša privatizacijska agencija Treuhandstalt in Poravnalni sklad za valutno konverzijo (Ausgleichsfonds Waehrungsumstellung). Kreditna sposobnost teh izdajateljev je primerljiva in enakovredna vladni, ker je zakonita obveznost centralne vlade do svojih posebnih skladov neposredna in neomejevalna. Tudi kar se tiče sekundarnega trga, ne obstajajo nikakršne kvalitativne razlike glede tržnih in cenovnih operacij.

Do vključno leta 1994 je bila rast značilna predvsem za javne obveznice, predvsem kot rezultat močne potrebe po ustanovitvi skladov zaradi združitve obeh Nemčij. Konec leta 1999 je bila struktura največjih izdajateljev javnih vrednostnih papirjev s fiksnimi vrednostnimi papirji naslednja: zvezna vlada 70%, deželne vlade 8%, Treuhandstalt, ki je bila v vlogi izdajatelja od leta 1992 do 1995, 7%, Poravnalni sklad za valutno konverzijo 5%, kot tudi Zvezna pošta, ki je izdajala tovrstne vrednostne papirje do leta 1994 4% in Nemški »Unity« sklad, ki je od leta 1990-93 opravljal to funkcijo 3% (The market for German Federal securities. [URL: <http://www.bundesbank.de/en/monatsberichte/sonderpub/marfedsec.0500.pdf>], 15.11.2001.).

#### **4.1.1. Izdajatelji državnih vrednostnih papirjev**

- \* Zvezna republika Nemčija (Zvezna vlada)  
Izdaje centralne vlade služijo za financiranje centralnega proračuna kot tudi zapadlih kreditov Sklada »Nemška unija« (Fonds »Deutsche Einheit«) in ERP posebnega sklada (ERP Sondervermoegen). Pooblastila posojanja določa Zakon o proračunu.
- \* Odplačilni sklad nasledstvenih obveznosti (Bund - Erblastentilgungsfonds ali ELF)  
Leta 1993 je bil ustanovljen kot posebni zvezni sklad in ga vodi Zvezno ministrstvo za finance. Dve leti kasneje so mu bile priključene glavne finančne obveznosti bivše Nemške demokratične republike. Poleg tega je ELF prevzel tudi stare dolgove socialnih institucij na lokalnem nivoju bivše NDR. Ta sklad pa ne nastopa kot izdajalec vrednostnih papirjev.
- \* Sklad Zveznih železnic (Bundeseisenbahnvermoegen)  
Na podlagi Zakona o reorganizaciji železnic sta bila leta 1994 združena Zvezni posebni sklad »Deutsche Bundesbahn« in »Deutsche Reichsbahn« ter tako oblikovala Sklad zveznih železnic. Sledeč prenosu poslovnih operacij Nemških železnic na Deutsche Bahn AG, odgovornosti, ki so preostale temu skladu,



vkjučujejo vodenje in odplačilo starih dolgov. Omenjeni zakon določa, da je vlada odgovorna za zastarele dolgove Nemških zveznih železnic in Železnic Zahodne Nemčije ter za nova posojila posebnega sklada. Dandanes sklad ne izdaja več vrednostnih papirjev.

\* ERP posebni sklad (ERP Sondervermoegen)

Osnovni namen sklada je obnova in promocija nemške ekonomije, predvsem rekonstrukcija novih dežel po združitvi s stališča poslovnih začetnih posojil in posojil privatnim podjetjem za modernizacijo in okoljevarstvene namene. Ministrstvo za finance pooblašča Zvezno ministrstvo za ekonomske zadeve za pobiranje posojil na trgu. Tudi ERP posebni sklad je izgubil vlogo izdajatelja vrednostnih papirjev.

\* Sklad »Deutsche Einheit« (Fonds »Deutsche Einheit«)

Ustanovljen je bil leta 1990 z zakonom, ki zadeva dogovor med Zvezno republiko Nemčijo in Nemško demokratično republiko o ustanovitvi monetarne, ekonomske in socialne zveze. Finančna sredstva, ki jih je sklad zbral, so bila alocirana v nove dežele z namenom uravnavanja proračuna. Za obveznosti sklada odgovarja centralna vlada, sklad pa obveznic ne izdaja več.

\* Odškodninski sklad (Entschaedigungsfond)

Le-ta plačuje odškodnino fizičnim osebam in podjetjem z ozemlja bivše NDR, katerim vračilo sredstev ni več mogoče. Nadomestilo je izvedeno preko alokacije prenosljivih odškodninskih obveznic. Sklad vodi Zvezni urad za urejanje odprtih lastninskih vprašanj (Bundesamt zur Regelung offener Vermoegensfragen) v Berlinu, v skladu z navodili in pod vodstvom Zveznega ministrstva za finance. Za obveznosti sklada odgovarja vlada.

\* Poravnalni sklad za valutno konverzijo (Ausgleichsfond Waehrungsumstellung)

Je javno-pravna institucija, ki ureja izravnavo terjatev, katere so bile alocirane v kreditne institucije in tuja trgovska podjetja v bivši NDR. Na prošnjo upravičencev se te terjatve lahko spremenijo v obveznice na prinosnika. Aprila 2000 je nominalna vrednost zadolžitve s tovrstnimi vrednostnimi papirji znašala 39,4 milijarde evrov. Nadzor nad izravnavo izvaja Urad za rekonstrukcijo dolgov v Berlinu.

\* Treuhandstalt (THA)

Obstajal je do konca leta 1994 in ni bil zvezni posebni sklad, temveč zvezna javnopravna institucija z legalno pristojnostjo. Njen statusni mandat je bil privatizacija bivših državnih podjetij v novih deželah v podjetja, ki poslujejo v skladu s tržnimi načeli. Po zakonu je zvezna vlada odgovorna za dolgove, ki jih ima Treuhandstalt. Z letom 1995 je kot sodolžnik vse njene obveznosti prevzel Odplačilni sklad nasledstvenih obveznosti.

\* Nemški centralni poštni urad (Deutsche Bundespost)

Istega leta so bila tudi podjetja Nemškega centralnega poštnega urada preoblikovana v javne družbe, ki so njegove legalne naslednice kot Zvezni posebni sklad. Dolžniške obveznosti so bile prenešene v Deutsche Telekom AG. Ta

sprememba dolžnika ne pomeni nikakršnega poslabšanja kvalitete obveznic, ki jih je prej izdajal Nemški centralni poštni urad. Zvezna vlada pa je prevzela nase neomejeno garantiranje za odplačevanje obveznosti, ki so obstajale v času vstopa javnih družb v Komerzialni register.

#### **4.1.2. Državni dolžniški finančni instrumenti**

Zvezna vlada uporablja vrsto vrednostnih papirjev, s katerimi financira svoj proračun. Dolgoročna posojila (Schuldscheinderlehen) imajo dandanes manjšo vlogo.

Predno razdelimo in opredelimo posamezne vrste teh vrednostnih papirjev, lahko opredelimo značilnosti, ki so skupne vsem. Vrednostni papirji Zvezne vlade imajo fiksni kupon z letnimi kuponskimi datumi. Prav tako so fiksne dospelosti, brez provizije v primeru nedospelega odplačila izdajatelja. Vsi zvezni vrednostni papirji so primerni za investiranje v investicijske sklade ali kot sredstva za pokrivanje življenjskega zavarovanja, z izjemo zveznih varčevalnih obveznic (Bundesobligationen ali Bobls), pa tudi za refinanciranje pri centralni banki. Nakupi izdaj državnih posojil na primarnem trgu so za investitorje brezplačni, kajti izdajatelj plačajo kreditnim institucijam prodajno provizijo. (The market for German Federal securities. [URL: <http://www.bundesbank.de/en/monatsberichte/sonderpub/marfedsec.0500.pdf>], 15.11.2001.)

Dandanes zvezni vrednostni papirji niso več izdani v obliki certifikatov, temveč so terjatve kreditodajalcev registrirane v Zveznem registru dolgov (Wertrechte). Tak način izdajanja je mogoč samo za javni sektor, njegova prednost pa je, da ni stroškov tiskanja certifikatov, kar pa predstavlja precejšnjo racionalizacijo administrativnih stroškov, stroškov skrbništva in transferja. Izognejo se tudi riziku ponarejanja ali izgubi ob požaru oziroma tatvini. Kupci teh vrednostnih papirjev imajo možnost, da jih pretvorijo v svoje osebne individualne dolžniške račune pri Federal Debt Administration, ki z njimi opravlja brezplačno.

##### **4.1.2.1. Zvezne obveznice (Bundesanleihen)**

Zvezne obveznice, ki jih izdajajo od leta 1952, igrajo ključno vlogo na nemškem trgu kapitala in v finančnih transakcijah z nerezidenti. So merilo na trgu kapitala kot celoti. Pojem Bundesanleihen označuje tako obveznice, ki jih izdaja Zvezna vlada (Bunds), kot obveznice, ki jih izdajajo Zvezni posebni skladi; razen upravičenosti do registracije v Dolžniškem registru (Wertrechte) pa so jim bile enakopravne tudi tiste, ki jih je izdajala Treuhandstadt. Zvezne obveznice se izdajajo na dražbi Bietergruppe Bundesemissionen, na trg jih lansirajo nekajkrat na leto v neenakomernih intervalih. Dospelost teh obveznic je deset in trideset let, za njihovo pridobivanje pa ni nikakršnih omejitev. (The market for German Federal securities. [URL: <http://www.bundesbank.de/en/monatsberichte/sonderpub/marfedsec.0500.pdf>], 15.11.2001.)

Obsegi posameznih izdaj se razlikujejo in zadnje dosegajo že 20 milijard EUR. V zadnjih letih so vsote neprestano rastle, kot odgovor na vedno večje potrebe izdajateljev po sredstvih in na drugi strani investitorjev, ki iščejo najvišjo možno

likvidnost. Izdaji zveznih obveznic sledi takojšnja uvrstitev na vse nemške borze vrednostnih papirjev.

Tako imenovani »stripping« (Separate Trading of Registered Interest and Principal Securities) pomeni, da se iz enega vrednostnega papirja oblikujeta dva. Loči se periodična izplačila obresti od končnih izplačil. En vrednostni papir predstavlja obveznico brez kuponov, kar pomeni končno izplačilo, drugi pa je anuiteta, ki jo sestavljajo letna kuponska izplačila obresti (Pirc, 2001, str.22). Stripping je v primeru deset in tridesetletnih zveznih obveznic v uporabi od sredine leta 1997. Njegova predstavitev na nemškem trgu kapitala sovпада z vrnitvijo tridesetletnega tržnega segmenta, ki ga redno pokriva zvezna vlada.

Minimalna vsota, pri kateri je »stripping« izvedljiv, je 50.000 EUR. Obresti in glavnico v imenu imetnika obveznice loči kreditna institucija ali Zvezna dolžniška administracija, ki je pristojna za skrbniški račun. Možen je tudi proces v nasprotni smeri, rekonstrukcija osnovne obveznice iz kuponskega dela in dela glavnice. Vsekakor pa to delitev lahko v svojih deležih obveznic opravijo le kreditne institucije, institucije, ki opravljajo druge finančne storitve, podjetja in banke, ki prodajajo vrednostne papirje. Minimalna nominalna vrednost obeh delov, glavnice in kupona, je 0,01 EUR.

Zvezna vlada ima pooblastilo za »stripping« in tako lahko ponuja investicijske priložnosti vseh zapadlosti do 30 let, kljub temu pa na primarnem trgu najdemo samo obveznice s 30, 10, 5 in 2-letno ter šestmesečno dospelostjo.

Zelo redko pa izdaja zapise z drsečim tečajem in samo tisti, ki so bili plasirani na trg septembra 1994, so še neplačani. Parlament se je za drseči tečaj odločil tudi v primeru obveznic Poravnalnega sklada za valutno konverzijo. Ta tip vrednostnih papirjev ima to slabost, da izdajateljem onemogoča zbiranje sredstev na trgu kapitala po pogojih, ki veljajo za denarni trg. To lahko razložimo na naslednjem primeru: zvezna vlada razpiše 10-letno posojilo in potem vsake tri mesece plačuje obresti po obrestnih merah, ki so prilagojene trenutnim meram za trimesečne sklade. Na ta način se tako vlada kot investitor izogneta tveganju spremembe obrestne mere, medtem ko so nihanja cen zelo majhna.

Do včlanitve v Evropsko monetarno unijo 1.1.1999 je bila v uporabi trimesečna referenčna obrestna mera FIBOR, po tem datumu pa jo je zamenjala ERIBOR (Euro Interbank Offered Rate), ki je enotna za vse članice. Oblikuje jo 57 bank, vključno z 12 nemškimi, ki dnevno ob 11. uri dopoldan poročajo svoje posojilne obrestne mere za enomesečne in enoletne sklade. Obresti so izračunane na osnovi 360 dni letno, ki velja za poslovanje na denarnem trgu.

Na tem mestu se je potrebno še nekoliko zaustaviti pri takoimenovanih Bunds. Desetletne nemške Bunds so merilo v dolgoročnem sektorju na evro trgu obveznic. Ključna vloga teh zveznih obveznic izhaja iz velikih obsegov posameznih izdaj in tudi iz lastnosti »Bund futuresov«, kot najpomembnejšega instrumenta zavarovanja pred obrestnim tveganjem v evro območju. Za razliko od drugih dolgoročnih izdaj obveznic so cenovni premiki teh obveznic lahko popolnoma zavarovani z derivatnimi

instrumenti. To se odraža v visoki stopnji likvidnosti na sekundarnem trgu, na katerem pa se investitorji srečujejo z nižjimi obrestnimi merami. Kljub majhnim vrednostnim razlikam desetletne obveznice drugih članic evro območja trenutno kotirajo v povprečju 31 bazičnih točk nad Bunds s primerljivimi preostalimi dospelostmi. Donosnost 10-letne nemške državne obveznice je v februarju 2002 znašala 4,81% (Grum, 2002, str. 79), kar pomeni, da se je v primerjavi s koncem leta 2001 znižala za celih 20 osnovnih točk. Bunds so torej temeljna podlaga za pogodbe Eurexa, borze za terminske posle v Frankfurtu. Tri četrtine vseh »futures pogodb« za obveznice, s katerimi se trguje v Evropi, je »Euro-Bund futuresov«. Tako je Eurex postala tudi vodilna svetovna terminska borza. S skoraj 500 milijoni pogodbami prekaša vse tekmice. Eurex je vsekakor dober primer mednarodne privlačnosti nemškega trga kapitala. Več kot 60% vseh njenih udeležencev je tujcev.

#### **4.1.2.2. Petletne posebne zvezne obveznice (Bundesobligationen ali Bobls)**

Izdajajo se od leta 1979, imajo dospelost pet let in pol in so ključnega pomena v srednjeročnem tržnem segmentu. To so izdaje s fiksnimi kuponi in z variabilnimi cenami izdaje. Posebne petletne zvezne obveznice sedanjih serij se prodajajo nepretrgano (po izdajni ceni, ki je po potrebi prilagojena), dokler tržni pogoji ne zahtevajo spremembe kupona, vendar ne za dlje kot tri mesece. Samo posamezniki ter domače neprofitne, prostovoljne ali cerkvene organizacije so upravičeni do nakupa teh obveznic na primarnem trgu v trimesečnem obdobju prodaje na odprtem trgu (denominacija 0,01 EUR, minimalno naročilo 100 EUR).

Na koncu licitacije so serije prijavljene za trgovanje na Nemški borzi vrednostnih papirjev. Obsegi posameznih izdaj, ki znašajo od 6 do 8 milijard EUR, vključno s količino, ki je na strani za tržne operacije menedžmenta, se prodajo na borzi in dodajo k obsegu serije. Ko je licitacija zaključena, lahko te obveznice na sekundarnem trgu kupi kdorkoli. Od tega trenutka dalje je ponavadi njihova preostala vrednost pet let.

#### **4.1.2.3. Državni zakladni zapisi (Bundesschatzanweisungen ali Shaetze)**

To so vrednostni papirji z dvoletno dospelostjo in so plasirani ekskluzivno z licitacijo v trimesečnih intervalih (marec, junij, september in december), kupi jih lahko kdorkoli. Neposredno preko licitacije jih lahko ponujajo edino kreditne institucije, ki so članice Bund Issues Auction Group. Ostale kreditne institucije in nebančne organizacije lahko državne zakladne zapise kupujejo na sekundarnem trgu. Njihov trenutni obseg znaša od 5 do 7 milijard EUR in so uvrščeni med vrednostne papirje, s katerimi se trguje na Nemški borzi vrednostnih papirjev.

#### **4.1.2.4. Državne varčevalne obveznice (Bundesschatzbriefe)**

Njihova izdaja je bila oblikovana leta 1969 s posebnim namenom promoviranja pridobivanja sredstev širše nemške javnosti. Obseg kupcev je torej omejen na posameznike in domače neprofitne, prostovoljne in cerkvene organizacije. Za prodajo sta na voljo dve vrsti teh obveznic. Tip A ima šestletno dospelost z letnim plačilom obresti. Pri tipu B s sedemletno dospelostjo so obresti akumulirane skupaj z

obrestnimi obrestmi. Ob dospelosti ali predčasni vrnitvi investitorji prejmejo svoj kapital skupaj z akumuliranimi obrestmi. Posebna značilnost državnih varčevalnih obveznic je, da prinašajo obresti po stopnji, ki raste v skladu s fiksnim načrtom. Obresti, ki rastejo skupaj z življenjsko dobo vrednostnega papirja, lahko investitorja stimulirajo, da jih obdrži vse do njihove dospelosti. Če se tržni pogoji spremenijo, se izdaja sedanjih serij preneha, ravno tako v primeru petletnih posebnih državnih obveznic, in se začne prodaja novih serij, katerih dospelosti so prilagojene novim tržnim zahtevam. Obseg izdaje posameznih serij se lahko razlikuje glede na obdobje izdaje ali tip. Državne varčevalne obveznice niso uvrščene na borzo in za njih ne obstaja sekundarni trg.

#### **4.1.2.5. Ostali vrednostni papirji**

⇒ Obveznice za financiranje (Fundierungsschuldverschreibungen)

Ob združitvi Nemčije 3.oktobra 1990 so oživele obrestne zahteve, ki izvirajo iz posameznih posojil, ki so bila izdana v različnih valutah v Nemškem rajhu (Dawes/Young/Kreuger bonds) ali Samostojni državi Prusiji. Po tem datumu prinašajo obresti po 3% letni obrestni meri s polletnimi kuponi v aprilu in oktobru. Dospelost teh obveznic ne presega 20 let in njihova končna dospelost je 3.oktobra 2010. Odplačila po letni stopnji 2,5% (Dawes in pruskih obveznic) ter 1,25% (Young in Kreuger obveznic) potekajo že od 3.oktobra 1996.

⇒ Obveznice Poravnalnega sklada za valutno konverzijo (Schuldverschreibungen des Ausgleichsfonds Waehrungsumstellung)

Asimetrična konverzija sredstev in obveznosti ob valutni konverziji na področju bivše NDR julija 1990 je povzročila vrzeli v sredstvih bilanc stanja mnogih kreditnih institucij in tujih podjetij. Na zahtevo mnogih kreditnih institucij so poravnalne terjatve pretvorili v obveznice Poravnalnega sklada za valutno konverzijo. Te obveznice so bile uvrščene v trgovanje na Nemški borzi in prinašajo obresti po trimesečnem EURIBOR-ju. Odplačane bodo v obdobju 40 let.

#### **4.1.2.6. Posojila (Schuldscheindarlehen)**

Le-ta je potrebno omeniti, če hočemo izpopolniti celotno sliko. To so posojila, zagotovljena proti najemnemu potrdilu. Minimalna denominacija posameznega potrdila je običajno 50 milijonov DEM. Potrebno pa je poudariti, da ta posojila niso vrednostni papirji. So predvsem kot dokazilo, kar omejuje njihovo tržnost. Njihova ročnost je relativno prosto oblikovana, da zadovolji potrebe tako izdajateljev kot investitorjev. Ker se z njimi ne trguje na borzi, tudi ni potrebe po vrednostni prilagoditvi. Takšna posojila omogočajo izdajateljem hitro odzivanje na tržne priložnosti, ki se pokažejo v kratkem času. Njihova slabost pa je, da ne morejo biti uporabljena za najem posojila pri Evropski centralni banki.

#### **4.1.3. Sekundarni trg državnih vrednostnih papirjev**

Nemški sekundarni trg državnih vrednostnih papirjev je eden največjih in najlikvidnejših trgov vladnih obveznic na svetu. Z zveznimi obveznicami, petletnimi

posebnimi zveznimi obveznicami in državnimi zakladnimi zapisi se aktivno trguje na Nemški borzi vrednostnih papirjev in s trgovanjem »prek okenc«.

V Nemčiji dolžniški vrednostni papirji kotirajo v odstotkih od nominalne vrednosti. Od leta 1999 je minimalni cenovni premik (za zapise z drsečim tečajem, brezkuponske obveznice, STRIP-e in obveznice s preostalo dospelostjo manj kot dve leti) na borzi znašal 0,001 odstotne točke. Obveznice s preostalo vrednostjo od dve do manj kot sedem let lahko kotirajo v cenovnem razmiku 0,005 odstotne točke, medtem ko je ta razmik pri tistih s preostalo vrednostjo sedem let 0,01 odstotne točke.

Deutsche Bundesbank vsak trgovalni dan prikazuje tržne trende z donosnostjo na neporavnane obveznice. To prikazujejo kot tehtano povprečje donosov na vse državne vrednostne papirje s preostalo vrednostjo več kot tri leta, ki kotirajo na borzi v razmerju na obseg neporavnanih vrednostnih papirjev. Bundesbank prav tako objavlja v svojih mesečnih statističnih poročilih dnevne in mesečne vrednosti donosnosti vrednostnih papirjev različnih dospelosti, s katerimi se trguje. Nemška borza vrednostnih papirjev vsak trgovalni dan izračunava Index REX (Deutscher Rentenindex). Temelji na osnovi sintetičnih obveznic, katerih cene izhajajo iz strukture donosov državnih vrednostnih papirjev, s katerimi se trguje. REXP vključuje v izračun tudi plačila obresti. Od septembra 1999 Deutsche Boerse AG objavlja tudi indekse za obveznice evro področja (euro BOX) in za EU države (BOX).

## **4.2. IZDAJA OBVEZNIC FINANČNEGA SEKTORJA**

### **4.2.1. Bančne obveznice**

Po letu 1995 so vodilno vlogo na trgu obveznic v Nemčiji zopet prevzele bančne obveznice. Bančni dolžniški vrednostni papirji vključujejo hipotekarne obveznice (10%), komunalne obveznice (Komunalobligationen) (50%), dolžniške vrednostne papirje specializiranih bank (12%) in drugih bank (28%), ki so jih izdale privatne in javne hipotekarne banke, regionalne žiro institucije, kreditne institucije s posebnimi funkcijami ter komercialne banke.

Visoka rast v zadnjih letih je bila dosežena v prvi vrsti na račun dolžniških vrednostnih papirjev »drugih« bank in komunalnih obveznic, katerih obseg se je na videz podvojil. Opazno se je povečala količina izdanih hipotekarnih obveznic (Pfandbriefe) s povpraševanjem po tako imenovanih Jambo hipotekarnih obveznicah, zelo popularnih tudi med tujimi investitorji. Z njimi se na borzi trguje od leta 1995. Poleg izredno velikega obsega izdaje (najmanj 500 mio EUR) jih odlikuje tudi to, da so ustvarjalci trga (market makers), ki omogočajo investitorjem visoko stopnjo fleksibilnosti na sekundarnem trgu. Ta značilnost zagotavlja tudi transparentnost in likvidnost.

Za nemški finančni sistem lahko trdimo, da v njem dominantno vlogo prevzemajo banke. Ob koncu leta 2000 je vsota bančnih posojil znašala okrog 3 milijarde EUR, poleg tega je bilo v obtoku še 2,2 milijarde EUR dolžniških vrednostnih papirjev. Od teh vrednostnih papirjev so jih za 1,4 milijarde EUR izdale banke, katerim služijo kot instrument za refinanciranje svojega posojilnega poslovanja. Tržna kapitalizacija

vseh podjetij, ki kotirajo na Nemški borzi vrednostnih papirjev, je konec leta 2000 znašala 1,4 milijarde EUR. To predstavlja približno 70% BDP-ja, kar je po mednarodnih standardih relativno malo. (Remsperger Herman: Financial market trends in Germany. Deutsche Bundesbank. [URL: [http://www.bundesbank.de/de/presse/reden/pdf/rem\\_s 291001.pdf](http://www.bundesbank.de/de/presse/reden/pdf/rem_s 291001.pdf)], 14.1.2002.)

#### 4.2.1.1. Pfandbriefe

V Nemčiji so Pfandbriefe dolžniški vrednostni papirji, ki se uporabljajo za financiranje prvorazrednih posojil, zavarovanih z nepremičninami (Hypothekendarfandbriefe, mortgage Pfandbriefe), ali za financiranje posojil javnemu sektorju (Oeffentlichedarfandbriefe ali communal bonds). To so v bistvu prikriti dolžniški vrednostni papirji, ki jih lahko izdajajo privatne hipotekarne banke in kreditne institucije javnega sektorja.

Nemški Pfandbriefe investitorjem zagotavljajo visoko stopnjo varnosti, ki temelji na jasnih določilih, določenih s statusom. To vključuje: prioriteto pravico imetnika teh obveznic do sredstev, ki služijo kot jamstvo v primeru, če izdajatelj ne izpolni svojih dolžnosti; kvaliteto jamstvenih sredstev (na primer, za kritje hipotekarnih obveznic se lahko uporabi le vrednost posesti v višini 60% vrednosti posojila - kar je 15% pod povprečno tržno vrednostjo); v primeru privatnih hipotekarnih bank je predpisano maksimalno razmerje med izdajateljevo zadolženostjo s temi obveznicami in njegovim lastniškim kapitalom.

Medtem ko so v začetku 90-ih obveznice javnega sektorja-kot rezultat visoke stopnje zbranih javnih sredstev za financiranje združitve Nemčij-predstavljale večji del nemškega trga obveznic, so Pfandbriefe prevzele vodilno mesto ob koncu desetletja. Decembra 2000 so Pfandbriefe imele 36% delež (826 milijard EUR) v neporavnanih obveznicah na prinosnika s fiksnimi obrestmi, ki so jih izdali nemški rezidenti.

Še pred nekaj leti so bili Pfandbriefe med tujimi investitorji precej nepriljubljeni, vsekakor pa se je situacija popolnoma spremenila. V primeru tradicionalnih Pfandbriefe, katerih pogoji izdaje so prirojeni zahtevam posameznih investitorjev, na njihovem primarnem trgu vlada visoka stopnja likvidnosti. Sekundarni trg pa označujejo pomanjkanje likvidnosti in transparentnosti ter relativno široka ponudba. Lahko dodamo še to, da likvidnost na sekundarnem trgu postaja vse pomembnejša za investitorje, ki so se premaknili od tradicionalnega »kupi in obdrži« načina k bolj aktivnemu stilu upravljanja z dolžniškimi vrednostnimi papirji.

Relativno pomanjkanje likvidnosti na trgu hipotekarnih in komunalnih obveznic, je bilo rešeno 26.5.1995 z izdajo prvih Jambo Pfandbriefe v obsegu 1 milijarde DEM. Visoko likviden tržni segment teh obveznic je dandanes že dobro vpeljan in ima določene standardne karakteristike. Jambo Pfandbriefe, ki zagotavljajo likvidnost in transparentnost, vključujejo naslednje značilnosti: minimalni obseg izdaje je približno 500 milijonov EUR, fiksne obresti in posamično fiksen rok dospelosti, prisotnost vsaj treh borznih posrednikov in še bi lahko naštevali.

Pfandbriefe so vključeni v številne indekse obveznic na celotnem evro področju, ki investitorjem služijo kot merilo. Uspeh Jambo Pfandbriefe (v letu 1999 s povprečnim obsegom izdaje 1,8 milijonov EUR za vsako posamezno izdajo) pa izraža tudi dejstvo, da so konec leta 1999 predstavljali kar 30% vseh Pfandbriefe.

Naraščajoče povpraševanje po Pfandbriefe je spodbudilo oživitev njihove izdaje v drugih evropskih državah. Te so prevzele tudi zelo strikten nemški model njihove izdaje. Pojem Pfandbriefe je pogosto uporabljen kot splošen izraz za vse takšne instrumente. Vse izdajajo kreditne institucije in so zavarovani z dodatnim jamstvom. Vsekakor med posameznimi trgi obstajajo določene razlike v nivojih likvidnosti in statusnih ureditvah.

Po podatkih Združenja nemških hipotekarnih bank (Association of German Mortgage Banks) so Pfandbriefe zavzele 21% delež ali okrog 1.390 milijard EUR celotnega evropskega trga obveznic in od tega zneska 76% pripada nemškim Pfandbriefe. Ostali so izdani na Danskem (10%), Švedskem (6%), Franciji (3%), Švici (2%) in v Avstriji, Španiji, Norveškem, na Nizozemskem in Finskem (vsaka manj kot 1%). V letu 1999 je bruto izdaja Pfandbriefe znašala okrog 18% vseh evro-denominiranih obveznic, izdanih v državah EU. Tako so prehiteli podjetniške obveznice (10%), druge vrednostne papirje, zavarovane s sredstvi, in obveznice agencij (oboje 3%). (Euro Bond Market. [URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/eurobondmarket.pdf>], 20.1.2002.)

#### **4.2.2. Dolgoročna posojila**

Ena od delitev trga kapitala je tudi delitev na trg dolgoročnih vrednostnih papirjev in trg dolgoročnih posojil. Slednjega imenujemo tudi pogodbeni trg («negotiated market»), kjer gre za dolgoročna posojila (več kot eno leto) in za trajna posojila, ko posojilodajalec postane tudi lastnik podjetja (Prohaska, 1999, str. 11). Kreditni odnosi niso izraženi z vrednostnimi papirji kot na odprtem trgu («open market»), temveč so bilateralni.

##### **4.2.2.1. Posojila nemških monetarnih finančnih institucij (MFI)**

Kreditiranje nemških finančnih institucij domačega privatnega sektorja v letu 2000 je bilo zelo zadržano. Padec domačega posojanja je močno viden pri posojilih (89,5 milijard EUR v primerjavi s 126 milijard EUR v letu 1999), veliko manjši pa pri kreditiranju z dolžniškimi vrednostnimi papirji (37 milijard EUR v primerjavi s 30-imi milijardami EUR v letu 1999). Predvsem v prvi četrtini leta 2000 je bilo izposojanje domačih podjetij in fizičnih oseb nizko. Odločilna faktorja sta bila pomanjkanje davčnih spodbud in individualne transakcije. Povpraševanje podjetij po posojilih, predvsem iz storitvenih in proizvodnih sektorjev, je prevladovalo nad privatnimi. Stanovanjska posojila, ki ponavadi tvorijo najpomembnejši segment posojil privatnemu sektorju, so v opazovanem obdobju upadla predvsem zaradi neugodne situacije v gradnji hiš. Zabeležena je ravno tako upočasnitev rasti potrošniških kreditov, kar je posledica manjših interesov za nakup trajnih dobrin in novih avtomobilov. (Deutsche Bundesbank Annual report 2000, [URL: [http://bundesbank.de/en/monatsbericht/geschaeftsbericht/gb01\\_e.pdf](http://bundesbank.de/en/monatsbericht/geschaeftsbericht/gb01_e.pdf)], 18.1.2002.)



Posojanje domačemu javnemu sektorju je v opazovanem letu zdrsnilo na 11 milijard EUR. Medtem ko se je vsota posojil skrčila na 7 milijard EUR, je posojanje prek vrednostnih papirjev padlo na 4,5 milijarde EUR. Politika proračunske konsolidacije je vodila javni sektor v zadolževanje pri domačem bančnem sistemu, istočasno pa so močno narastli (21 milijard EUR) vladni depoziti pri nemških bankah.

#### **4.2.2.2. Posojila bančnega sektorja**

V letu 2000 se je povečal delež posojilnih operacij komercialnih bank in regionalnih kreditnih institucij domačemu nebančnemu sektorju. Njihova posojila so se povečala za več kot 5%, kar je znatno večji delež kot v bančni industriji kot celoti (3,5%). Znotraj skupine komercialnih bank je bila posojilna dejavnost zelo živahna, posebno v primeru velikih bank (več kot 6-odstotno povečanje), v regionalnih, ostalih komercialnih in hipotekarnih bankah pa je ustrezalo povprečju celotnega bančništva. Kreditne banke in hranilnice so obdržale vsaka svoj 3% tržni delež.

### **4.3. IZDAJA OBVEZNIC NEFINANČNEGA SEKTORJA oz. PODJETNIŠKE OBVEZNICE**

Tudi njihov pomen in obseg se je v zadnjih nekaj letih povečal, toda še vedno je neprimerljivo manjši od prvih dveh skupin obveznic. Prvi razlog lahko iščemo v tradicionalno dominantnem položaju bank z ozirom na financiranje podjetij. Kljub temu da so nemška podjetja izdajala obveznice preko tujih finančnih podružnic, je sredi leta 1999 znašal delež podjetniške zadolženosti komaj 3% BDP-ja (v ZDA 34%).

Eden glavnih razlogov dominantnega položaja bank se skriva v odporu podjetij, da bi potrebna sredstva jemala neposredno na trgu kapitala. Konec leta 1998 je delež bančnih posojil znašal 42% kreditnih obveznosti podjetij, medtem ko je le 2% obveznosti predstavljalo zadolženost z vrednostnimi papirji. Banke preko trga kapitala izdajajo dolžniške vrednostne papirje in potem to transformirajo v bančna posojila podjetjem, na opisan način pa banke podpirajo tudi javni sektor (preko komunalnih obveznic). Kar 37% vseh svojih obveznosti pokrivajo z bančnimi posojili.

Naslednji razlog za rast na nemškem trgu obveznic, zlasti bančnih, najdemo v spremembah investicijskih preferenc gospodinjestev. S povečanjem prihodkov in finančnih sredstev ter portfolio investicij nasproti bančnim depozitom je na pomenu pridobila tradicionalna oblika varčevanja v Nemčiji. Razvoj je predvsem posledica želje investitorjev po večjih donosih in večji fleksibilnosti vrednostnih papirjev. Konec leta 1998 je bilo več kot 32% finančnih sredstev gospodinjestev investiranih v vrednostne papirje.

Tuji investitorji so imeli večjo vlogo v nemških kreditnih institucijah in nebančnem sektorju kot kupci obveznic nemških izdajateljev, denominiranih v domači valuti.

Visok porast prodaje podjetniških obveznic v letu 1999 in 2000 kot tudi rekordne vsote izdaj na trgu delnic v istem obdobju so dokaz, da pomen trga vrednostnih

papirjev v Nemčiji narašča. Preko 80% celotnega obsega dolžniških vrednostnih papirjev nemških podjetij (v vrednosti 200 milijard EUR) je izdanih preko njihovih tujih finančnih podružnic. Ta finančna sredstva so nato usmerjena nazaj k matičnim podjetjem kot posojila. Kot glavni razlog te »indirektne« metode zbiranja financ na trgu kapitala lahko vzamemo prednosti, ki so povezane z davkom na prihodek od prodaje; 50% obresti na dolgoročni dolg (obveznice) je vključenih v davčno osnovo, medtem ko so obresti na kratkoročna posojila tujih finančnih podružnic matični instituciji neobdavčena. Naraščajoča substitucija obveznic za bančna posojila se je izkazala za izjemno učinkovito v primeru zbiranja velikih količin sredstev, potrebnih v telekomunikacijskem sektorju in drugih velikih kooperacijah.

Kljub 80% rasti zadolženosti s podjetniškimi obveznicami v letih 1999 in 2000 v prvih šestih mesecih leta 2001 zasledimo počasnejši tempo. Predvsem v avgustu je bil komaj kateri dolgoročni dolžniški instrument izdan v Nemčiji. Povod za takšno situacijo izhaja predvsem iz zelo medlih ekonomskih pričakovanj, zato so podjetja tudi omejila svoje potrebe po kapitalu. Invenstitorji se zavedajo večjega tveganja, kar je tudi povečalo premije za različne tvegane kategorije obveznic. Razvoj takšnih okoliščin pa ni prisoten samo v Nemčiji, temveč ga zasledimo celo na bolj zrelem angloameriškem trgu obveznic. (Remsperger Herman: Financial market trends in Germany. Deutsche Bundesbank. [URL: [http://www.bundesbank.de/de/presse/reden/pdf/rem\\_291001.pdf](http://www.bundesbank.de/de/presse/reden/pdf/rem_291001.pdf)], 14.1.2002.)

Pri obravnavanju podjetniških obveznic je neizbežen poudarek na prodoru »visoko donosnega« segmenta obveznic, ki je, od celotnega evro območja, v Nemčiji najmočnejši. Tovrstne obveznice postajajo vedno bolj popularne tako med investitorji kot tudi med izdajatelji. Na ta način podjetja postajajo neodvisna od bančnega financiranja, investitorji pa pričakujejo višje donose in priložnost diverzifikacije svojega premoženja. Večji obseg novih izdaj ustvarja visoko rast mer v tem segmentu. Količina nejavnih obveznic v Nemčiji predstavlja le dobro šestino v primerjavi z ZDA, toda več kot dvakrat toliko kot v katerikoli drugi evropski državi. (Ernst Welteke: Germany as a Financial Centre—European Perspectives for Japanese Markets. Deutsche Bundesbank. [URL: [http://www.bundesbank.de/de/presse/reden/pdf/welt\\_291101.pdf](http://www.bundesbank.de/de/presse/reden/pdf/welt_291101.pdf)], 14.1.2002.)

V letu 2000 je bila aktivnost izdajanja na nemškem trgu obveznic ponovno živahna. Neto prodaja nemških obveznic (vključuje tudi obveznice nefinančnega sektorja z dospelostjo do enega leta in komercialne zapise), s tržno vrednostjo 740 milijard EUR, je dosegla nov vrh. Prodaja tujih obveznic je dosegla 71 milijard EUR, banke so realizirale prodajo v znesku 120 milijard EUR. Močan padec je zabeležen v prodaji komunalnih obveznic (Oeffentliche Pfandbriefe), ki se je z 72 milijard EUR v letu 1999 spustila na 31 milijard EUR. Dolžniški vrednostni papirji specializiranih kreditnih institucij so dosegli približno enako višino. S šestimi milijardami EUR je tudi prodaja hipotekarnih obveznic odigrala le manjšo vlogo. Zvezna vlada je zmanjšala svoja nova posojila na trgu obveznic, izdala je za 31 milijard EUR svojih lastnih obveznic, predvsem z 10 in 30 - letno dospelostjo. V nasprotju z vlado in bankami je podjetniški sektor zbral več sredstev s svojimi lastnimi izdajami na trgu obveznic kot v preteklih letih; zadolženost z industrijskimi obveznicami je narastla na 13 milijard EUR.

## 5. TRG DELNIC

Kot že rečeno, po velikem vzponu v letih 1999 in 2000 se je s padanjem cen aktivnost izdajanja delnic umirila. V prvi polovici 2001 je vrednost njihove izdaje znašala manj kot 3 milijarde EUR. Kljub trenutno zelo spremenljivim razmeram na lastniških trgih, zaznamovanih s padanjem cen delnic, pa bo ustanavljanje novih tržnih segmentov za podjetja dolgoročno predstavljalo dodaten vir zunanjih lastnih sredstev. Kot primera novih segmentov lahko navedemo Neuer Markt za inovativno rast industrije in SMAX za majhna in srednja podjetja. Trg visoko tveganega kapitala, ki se prav tako naglo razvija od leta 1997, bo tudi omogočil večje možnosti zbiranja lastnih finančnih sredstev, katera so za tvegana nova podjetja veliko primernejša od dolžniških. To naj bi potekalo prek holdinških podjetij, zavarovalnic, bank in pokojninskih skladov.

Nemški trg delnic je prikrojen anglo-ameriški strukturi. Zaradi povečanega pomena sektorskih indeksov ter ustanovitve tržnih segmentov za visoko tehnologijo in inovativna podjetja je močno narastlo število nemških delnic v tujini in tujih delnic v Nemčiji, ki kotirajo na borzi. V letu 1997 je bilo na nemško borzo vrednostnih papirjev uvrščenih 700 domačih in 2.784 tujih podjetij; avgusta preteklo leto pa je to število narastlo na 1.080 domačih in 9.964 tujih podjetij.

Ravno tako kot na trgih obveznic, so investitorji tudi na lastniških trgih zamenjali merila v posamezni državi za tista na evropski ravni. Evropski lastniški trgi so v primerjavi z ameriški še vedno neprimerno manjši. Tržna kapitalizacija domačih delnic v razmerju z BDP znaša 90%, v ZDA 152%, na Japonskem pa 68%. Kakorkoli že, lastniški trgi se v evro območju zelo hitro razvijajo. V povprečju znaša razmerje novih izdaj in tržne kapitalizacije več kot 4%. To je dvakrat toliko, kot je bilo doseženo v ZDA in na Japonskem.

Nemčija znotraj evro območja izstopa v smislu števila na borzo uvrščenih podjetij, novih izdaj delnic in tržne kapitalizacije. Najvidnejša lastnost je vsekakor neustavljiva rast trgov kapitala in potencial za še nadaljnjo rast. Rast tržne kapitalizacije domačih delnic v zadnji dekadi je znašala 17% letno. Razmerje tržne kapitalizacije in BDP-ja je 60%, kar odraža močno bančno orientiran finančni sistem. Prav tako rastoči prihodki na nemških lastniških trgih se kažejo v rastočem pomenu investicijskih skladov in njihovih sredstvih. V Nemčiji okrog 6.800 skladov upravlja s sredstvi v vrednosti več kot 800 milijard evrov, njihova rast v zadnjem desetletju je bila 18%, medtem ko se je v tem obdobju število skladov potrojilo. (Ernst Welteke: Germany as a Financial Centre—European Perspectives for Japanese Markets. Deutsche Bundesbank. [URL: <http://www.bundesbank.de/de/presse/reden/pdf/welt291101.pdf>], 14.1.2002.)

Nemški trg kapitala ima sposobnost zagotoviti večino začetnega kapitala v Evropi, saj v državi deluje več kot 200 »venture capital companies«. Te družbe služijo kot katalizator za nova podjetja v primeru uspeha in kot vodnik za začetne javne ponudbe (IPOs ali Initial public offerings), še posebno na Neuer Markt. S skupno evropsko valuto bo odpadlo veliko zakonodajnih omejitev glede kapitalskih naložb,

večina evropskih investorjev pa bo s tem dobila večji manevrski prostor. Poleg Francije naj bi največji pritek kapitala doživela tudi Nemčija (Skubic, Treven, 1998, str. 31).

Nemčijo odlikuje visoka stopnja mednarodne privlačnosti njenega trga kapitala. Število tujih podjetij, ki imajo svoje delnice uvrščene na nemških borzah, presega le še ZDA in Velika Britanija. Vsekakor Nemčija predstavlja enega vodilnih poslovnih centrov za Srednjo in Vzhodno Evropo.

V primerjavi z vodilnimi lastniškimi trgi drugih industrijskih držav ima nemški največji in zelo obetaven potencial za svojo rast. Od treh milijonov podjetij v Nemčiji jih je le petina organiziranih kot korporacija. Le kakšen odstotek od teh je delniških družb, nekaj več kot desetina od teh s svojimi delnicami kotira na borzi. (Ernst Welteke: Germany as a Financial Centre—European Perspectives for Japanese Markets. Deutsche Bundesbank. [URL: <http://www.bundesbank.de/de/presse/reden/pdf/welt291101.pdf>], 14.1.2002.)

V teku je veliko začetnih javnih ponudb (IPO). Veliko srednje velikih podjetij razmišlja o uporabi finančnih priložnosti, ki jih ponuja likviden in dobro organiziran trg delnic. Pred dvema letoma smo bili lahko priča prvemu preoblikovanju komunalnega podjetja v delniško družbo (Mannheim utilities) in obstaja še na stotine možnih posnemovalcev.

Kot rezultat vsega tega zelo hitro nastaja in se razvija kultura delničarjev. V primerjavi z ZDA in Veliko Britanijo je delež delničarjev v celotni populaciji zelo nizek v Nemčiji, prav tako na Japonskem. V ZDA in Veliki Britaniji predstavljajo kar dobro četrtino, medtem ko jih je v Nemčiji nekaj manj kot 10%. Razlog za tako nizek delež najdemo v zgodovinskem razvoju. Od leta 1997 se je število ljudi, ki vlagajo v delnice, podvojilo in še vedno narašča. Enakega pomena je tudi dejstvo, da se spreminja struktura delničarstva v Nemčiji. Narašča delež investicijskih skladov, privatnih in tujih investitorjev, medtem ko upada dosedanja dominanca podjetij kot delničarjev. Vse se uokvirja v tržno usmerjeno kulturo. Ta proces bo še dodatno pospešil neobdavčenje kapitalskih dobičkov od prodaje deležev podjetij in stopa v veljavo z letošnjim letom. (Ernst Welteke: Germany as a Financial Centre—European Perspectives for Japanese Markets. Deutsche Bundesbank. [URL: <http://www.bundesbank.de/de/presse/reden/pdf/welt291101.pdf>], 14.1.2002.)

Splošna slika nemškega trga delnic prikazuje visoko kvaliteten trg, sicer manj pomemben od anglo-saksonskih, vendar z velikim potencialom rasti. Realizirana stopnja rasti v preteklih letih je občudovanja vredna in investitorjem predstavlja dobre priložnosti za pridružitve na trgu. Potencialna visoka stopnja rasti pomeni boljše možnosti za pridobivanje tržnih deležev kot pa že zasičen trg.

Eden od pomembnih srednjih in dolgoročnih učinkov prihaja s spremembami pokojninskih shem. Japonska, Italija in Nemčija so države z najhitrejšim staranjem prebivalstva. Po demografskih ocenah bo leta 2040 v Nemčiji na vsakega delovno aktivnega prebivalca en upokojenec. Do sedaj se je pokojninski sistem financiral na osnovi »pay-as-you go« sistema. Manj kot 20% pokojnin je financiranih preko

pokojninskih shem. Vendar se bo v prihodnje ta delež povečeval zaradi reform pokojninskega sistema in večjega števila pokojninskih skladov. To tudi zadovoljuje pričakovanja naraščanja stopenj rasti dobičkov in delnic na nemškem trgu kapitala.

Zelo pomembna pridobitev nemškega trga kapitala so visoko učinkovite menjalne strukture, vključno s sistemi visoke tehnologije, a se to nanaša le na nacionalne trge. Če pogledamo celotno evro območje, ugotovimo, da obstaja segmentacija tako borz vrednostnih papirjev kot sistemov kliringa in poravnave. Tudi v Nemčiji je poleg vodilne Frankfurtske borze še sedem regionalnih borz, ki so osredotočene na posebne storitve in specializacijo svojih regionalnih ekonomij. Takšna segmentacija v veliki meri ovira integracijo finančnih trgov. Konsolidacijski proces se je začel in se mora nadaljevati s harmonizacijo na področju finančnih storitev.

Značilno za Nemčijo je tudi, da podjetja svoje dobičke, raje kot za izplačilo dividend, namenjajo za rast in modernizacijo podjetja. To jih je tudi pripeljalo v položaj svetovne velesile z izredno drago delovno silo, pa vseeno skromnimi profiti. Že nasploh je za Nemce značilno visoko varčevanje, kar pomeni, da se znajo odreči sedanji porabi na račun prihodnje kvalitetnejše porabe.

## **5.1. BORZNI INDEKSI DELNIC**

Nemška borza izračunava indekse delnic, ki so, poleg drugih stvari, merilo transparentnosti in primerljivosti. Vedno pomembnejša je tudi njihova uporaba kot osnova finančnih produktov (futuresov, opcij, garancij, skladov). Cenovni indeksi merijo dejansko gibanje cen. »Dnevna poravnalna cena« je izračunana enkrat dnevno za vsak indeks (razen sektorski indeks NEMAX) na podlagi dnevniških cen. Za izračun vseh indeksov delnic se uporablja Laspeyeresova formula. Razen indeksa delnic Neuer Markt, ki je bil uveden šele leta 1997, imajo vsi nemški borzni indeksi isti bazni datum, 30.12.1987, kar omogoča neposredno primerljivost različnih indeksov.

- DAX

DAX odraža nemški »blue - chip segment«, ki prikazuje cenovne premike tridesetih največjih in za trgovanje najatraktivnejših delnic nemških podjetij na FWB Frankfurt Wertpapierboerse. Vključuje 30 delnic, ki so bile sprejete v trgovanje na uradnem ali regularnem tržnem segmentu.

- MDAX

Osnovo temu indeksu predstavlja 70 delnic, ki rangirajo neposredno za DAX delnicami. Tudi v tem primeru so izbrana podjetja, ki kotirajo na uradnem ali regularnem segmentu nemške borze.

- DAX 100

30 delnic indeksa DAX in 70 delnic indeksa MDAX skupaj predstavljajo podlago indeksa DAX 100. Poleg tega je potrebno omeniti še devet sektorskih indeksov, ki

lahko tvorijo ta indeks. Tukaj so na razpolago naslednji sektorji: avtomobilizem in transport, bančne in finančne storitve, kemijski sektor in farmacija, gradbeništvo, zavarovalništvo, strojništvo in industrija, maloprodaja, tehnologija, telekomunikacije in javni sektor.

- CDAX

Sestavljeni indeks CDAX vsebuje vse nemške delnice vseh treh segmentov: uradnega, regularnega in Neuer Markt-a, zato tudi zasleduje obnašanje celotnega nemškega lastniškega trga in je tako tudi idealen za analitične namene. Zaradi velikega števila delnic, ki jih vsebuje, omogoča natančne sektorske analize in je razdeljen v 19 sektorskih indeksov.

- SMAX All-Share in SDAX

SMX je kvalitativen segment za manjša domača in tuja podjetja, ki kotirajo na FWB in izpolnjujejo posebno stroge zahteve glede transparentnosti in likvidnosti. Pogoji uvrstitve in obstoja v tem segmentu so določeni s posebnimi pravili in regulativami. SMAX All - Share indeks je izračunan na osnovi vseh delnic, ki so uvrščene v SMAX segment. Če pride do dodatnih uvrstitev ali izločitev v tem segmentu, se indeks nemudoma prilagodi. SDAX indeks pa vključuje 100 največjih nemških podjetij z največjim prometom v SMAX segmentu. Zato tudi SDAX rangira neposredno za MDAX. Od junija 2002 dalje bo SDAX omejen na 50 podjetij.

Tabela 1: Bazni datumi indeksov

INDEKS	BAZA	BAZNI DATUM
DAX	1.000	30.12.1987
MDAX	1.000	30.12.1987
DAX 100	500	30.12.1987
DAX 100 sektorski	500	30.12.1987
CDAX	100	30.12.1987
CDAX sektorski	100	30.12.1987
SDAX	1.000	30.12.1987
SMAX All-Share	100	30.12.1987
NEMAX 50	1.000	30.12.1997
NEMAX All-Share	1.000	30.12.1997
Nemax sektorski	100	30.12.1999

Vir: Guideline to Deutsche Boerse's Equity Indices. [URL: [http://www.deutsche-boerse.com/internet/exchange/index\\_e.htm](http://www.deutsche-boerse.com/internet/exchange/index_e.htm)], 23.1.2002.

- NEMAX All - Share in NEMAX 50

Neuer Markt, ki je bil, kot rečeno, ustanovljen šele leta 1997, pomeni priložnost predvsem za mlada, hitro rastoča podjetja. NEMAX All-Share indeks zasleduje dogajanje celotnega segmenta, ki vključuje domače in tuje delnice. Tudi ta indeks se v primeru vstopa ali izstopa iz Neuer Markt-a takoj prilagodi novim razmeram.

1.julija 1999 je Deutsche Boerse predstavila NEMAX 50, da bi povečala transparentnost konstantno rastočega Neuer Markt segmenta za investitorje. NEMAX 50 je index 50 - ih največjih in najlikvidnejših delnic, ki kotirajo na frankfurtskem Neuer Markt. Od maja 2000 pa izračunavajo tudi 10 sektorskih indeksov za Neuer Markt.

Deutsche Boerse izračunava tudi sektorske indekse za CDAX, DAX 100 in NEMAX All-Share. Nemška podjetja, ki so uvrščena na enega od borznih tržnih segmentov, uradnega, regulativnega ali neuer Markt, so vključena tako v CDAX kot v enega od 19-ih sektorskih indeksov. Vključenost v CDAX sektor hkrati že klasificira podjetje v enega od devetih DAX 100 sektorjev, v kolikor je podjetje uvrščeno v DAX ali MDAX.

Tabela 2: Sektorji, za katere se izračunavajo indeksi

CDAX	DAX 100
19 sektorjev:	9 sektorjev
avtomobilski	avtomobilski in transportni
transport & logistika	avtomobilski in transportni
bančništvo	bančništvo in finančne storitve
finančne storitve	bančništvo in finančne storitve
kemijski	kemijski in farmacija
farmacija in zdravstvo	kemijski in farmacija
gradbeništvo	gradbeništvo
zavarovalništvo	zavarovalništvo
osnovni viri	strojništvo in industrija
industrija	strojništvo in industrija
strojništvo	strojništvo in industrija
ciklična potrošnja	maloprodaja in potrošnja
hrana in pijača	maloprodaja in potrošnja
mediji in maloprodaja	maloprodaja in potrošnja
programska oprema	programska oprema in tehnologija
tehnologija	programska oprema in tehnologija
telekomunikacije	javni sektor in telekomunikacije
javni sektor	javni sektor in telekomunikacije

Vir: Guideline to Deutsche Boerse's Equity Indices. [URL: [http://www.deutsche-boerse.com/INTERNET/EXCHANGE/index\\_e.htm](http://www.deutsche-boerse.com/INTERNET/EXCHANGE/index_e.htm)], 23.1.2002.

### 5.1.1. Sestava indeksov

Sestavi t.i. All-Share indeksov in izbranih indeksov se med seboj razlikujeta. Prvi vsebujejo vse delnice, ki kotirajo na posameznem tržnem segmentu, kar pomeni, da ti indeksi niso omejeni z določenim številom delnic. Na ta način predstavljajo merilo celotnega tržnega segmenta, zato se kakršnekoli spremembe znotraj le-tega neposredno odražajo v indeksu. Deutsche Boerse izračunava kot All-Share indekse CDAX (in vse CDAX sektorske indekse), SMAX All-Share ter NEMAX All-Share indeks (in vse NEMAX sektorske indekse).

V nasprotju z All-Share indeksi pa je namen izbranih indeksov povzeti dogajanja posameznih delov določenega segmenta s fiksnim številom delnic. Deutsche Boerse prikazuje naslednje izbrane indekse: DAX, MDAX, DAX 100 (in DAX 100 sektorske indekse), SDAX in NEMAX 50. Ti indeksi se pogosto uporabljajo kot osnovna izvedenih finančnih instrumentov ali pa merilo podjetjem, ki se ukvarjajo z upravljanjem sredstev. Podjetja, ki so upoštevana v teh indeksih ali pa bi to rada postala, morajo zadovoljevati določene osnovne pogoje, ki so prikazani v spodnji tabeli.

Tabela 3: Pogoji , ki jih morajo izpolnjevati podjetja, upoštevana v izbranih indeksih

	<b>DAX</b>	<b>MDAX</b>	<b>SDAX</b>	<b>NEMAX 50</b>
<b>Segment trgovanja</b>	uradni trg ali regularni trg	uradni trg ali regularni trg	SMAX	Neuer Markt
<b>Uradni sedež podjetja</b>	domač	domač	domač	domač ali tuj
<b>Delnice v prostem toku</b>	min.20% v prostem obtoku za vstop, min.15% (od 1.9.01 20%) za obstoj v segmentu	min.20% v prostem obtoku za vstop, min.15% (od 1.9.01 20%) za obstoj v segmentu	min.20% v prostem obtoku	min.20% v prostem obtoku
<b>Večinski delničarji</b>	drugo podjetje v DAX100 ne sme biti več kot 75% lastnik	drugo podjetje v DAX100 ne sme biti več kot 75% lastnik	drugo podjetje v SDAX ne sme biti več kot 75% lastnik	drugo podjetje v NEMAX50 ne sme biti več kot 75% lastnik
<b>Prezemna koda</b>	upoštevana pri vstopu	upoštevana pri vstopu	upoštevana	upoštevana
<b>Novo imenovani pokrovitelji</b>	/	min.1 za vstop v indeks	min.1 za vstop v indeks	min.2 za vstop v indeks
<b>Četrtno poročilo</b>	da	da	da	da

Vir: Guide to the Volatility Indices of Deutsche Boerse. [URL: [http://www.deutsche-boerse.com/internet/exchange/index\\_e.htm](http://www.deutsche-boerse.com/internet/exchange/index_e.htm)], 23.1.2002.

Če podjetja izpolnjujejo te pogoje, temelji izbor v DAX, MDAX, SDAX ali NEMAX 50 indekse na naslednjih kriterijih:

- borzni prihodki na Xetra in na trgovalnem parketu v Frankfurtu (zadnjih 12 mesecev),
- tržna kapitalizacija na določen dan poročanja (zadnji trgovalni dan v mesecu).

## 5.2. KONSOLIDACIJA LASTNIŠKEGA TRGA

Nihanje cen nemškega lastniškega trga, ki se je začelo v letu 1999, se je na začetku leta 2000 zaustavilo. Istočasno je začela naraščati negotovost glede bodočega gibanja cen. Visoka spremenljivost DAX-a se je odražala tudi v rasti VDAX-a. Skladno z ostrim padcem cen tehnoloških delnic na vodilnem ameriškem trgu, se je tudi na nemškem začela konsolidacija, cenovna gibanja v različnih sektorjih nemškega lastniškega trga so bila zelo neenakomerna. Obveznice tehnološkega sektorja, medijev in telekomunikacij so do marca 2000 dosegale visoke dobičke, nato



pa nenadoma strmoglavile na 70%, medtem ko so kotacije lastniških vrednostnih papirjev sprva še vedno rastle. Padec cen je spremljalo tudi zmanjšanje aktivnosti izdajanja. Domača podjetja so v letu 2000 na trg izdala delnice v vrednosti 23 milijard EUR, kar je bistveno manj v primerjavi z rekordnimi 36-imi milijardami v letu 1999. Število začetnih javnih izdaj (IPO) je do preteklega leta ostalo visoko, na Neuer Markt pa je bilo v letu 2000 celo več novih izdaj kot v letu 1999; nato je v začetku 2001 prišlo do začasne zaustavitve. Internacionalizacija nemškega lastniškega trga, ki se je začela v preteklih letih, se je v letu 2000 nadaljevala. Z 121 milijardami EUR prodanih tujih delnic je bila neto prodaja višja kot leto prej.

## 6. VZAJEMNI SKLADI

Mnogim investitorjem se zdi upravljanje svojega premoženja v vrednostnih papirjih zamudno in zapleteno, zato se raje odločijo za nakup kapitalskih deležev v investicijskih podjetjih. Te družbe nato investirajo zbrana sredstva v diverzificiran portfelj delnic in obveznic. Z nakupom teh deležev posameznik lahko že pri nizki vloženi vsoti doseže prednost diverzifikacije. Ta lastnost je tudi pripomogla, da investicijske družbe in vlaganja v vzajemne sklade postajajo vedno bolj priljubljena in na trgu vrednostnih papirjev igrajo pomembno vlogo (Mayo, 2000, str. 222). Od transformacije sredstev imajo prednosti tako vzajemni skladi, ki izkoriščajo prednosti količinskega popusta pri posredniški proviziji, kot tudi investitorji, ki s tem znižujejo svoje transakcijske stroške in tveganje zaradi diverzifikacije portfelja vrednostnih papirjev (Pirc, 2000, str.35). V velikih upravljaljskih skladih, v katerih se obračajo ogromne količine denarja, jim prav njihova kapitalaska moč omogoča mnogo različnih vrst tržnih manipulacij. Le-te so najlažje z indeksi, ki imajo raznovrstno sestavo (Hudin, 2001, str. 68).

Poznana sta dva glavna tipa investicijskih družb: odprte in zaprte. Začetek investicijskih družb sega že v 19.stoletje. Nastale so v Veliki Britaniji. Ta podjetja so izdala določeno število delnic in nato sredstva, ki so jih zbrala z njihovo prodajo, uporabila za nakup in pridobitev delnic drugih podjetij. Danes jih imenujemo zaprte investicijske družbe, ker je število njihovih delnic fiksno. Pri sodobnem tipu investicijskih družb število delnic variira s tem, ko investitorji kupujejo njihove delnice ali pa jim jih prodajajo nazaj. Takšne družbe se imenujejo vzajemni skladi (mutual funds). Razlogi za nastanek investicijskih družb so preprosti: pridobivajo sredstva od mnogih investitorjev, jih zbirajo in nato kupujejo vrednostne papirje. Individualni investitorji pridobijo prednost profesionalnega upravljanja z njihovim denarjem, diverzificirajo svoje portfelje, privarčujejo s tem, ko investicijske družbe kupujejo in prodajajo v velikih količinah in omogočene so jim skrbniške storitve, kot je shranjevanje certifikatov. Vse naštetе prednosti in ugodnosti nam pomagajo razumeti, zakaj je število tovrstnih družb v zadnjih desetletjih tako narastlo in dobilo na veljavi (Mayo, 2000, str. 223).

Zakaj je v tujini privlačnost nalaganja v vzajemne sklade tako visoka, nam v veliki meri odgovori dejstvo, da so pokojninske razmere slabše. Le-te silijo prebivalstvo, da

samo poskrbi za svojo starost. Ob pokojninskih skladih so prisiljeni varčevati še individualno, vzajemni skladi pa ponujajo optimalno razmerje med visoko likvidnostjo, varnostjo in dolgoročnim nadpovprečnim donosom (Pirtovšek, 2001, str. 22).

## **6.1. VRSTE SKLADOV GLEDE NA INVESTICIJSKE CILJE**

Nekateri skladi investirajo izključno v delnice, drugi v obveznice. Znotraj teh lahko pride do nadaljnjih delitev. Interesi skladov, ki vlagajo samo v delnice, so lahko stabilni prihodki, kapitalski dobički, rast; drugi zopet želijo doseči kombinacijo vseh komponent. Nekateri omejujejo investicije v specializirane industrije ali pa omogočajo participacijo v novih raziskovanih podjetjih, s tem ko investirajo v področja, kot so elektronika ali telekomunikacije. Tukaj so tudi skladi, ki omejujejo svoje investicije izključno v majhna podjetja ali vlagajo v tuje delnice. Za investitorje, ki želijo doseči maksimalno diverzifikacijo, so vedno bolj privlačni razvijajoči se indeksni skladi. Upravitelji teh skladov kupujejo delnice, ki so vključene v enega izmed znanih indeksov. Ko delnica vstopi ali zapusti indeks ali kadar sprememba cene zahteva ponovno uravnoteženje sklada, se izvede nakup ali prodaja, ki sta hkrati edina. Učinkovitost teh skladov je izjemna, provizije pa zaradi nepotrebnosti raziskav nižje.

Tudi skladi, ki so specializirani za investiranje v obveznice, se lahko raznoliko delijo. Lahko investirajo izključno v vladne obveznice. Zelo različne investicijske interese imajo lahko skladi podjetniških obveznic. Nekateri vlagajo izključno v visoko kvalitetne podjetniške obveznice, medtem ko drugi preferirajo nizkokvalitetne (junk) podjetniške obveznice. Obstaja širok izbor skladov, ki vlagajo izključno v komunalne obveznice. (Fabozzi, Modigliani, 1992, str. 112-113)

Investitorji, ki se nagibajo k vrednostnim papirjem, zavarovanim s hipoteko, se lahko obrnejo k skladom, ki so specializirani za tovrstne vrednostne papirje.

Skladi, ki investirajo v delnice in obveznice hkrati, so uravnoteženi skladi in so navadno manj tvegani od ostalih. Ker prinašajo več prihodkov, je povečanje vrednosti kapitala manjše.

## **6.2. VLAGANJA V NEMŠKE VZAJEMNE SKLADE**

V zadnjih letih je bila zabeležena konstantna rast sredstev, zbranih v investicijske sklade, ustanovljene v Nemčiji, v letu 2000 pa je nekoliko upadla. Tako so nemške investicijske družbe zbrale nekaj manj kot 85 milijard EUR, leto prej pa kar 97 milijard EUR. Nasprotno pa so izboljšali svoj promet tuji ponudniki, ki so realizirali 32 milijard EUR, kar je za 18 milijard več kot v letu 1999 (Deutsche Bundesbank Annual report 2000, [URL: [http://bundesbank.de/en/monatsbericht/geschaeftsbericht/gb01\\_e.pdf](http://bundesbank.de/en/monatsbericht/geschaeftsbericht/gb01_e.pdf)], 18.1.2002.). Ugotovimo torej, da je bila neto zbrana vsota 117 milijard EUR in uporabljena za pridobivanje certifikatov investicijskih skladov.

Razvoj posebnih skladov, ki so bili organizirani predvsem za institucionalne kliente, je glavni razlog za zmanjšanje sredstev, ki so jih zbrale domače investicijske družbe. Prodaja 60 milijard EUR v letu 1999 je naslednje leto padla na 45 milijard EUR. Vodilno mesto so s 25 milijardami EUR obdržali skladi z mešanimi vrednostnimi

papirji. Delež zbranih sredstev v sklade, ki temeljijo na delnicah, se povečuje in je leta 2000 znašal 9 milijard EUR, medtem ko so se finančna sredstva skladov, ki temeljijo na obveznicah (11 milijard EUR), zmanjšala skoraj za polovico v primerjavi s prejšnjim letom. Odprti in nepremičninski skladi so prodali le v vrednosti 0,5 milijarde EUR certifikatov. Že v preteklosti je bilo očitno, da so tovrstni skladi za institucionalne investitorje manjšega pomena.

### **6.3. ODPRTI INVESTICIJSKI SKLADI**

Domači odprti investicijski skladi so uspeli plasirati za 40 milijard EUR delniških certifikatov. V nasprotju s specializiranimi skladi je bilo to več kot v prejšnjih letih (38 milijard EUR). Neodvisno od izgub na lastniških trgih, so skladi, ki temeljijo na delnicah, utrdili svojo vodilno mesto pri privatnih investitorjih s prodanimi certifikati v vrednosti 39 milijard EUR neto - več kot dvakrat več od leta 1999. Investitorji so se osredotočili predvsem na mednarodno ali evropsko orientirane sklade (20 milijard EUR) ter sklade, ki so specializirani za tehnološki, biotehnološki ali internetni sektor (16 milijard EUR). Privatni investitorji se strinjajo, predvsem v smislu čezmejnih portfolio investicij in investicij v vrednostne papirje z izrazitim podjetniškim tveganjem, da investicijski skladi prinašajo določene prednosti. Prav rezultati raziskav razvitejših trgov kažejo, da je med vsemi finančnimi oblikami varčevanje v delnicah najdonosnejša oblika pokojninskega varčevanja (Potisk, 2001, str. 30-33). Razen skladov, odprtih za javnost, so le mešani skladi zabeležili rast s 6 milijardami EUR, kar je enkrat več kot v letu 1999. Vse ostale oblike investiranja so bile za privatne investitorje manjšega pomena. Skladi, ki temeljijo na obveznicah, in skladi denarnega trga so morali v letu 2000 kupiti nazaj za 8 oziroma 2 milijardi EUR vrednih delniških certifikatov.

## **7. TRG FINANČNIH DERIVATOV**

### **7.1. VLOGA IZVEDENIH INSTRUMENTOV**

Izvedene finančne oblike, kot so terminski posli, igrajo pomembno vlogo pri odpravljanju tveganja. Tržnim udeležencem, ki želijo spremeniti izpostavljenost tveganju finančnih sredstev v svojem portfelju, je na voljo trg takih pogodb.

Nekatere pogodbe dajejo njenemu imetniku možnost ali obvezo, da kupi ali proda določeno finančno premoženje. Cena takšne pogodbe dobi svojo vrednost na podlagi cene finančnega sredstva, ki je temelj pogodbe. Odtod tudi izvira njihovo ime, izvedeni finančni instrumenti (Fabozzi, Modigliani, 1992, str. 5). Raziskava je tudi pokazala tri glavne razloge za uporabo izvedenih finančnih instrumentov: upravljanje finančnega tveganja, zmanjševanje stroškov pridobivanja finančnih sredstev in investiranje (Pirc, 2001, str. 30).

Osnovni tipi obravnavanih instrumentov so opcijske pogodbe, standardizirane terminske pogodbe (»futures contract«) in navadne terminske pogodbe (»forward

contract«). Po nekaterih teorijah pa jim lahko pridružimo še kombinirane (»opcijsko čiste« terminske instrumente). Izvedeni instrumenti so izpeljani iz osnovnih tako, da je transformirana osnovna promptna ali takojšnja oblika nakupa oziroma prodaje. To Oje lahko storjeno samo na časovni komponenti instrumenta, kar pomeni, da se takojšnji ali promptni nakup spremeni v netakojšnjega ali nepromptnega - to je terminskega (Veselinovič, 1998, str. 200).

V sledečih podpoglavjih bom na kratko predstavila predvsem posebnosti opcij in standardiziranih terminskih pogodb ter njihovo rabo na nemškem trgu opcij in »futures-ov«, imenovanem Eurex. Večina Eurex izvedenih instrumentov temelji na finančnih instrumentih, s katerimi se trguje na denarnem trgu. Obstaja pa tudi nekaj produktov, ki temeljijo na »futures« pogodbi (opcije na »futures« kapitalnega trga), in so tako v bistvu izvedeni finančni instrumenti na izveden finančni instrument.

Tabela 4 : Proizvodi Eurex-a

	prvi nivo proizvodov	drugi nivo proizvodov
EUREX	Indeksi	Opcije na indekse
		"Futures" pogodbe na indekse
	Opcije na delnice	Opcije na DAX delnice
		Opcije na SMI delnice
		Opcije na Neuer Markt delnice
		Opcije na Nordic delnice
	Proizvodi trga denarja	"Futures" pogodbe denarnega trga
		Opcije na "futures" pogodbe denarnega trga
	Proizvodi trga kapitala	"Futures" pogodbe trga kapitala
		Opcije na "futures" pogodbe trga kapitala

Vir: Derivative Markets. [URL:[http://www.deutsche-boerse.com/internet/exchange/index\\_e.htm](http://www.deutsche-boerse.com/internet/exchange/index_e.htm)], 23.1.2002.

### 7.1.1. Opcijske pogodbe

Opcija je ponavadi definirana kot pravica do izbire; na trgih vrednostnih papirjev pomeni opcija svojemu lastniku pravico (ne pa obveznost) kupiti (nakupna opcija) ali prodati (prodajna opcija) določen vrednostni papir, ki je predmet terminske pogodbe, po vnaprej določeni ceni, na točno določen datum v prihodnosti (evropska opcija) ali v določenem časovnem razdobju (ameriška opcija) (Mayo, 2000, str. 664).

Transakcije, kjer se uporabljajo izvedeni instrumenti, niso omejene zgolj na finančne instrumente. Nanašajo se lahko na različno blago ali dragocene kovine, vendar se bomo v tem delu omejili na tiste, ki za svoj predmet jemljejo finančne instrumente ali finančne kazalce, kot so na primer indeksi delnic, obrestne mere ali devizni tečajji. Opcija na delnico obstaja že kar precej časa, posebno zanimiva pa je opcijska

pogodba na finančni »futures« ali »futures« opcija, ki je nastala pred dvajsetimi leti in je najširše trgovana tovrstna pogodba.

### **7.1.2. Finančne terminske pogodbe**

Javno trgovana navadna terminska pogodba je v bistvu standardizirana terminska pogodba in se bomo omejili zgolj na njeno obravnavo, saj se na nemškem terminskem trgu Eurex trguje le z njimi. Njihova glavna značilnost je, da imajo, razen cene, vse pogodbene elemente standardizirane. Določeno je tudi, da zapadejo štirikrat na leto, imajo določeno količino proizvoda, ki je predmet ene pogodbe, standardiziran sistem poravnave, stroški na pogodbo so fiksno določeni (Pirc, 2001, str. 30). V primeru trgovanja s temi pogodbami lahko rečemo, da gre za njegovo centralizacijo, kajti odvija se le na borzi, med njenimi člani in na reguliranem centralnem prostoru. Borza garantira vse posle in v primeru neizpolnitve prevzame celotno kreditno tveganje. Iz tega izhaja, da so udeleženci pripravljene kupovati oziroma prodajati standardizirane terminske pogodbe od neznane stranke. Vendar tudi borze se zavarujejo pred svojim kreditnim tveganjem z zavarovalnimi policami, kreditnimi linijami in drugimi ukrepi (Pirc, 2001, str. 31).

## **7.2. EUREX**

Eurex, evropska borza za terminske posle, je podružnica Deutsche Boerse in Swiss Exchange. Ustanovljena je bila leta 1998 in je s približno 450 milijoni pogodb, trgovanih v letu 2000, svetovno največji organizirani trg za trgovanje in poravnavo terminskih pogodb in opcij na delnice, indekse ter instrumente kapitalskega in denarnega trga, ki služijo kot zavarovanje pred tveganjem. Na voljo so: euro Bund future, euro Bobl future, euro Schatz future, euro BUXL future, enomesečni in trimesečni EURIBOR future, ki sta instrumenta denarnega trga; opcije na te »future« pogodbe z izjemo enomesečnega EURIBOR future in evro-denominiran BUXL future.

Srce Eurexa je računalniško vodeno trgovanje in poravnava, ki jo je razvil Deutsche Boerse Systems. Da je danes Eurex globalna blagovna znamka računalniškega trgovanja s finančnimi derivati, se je potrebno zahvaliti učinkoviti arhitekturi in nizkim transakcijskim stroškom. Podobno kot Xetra, tudi struktura Eurexa temelji na popolni tehnični infrastrukturi, ki zagotavlja 99,99% točnost. Danes 651 različnih udeležencev iz 20 držav trguje s 4,5 milijona pogodbami dnevno. Tehnično je mogoč dostop do Eurexa od kjerkoli na svetu, preko privatnih telekomunikacijskih poti ali interneta. (Deutsche Boerse Systems. [URL: <http://www.deutsche-boerse.com>], 15.4.2002.)

Z obrestmi povezani proizvodi, s katerimi se trguje na tem trgu, pa niso namenjeni samo zavarovanju pred tveganji, ampak omogočajo tudi arbitražo med spot in »forward« trgi ali špekuliranje s spremembami v krivulji donosnosti. Eurex poleg pogodb na obresti ponuja še vrsto drugih, kot so pogodbe na indekse, delnice, tuje valute (DAX future, MDAX future, opcije na DAX, na različne pogodbe o obrestnih merah, na dobro prodajane nemške delnice, na ameriški dolar).

Tabela 5: Specifikacija standardiziranih terminskih pogodb, s katerimi se trguje na Eurex

Lastnosti	Euro-BUXL-"future"	Euro BUND "future"	Euro BOBL "future"
Osnova	državni dolgoročni dolžniški vrednostni papirji z 20 do 30,5 letno dospelostjo in 6% kuponom	državni dolgoročni dolžniški vrednostni papirji z 8,5 do 10,5 letno dospelostjo in 6% kuponom	državni srednjeročni dolžniški vrednostni papirji ali Treuhand zapisi s 3,5 do 5 letno dospelostjo in 6% kuponom
Dobava / poravnava	državne obveznice, ki imajo preostalo vrednost od 20 do 30,5 let na dan dobave	državne obveznice, ki imajo preostalo vrednost od 8,5 do 10,5 let na dan dobave	državni zakladni zapisi, petletne posebne državne obveznice, državne obveznice ali Treuhand zapisi, ki imajo preostalo vrednost od 1,75 do 2,25 leta na dobavni dan
Vrednost pogodbe	Minimalni obseg izdaje obveznic je 4 mia DEM ali v primeru novejših izdaj od 1.1.1999 2 mia EUR		
Kotacija	100.000 EUR		
Minimalni cenovni premik	Kot % od nominalne vrednosti; prilagojen na dve decimaliki		
Dospelost	0,01%; to je ekvivalentno 10 EUR		
Zadnji trgovalni dan	Vsake tri mesece v zaporedju marec, junij, september, december		
Poravnalna cena in poravnava	Dva trgovalna dneva pred datumom dostave v posameznem kvartarnem mesecu;		
Trgovalni čas	Deseti koledarski dan po dostavi, če je ta dan trgovalni; če ne, naslednji trgovalni dan;		
	Prenos se opravi preko Eurex Clearing AG.		
	8.00 do 19.00 CET		

Vir: The market for German Federal securities. [URL: [http://www.bundesbank.de/en/monatsberichte/sonderpub/marfedsec\\_0500.pdf](http://www.bundesbank.de/en/monatsberichte/sonderpub/marfedsec_0500.pdf)], 15.11.2001.

Stanje evro-denominiranih »futures«pogodb na obveznice se v letih 1999 in 2000 ni bistveno razlikovalo. S terminskimi pogodbami na nemške vladne obveznice (2,5 in 10 letne), s katerimi se trguje na terminski borzi Eurex, se je trgovalo na veliko. Eurex je potrdil trend, ki je nastal v letu 1999, da je postal najpomembnejša terminska borza tudi globalno in zavzel mesto pred predtem vodilno Chicago Board of Trade (CBOT), prav tako pa so pogodbe na Bund postale najaktivnejše trgovane »futures« pogodbe

na svetu. Njihov uspeh delno temelji tudi na dejstvu, da uporabljajo najširše uporabljen instrument zavarovanja za vse evro-denominirane izdaje.

Z evro-denominiranimi finančnimi proizvodi, ki temeljijo na obrestnih merah, se trguje tudi na tujih terminskih borzah, zlasti na London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE).

### **7.3. INDEKSI SPREMENLJIVOSTI**

Deutsche Boerse izračunava indekse, ki merijo spremenljivost, ki je pričakovana cenovna fluktuacija indeksa DAX. Objavljajo podindekse za vsak posamezen rok poteka DAX-opcij, s katerimi se trguje na Deutsche Terminboerse (DTB). VDAX (DAX volatility index) je določen neodvisno od dospelosti, to pomeni za fiksno življenjsko dobo 45 dni. VDAX kot tudi podindeksi spremenljivosti so ažurirani vsakih deset sekund.

Kot že rečeno, nemški indeks delnic Deutscher Aktienindex DAX sestavlja 30 največjih in najbolj prodajanih nemških delnic. To predstavlja približno 70% celotne tržne kapitalizacije nemških podjetij, ki kotirajo na borzi. DAX s svojim konceptom in 15-sekundnim ažuriranjem daje popolno predstavo nemškega delniškega trga. (Guide to the Volatility Indices of Deutsche Boerse. [URL: [http://www.deutsche-boerse.com/internet/exchange/index\\_e.htm](http://www.deutsche-boerse.com/internet/exchange/index_e.htm)], 23.1.2002.

Opcijska pogodba na ta indeks je eden najatraktivnejših produktov DTB in se uvršča med najpomembnejše opcijske pogodbe v svetovnem merilu. Osem dospelosti z življenjskimi dobami do dveh let je vsak trenutek dosegljivih za trgovanje. Najpomembnejša komponenta tveganja pri opcijskem trgovanju je spremenljivost in služi kot merilo za fluktuacijo cen skozi določeno časovno obdobje. To v konceptu opcijskega trgovanja pomeni: višja kot je pričakovana spremenljivost, višja je cena opcije.

VDAX je določen z linearno interpolacijo dveh subindeksov, ki sta najbližje 45-dnevni življenjski dobi. Zato je ta indeks tudi neodvisen od življenjske dobe, kar pomeni, da nikoli ne preteče in eliminira učinke močnega nihanja spremenljivosti, do katere ponavadi pride ob koncu veljavnosti. VDAX kot tudi njegovi podindeksi so objavljeni med 8.30 in 17.00 po frankfurtskem času vsak trgovalni dan na DTB.

Deutsche Boerse objavlja indeks VDAX, ki je izračunan enkrat dnevo, od 5.decembra 1994. Z dolgoročnimi DAX opcijami (12, 18, 24 mesecev) se trguje od marca 1996.

## 8. ANALIZA NEMŠKEGA KAPITALSKEGA TRGA IN PRIMERJAVA Z NAJVEČJIMI SVETOVNIMI TRGI KAPITALA

Pri obravnavi podatkov o obsegu domačih obveznic in delnic, s katerimi se trguje na borzah v Nemčiji, sem zajela podatke za obdobje 1995-2000. Za lažje razumevanje in primerljivost zaradi spremembe valute sem podatke izrazila v DEM, saj bi bilo podatke iz preteklih let nesmiselno pretvarjati v EUR.

Najprej sem primerjala vrednost prometa z delnicami in vrednost prometa z obveznicami ter izračunala delež vsakih v skupnem obsegu prometa z vrednostnimi papirji. Že na pogled lahko ugotovimo, da je bilo na začetku proučevanega obdobja močno preferirano financiranje z dolžniškim kapitalom. Tedaj je na nemških borzah vrednost prometa z obveznicami znašala kar 3.176.880 mio DEM, kar je predstavljalo 79,1% celotne vrednosti prometa, ki je leta 1995 znašala 4.018.420,0 mio DEM. Vidimo pa, da se je od tega leta trgovanje z obveznicami na nemških borzah začelo občutno zmanjševati, saj je v letu 1998 delež obveznic padel že na 50,6%, konec leta 2000 pa je znašal le še 23,8%. To izraža tudi izračunana negativna povprečna stopnja rasti, ki je za obravnavano obdobje 11,34%. Visoka vrednost prometa na začetku proučevanega obdobja je še pod vplivom zadolževanja nemške vlade ob združitvi obeh Nemčij. Padec deleža obveznic je med drugim posledica zelo skeptičnih ekonomskih pričakovanj, kar pa ni značilno le za Nemčijo, temveč tudi za razvitejšo angloameriške trge.

Kljub temu da nemški delniški trg še vedno nima razvite izrazite globine, se njegov pomen iz leta v leto povečuje. To lahko vidimo tudi iz podatkov (glej Tab.1, str.1), saj je vrednost prometa na borzah z 841.540,0 mio DEM na začetku proučevanega obdobja narasla na 4.589.288,0 mio DEM, kar pomeni, da se je povečala za več kot petkrat in v letu 2000 predstavljala kar 76,2% v celotnem prometu vrednostnih papirjev na nemških borzah. Povprečna stopnja rasti v obdobju 1995-2000 je kar 34,41%.

Kapitalizacija ali tržna vrednost papirja nam pokaže, koliko dolgoročnega kapitala se investira preko trga kapitala. Predstavlja agregatno tržno vrednost vrednostnega papirja, ki je enaka tržni ceni posameznega papirja, pomnoženi s celotnim številom enot tega papirja. Če najprej usmerimo pozornost na tržno kapitalizacijo delnic (glej Tab.2, str.2) vidimo, da je v letu 1995 znašala na sekundarnem trgu delnic v Nemčiji 826.382,2 mio DEM, nato pa se iz leta v leto občutno povečevala in do sedaj dosegla vrhunec v letu 1999 z 2.857.746,0 mio DEM. Po skokoviti rasti v letih 1999 in 2000, konec proučevanega obdobja zabeleži rahel padec. Vse torej kaže na vedno večji pomen trga delnic tudi v Nemčiji, ki ima za svoj razvoj še veliko mero skritih potencialov.

Tržna vrednost obveznic, s katerimi se trguje preko nemških borz, je bila na začetku proučevanega obdobja skoraj štirikrat večja od tržne kapitalizacije delnic. Do leta 1997 se je še povečevala in dosegla vrednost 3.635.368,0 mio DEM, a že v naslednjem letu opazimo bistven padec. Zadnji dosegljivi podatki za leto 1999 kažejo, da se je znižala za dobro tretjino, na 2.071.689,0 mio DEM. S tem je še



potrjen podatek iz enega od prejšnjih poglavij, da se večji del trgovanja z nemškimi dolžniškimi vrednostnimi papirji opravi preko OTC trga.

V Tabeli 2 so izračunani tudi koeficienti obračanja delnic oziroma obveznic na nemškem borznem trgu za proučevano obdobje. Z njimi sem analizirala likvidnost tega trga. Koeficient obračanja izračunamo tako, da vrednost prometa posamezne vrste vrednostnega papirja delimo s tržno kapitalizacijo. Ob pogledu na izračunane koeficiente lahko brez težav ugotovimo, da v obdobju 1995-2000 tako na trgu delnic kot na trgu obveznic likvidnost z manjšimi odstopanji ostaja v določenem okviru. Koeficient obračanja na trgu delnic se je z 1,0 (leto 1995) povišal na 1,7 (leto 2000), kar pomeni, da se likvidnost tega trga povečuje iz leta v leto. Na trgu obveznic lahko opazimo, da se v proučevanem obdobju likvidnost ni bistveno spremenila. Izstopa podatek za leto 1997, ko je znašal koeficient obračanja 0,7. Za leto 2000 nimamo podatka, leto poprej pa je bil 1,0. Zaključimo lahko z ugotovitvijo, da je likvidnost obeh trgov, trga obveznic in trga delnic, podobna, saj se njuni koeficienti obračanja ne razlikujejo dosti, lahko pa glede na podatke v bodoče pričakujemo nadaljnje povečevanje likvidnosti na trgu delnic.

Sledi analiza donosov nemških obveznic (glej Tab.3, str. 2). Znotraj proučevanega obdobja 1995-2000 sem jih razdelila na posamezne sektorje: javni, finančni in nefinančni. Vidimo, da se je donosnost obveznic od začetka do konca tega obdobja zmanjšala prav v vseh treh sektorjih. Najnižje vrednosti je dosegla v letih 1998 in 1999, nato pa se je v letu 2000 ponovno začela dvigovati. Skozi vsa leta je najvišja v nefinančnem sektorju in najnižja v javnem. Skupna donosnost pokaže, da se je s 6,5% v letu 1995 znižala na samo 4,3% v letu 1999, podatek 5,4% za leto 2000 pa je že bolj optimističen. Vzroke zniževanja donosov sem opredelila že v prejšnjih odstavkih in jih med drugim opravičila z bolj pesimističnimi pričakovanji v gospodarstvu, kar zmanjšuje željo investitorjev po zadolževanju z dolžniškimi instrumenti.

Če pogledamo podatke tržne kapitalizacije domačih delnic v svetovnem merilu, ugotovimo, da je konec leta 2000 le-ta znašala 31.059.738,90 milijonov USD, od tega 4,1% pripada nemškemu trgu kapitala. Čeprav delež sprva ni videti visok, primerjava z drugimi državami pokaže, da Nemčija z njim zaseda peto mesto. Veliko prednost pred vsemi držijo seveda ZDA z 49%, katerim sledijo Japonska (10,3%), Velika Britanija (8,4%) ter Francija (4,7%).

Tudi z vidika trga obveznic sem se osredotočila na primerjavo podatkov petih največjih trgov na svetu: ZDA, Japonske, Nemčije, Velike Britanije in Francije. Skupna tržna vrednost obveznic obravnavanih trgov se je v proučevanem obdobju 1990-2000 povečala za skoraj polovico, z 4.748.224 na 8.829.669 mio USD. Posamezne države so v tem času zavzemale dokaj konstantna razmerja deležev, in sicer v prej naštetem vrstnem redu od največjega do najmanjšega. Vendar lahko izpostavimo padec ameriškega deleža s 34,5% na 24,4% v obdobju 1990-2000. Tako je v letu 1999 z deležem 28,4% vodilno mesto na trgu obveznic zavzela Japonska, prav tako se v zadnjih letih povečuje delež Velike Britanije, zmanjšuje pa delež Nemčije in Francije. Tu lahko omenim eno temeljnih značilnosti evropskih trgov obveznic, da so ti trgi oziroma vsaj nekateri njihovi segmenti sicer dokaj veliki, vendar

pa so v večini primerov zelo nelikvidni. V tem primeru so vsekakor izvzete nemške Bunds in Pfandbriefe, predvsem Jumbo Pfandbriefe, ki predstavljajo »benchmark« celotnemu tovrstnemu trgu in jih odlikuje visoka stopnja likvidnosti na primarnem trgu, žal pa ne tudi na sekundarnem.

Kljub temu da se delež obveznic, ki pripada Japonski, povečuje, je povprečna stopnja rasti negativna. Razlog je v povečevanju zadolževanja vlade, medtem ko je za finančne institucije in nefinančna podjetja značilen upad. Izdaje obveznic so bile na Japonskem že od nekdaj močno nadzorovane in omejevale, tako da so jih lahko izdajala le najuspešnejša podjetja. Trg obveznic na Japonskem se je začel razvijati šele v sredini sedemdesetih zaradi množične izdaje obveznic s strani vlade, ta pa je bila prisiljena zadolževati se zaradi visokega deficita.

Padec deleža ZDA v celotni tržni vrednosti obveznic lahko na nek način opravičimo tudi z dejstvom, da se je ta trg že približal neki svoji zgornji meji (ki pa je lahko tudi samo začasna). V 80-ih letih je ta trg dosegal izredno visoke povprečne stopnje rasti, bil tudi vodilen med vsemi petimi naštetimi ekonomijami. To je moč pripisati izredno dobro razvitemu trgu obveznic v ZDA, preko katerega se država že dolgo financira za pokrivanje svojega proračunskega deficita.

Najpogostejši način prikaza pomembnosti trga kapitala za narodno gospodarstvo je delež tržne kapitalizacije v bruto domačem proizvodu (BDP). Iz Tabele 5 je lepo razvidno, da je v opazovanem obdobju ta delež najvišji v Veliki Britaniji, sledijo mu ZDA. Od opazovanih petih držav je na petem mestu Nemčija, ki v letu 1999 še vedno ni dosegla 100 odstotkov kot vse ostale konkurentke. To seveda pomeni manjši pomen trga kapitala v Nemčiji, lahko pa ji pridružimo tudi Francijo in Japonsko. Za primerjavo sem v tabeli navedla še podatke za Slovenijo, kjer znaša delež za leto 1999 komaj 9,7%.

## 9. SKLEP

Naraščajoča integracija glavnih finančnih trgov, posebno držav članic Evropske monetarne unije, zahteva neprestano usklajevanje finančnih instrumentov in procesov v skladu s splošno mednarodno prakso. Zato je za izdajo in trgovanje z vrednostnimi papirji potrebno poznavanje različnih nacionalnih finančnih trgov, njihovih struktur in znanja. Največjih investorjev ne zanima samo stabilnost evra, ki je potreben predpogoj produktivnega trga kapitala, temveč tudi transparentnost, svoboda pred omejitvami in likvidnost. Euro si bo moral v prihodnjih letih šele izboriti svoje mesto na mednarodnih finančnih trgih ter povečati zaupanje vseh ekonomskih udeležencev. Nedvomno pa so z njegovim prihodom mednarodni finančni trgi pred velikim izzivom. Sčasoma bodo zagotovo izginili nekateri njihovi deli in se kompenzirali z novimi deli trga. Med drugim se bodo znižala tudi deviznotečajna tveganja, transakcijski stroški, povečali se bodo konkurenca, cenovna preglednost in primerljivost.

Uvedba evra prinaša obilo sprememb za nemški trg kapitala, ki kot nacionalni trg kapitala zaseda zavidljivo tretje mesto v svetovnem merilu, takoj za ZDA in Japonsko. Domači izdajatelji vrednostnih papirjev so se znašli v neposrednem konkuriranju s tistimi iz drugih članic monetarne unije. Kljub spremembam pa vrednostni papirji nemške zvezne vlade, natančneje Bunds, ki igrajo ključno vlogo tudi na domačem trgu kapitala, še naprej ostajajo merilo celotnemu evro-denominiranemu trgu vladnih obveznic. Med drugim jih odlikuje visoka stopnja likvidnosti na sekundarnem trgu, igrajo pa tudi osnovo najpomembnejšim instrumentom zavarovanja pred obrestnim tveganjem v evro območju. To so Bund »futures«, terminske pogodbe, ki predstavljajo kar tri četrtine vsega poslovanja s terminskimi pogodbami na obveznice na Eurexu, nemški terminski borzi. Tudi ta je posebnost in pokazatelj pomembnosti ter privlačnosti nemškega kapitalskega trga. Eurex je v desetih letih od svoje ustanovitve postal vodilna svetovna terminska borza.

Za Nemčijo je bilo v začetku 90-ih značilno predvsem financiranje z javnimi obveznicami, zato poznajo širok spekter javnih obveznic z različnimi dospelostmi, ki so jih izdajali različni javni subjekti. Od leta 1995 dalje večji delež zopet prevzemajo bančne obveznice, kar opravičuje trditev, da dominantno vlogo v nemškem finančnem sistemu prevzemajo banke. Videti je, kot da ni konca posebnostim nemškega trga kapitala v evro in svetovnem merilu. Na tem mestu mislim na hipotekarne in komunalne obveznice, poznane kot Pfandbriefe. Zavzemajo vedno večji delež na trgu obveznic doma, hkrati pa so povzročile oživitev njihove izdaje tudi v drugih evropskih državah. Vključene so tudi v številne indekse obveznic na celotnem evro območju. Izdaja Jumbo Pfandbriefe je še dodatno rešila prejšnje relativno pomanjkanje likvidnosti na sekundarnem trgu.

Čeprav za Nemčijo še vedno velja trend iz preteklosti, da je bolj nagnjena k financiranju z obveznicami tako v finančnem kot nefinančnem sektorju, pa dobiva trg delnic vedno večji pomen in globino. To je razvidno tudi iz zaključkov analize sekundarnega trga za obdobje 1995-2000. Evropski lastniški trgi so v primerjavi z ameriškimi še vedno neprimerno manjši, a se v zadnjih letih hitro razvijajo. Z vidika evro območja Nemčija izstopa glede novih izdaj delnic (IPO's), tržne kapitalizacije in števila na borzo uvrščenih podjetij. V številu tujih podjetij, ki se na borzo uvrščajo s svojimi delnicami, jo prekašata le ZDA in Velika Britanija. S hitro razvijajočo kulturo delničarjev razvoj tega segmenta trga kapitala res ni vprašljiv, saj ima nemški trg kapitala še zelo obetaven potencial za svojo rast. Dodaten vir lastnih sredstev predstavljajo ustanavljanja novih segmentov, kot na primer Neuer Markt in SMAX. Treba pa je predvidevati, da bo prehod na evro spodbujal razvoj enotnega evropskega trga za delnice največjih podjetij in to v obliki enotnega elektronskega trgovanja, medtem ko se bodo nacionalne borze morale specializirati za trgovanje z manj likvidnimi delnicami in delnicami manjših podjetij. Za evropske trge in z njimi vred tudi nemškega, lahko sklepamo, da je v okviru Evropske monetarne unije ogromen potencial rasti evropskega trga delnic, še posebej, če bo ta prevzel enakovredno pomembno vlogo finančnega instrumenta, kot jo ima na ameriškem trgu. V tem primeru je možna kar nekajkratna rast evropskega trga.

Ne smemo pozabiti tudi vse večjega pomena vlaganj v nemške vzajemne sklade in uporabe finančnih derivatov, s katerimi se trguje na Eurexu. Pomembnosti njegove

vloge v svetovnem merilu in količini prometa s pogodbami na Bundsu pa smo tudi že povzeli.

Finančni trgi v Evropi, med njimi tudi Nemčija, so bili v zadnjem desetletju podvrženi trendom internacionalizacije in deregulacije finančnega prostora ter tehnološkim spremembam v informacijskih in komunikacijskih sistemih. Že nekaj časa smo priča nekomplikirani mobilnosti kapitala na vse mogoče konce sveta, vedno več je govora o globalizaciji. S tem pa ni bojazni, da bi to pomenilo konec posameznih nacionalnih trgov. Ravno nasprotno, veliko je še odprtega za nadaljnjo rast in razvoj. Nemčija je vsekakor na dobri poti v lovu razvitosti kapitalskih trgov ZDA in Japonske. Že sam pregled uspešnosti domačih področij in finančnih instrumentov, ki predstavljajo vodilo tudi ostalim državam, je dovolj prepričljiv.

## LITERATURA

1. Blejec Marijan: Statistične metode za ekonomiste. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1973. 868 str.
2. Bodie Zvi, Merton Robert: Finance. New Jersey: Prentice-Hall, Inc., 1998. 442 str.
3. Čibej Natalija: Denarni trg. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1996. 50 str.
4. Fabozzi Frank, Modigliani Franco: Capital Markets: Institutions and Instruments. New Jersey: Prentice-Hall, Inc., 1992. 726 str.
5. Groznik Peter: Ureditev trgovanja s svežnji. Finance-Borzni fokus, Ljubljana, 2002, 52, str. 21-22.
6. Grum Andraž: Pravilna pričakovanja ponujajo priložnosti. Kapital, Ljubljana, 2002, 279, str. 79.
7. Hudin Ivan: Investirati-ne na pamet, ampak pametno. Kapital, Ljubljana, 2001, 261, str. 68.
8. Livingston Miles: Money and Capital Markets. New York: New York Institute of Finance, Kolb Publishing Company, 1993. 622 str.
9. Mayo Herbert B.: Investments: An Introduction. Sixth Edition. Chicago: The Dryden Press, 2000. 909 str.
10. McInish Thomas H.: Capital Markets. Massachusetts: Blackwell Publishers, 2000. 429 str.
11. Nikolič Marjana: Nacionalni trgi kapitala. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1997. 63 str.
12. Owen Smith Eric: The German Economy. London: Routledge, 1994. 592 str.
13. Pirc Matej: Trg kapitala v ZDA. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001. 45 str.
14. Pirtovšek Srečko: Kako izbrati pravo naložbo denarja. Kapital, Ljubljana, 2001, 254, str. 22.
15. Potisk Mateja: Varčevanje v vrednostnih papirjih. Kapital, Ljubljana, 2001, 261, str. 30-33.
16. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 205 str.

17. Reilly Frank: Investments, 2<sup>nd</sup> Edition. Chichago: The Dryden Press, 1986. 726 str.
18. Skubic Tatjana, Treven Mateja: Dober dan evro. Kapital, Ljubljana, 1998, 197/198, str. 30-32.
19. Šindič Minja: Vpliv evra na denarni trg in trg kapitala. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 45 str.
20. Veselinovič Draško: Opcije in terminski (izvedeni) finančni instrumenti. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1998. 293 str.

## VIRI

1. Derivative Markets. [URL:[http://www.deutsche-boerse.com/internet/exchange/index\\_e.htm](http://www.deutsche-boerse.com/internet/exchange/index_e.htm)], 23.1.2002.
2. Deutsche Boerse Systems. [URL: <http://www.deutsche-boerse.com>], 15.4.2002.
3. Deutsche Bundesbank Annual report 2000, [URL: [http://bundesbank.de/en/monatsbericht/geschaeftsbericht/gb01\\_e.pdf](http://bundesbank.de/en/monatsbericht/geschaeftsbericht/gb01_e.pdf)], 18.1.2002.
4. Euro Bond Market. [URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/eurobondmarket.pdf>], 20.1.2002.
5. Euro Equity Market. [URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/euroequitymarket.pdf>], 20.1.2002.
6. FIBV Data. [URL: <http://www.fibv.com/index.asp?resolutionX=102&resolutionY=768>],
7. Guide to the Volatility Indices of Deutsche Boerse. [URL: [http://www.deutsche-boerse.com/internet/exchange/index\\_e.htm](http://www.deutsche-boerse.com/internet/exchange/index_e.htm)], 23.1.2002.
8. Mramor Dušan: Slovar poslovnofinančnih izrazov. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 116 str.
9. Remsperger Herman: Financial market trends in Germany. Deutsche Bundesbank. [URL: [http://www.bundesbank.de/de/presse/reden/pdf/rem\\_291001.pdf](http://www.bundesbank.de/de/presse/reden/pdf/rem_291001.pdf)], 14.1.2002.
10. The market for German Federal securities. [URL: <http://www.bundesbank.de/en/monatsberichte/sonderpub/marfedsec.0500.pdf>], 15.11.2001.

11. Welteke Ernst: Germany as a Financial Centre-European Perspectives for Japanese Markets. Deutsche Bundesbank. [URL: [http://www.bundesbank.de/de/presse/reden/pdf/welt\\_291101.pdf](http://www.bundesbank.de/de/presse/reden/pdf/welt_291101.pdf)]. 14.1.2002

## PRILOGA

TABELA 1: Obseg in struktura vrednostnih papirjev na nemškem borznem trgu kapitala, v mio DEM, 1995-2000

Leto	Vrednost prometa z delnicami	Vrednost prometa z obveznicami	Skupaj	Delnice (v%)	Obveznice (v%)	Skupaj (v%)
1995	841.540,0	3.176.880,0	4.018.420,0	20,9	79,1	100
1996	1.224.321,8	3.278.430,0	4.502.751,8	27,2	72,8	100
1997	1.860.576,9	2.626.796,0	4.487.372,9	41,5	58,5	100
1998	2.618.897,5	2.683.796,0	5.302.693,5	49,4	50,6	100
1999	2.945.658,0	2.150.150,0	5.095.808,0	57,8	42,2	100
2000	4.589.288,0	1.430.032,0	6.019.320,0	76,2	23,8	100
pov.st.	34,41%	-11,34%	-	-	-	-

Vir: FIBV Data. [URL: <http://www.fibv.com/index.asp?resolutionX=102&resolutionY=768>], 8.4.2002.

Opomba: pov.st.: povprečna stopnja rasti v obd.1995-2000

TABELA 2: Koeficient obračanja delnic in obveznic na borzah v Nemčiji v mio DEM, 1995-2000

Leto	Tržna kapitalizacija delnic dom.podjetij	Vrednost prometa z delnicami	Koeficient obračanja delnic	Tržna vrednost obveznic	Vrednost prometa z obveznicami	Koeficient obračanja obveznic
1995	826.382,2	841.540,0	1,0	3.068.253,0	3.176.880,0	1,1
1996	1.034.073,0	1.224.321,8	1,2	3.393.996,0	3.278.430,0	1,0
1997	1.483.851,0	1.860.576,9	1,3	3.635.368,0	2.626.796,0	0,7
1998	1.822.103,0	2.618.897,5	1,4	2.126.166,0	2.683.796,0	1,3
1999	2.857.746,0	2.945.458,0	1,0	2.071.689,0	2.150.150,0	1,0
2000	2.705.872,0	4.589.288,0	1,7	NP	1.430.032,0	0,0

Vir: FIBV Data. [URL: <http://www.fibv.com/index.asp?resolutionX=102&resolutionY=768>], 8.4.2002.

Opomba: NP: ni podatka



TABELA 3: Donosi nemških obveznic (v %)

Leto	Javni sektor	Finančni sektor	Nefinančni sektor	Skupaj
1995	6,5	6,5	6,9	6,5
1996	5,6	5,5	5,8	5,6
1997	5,1	5,0	5,2	5,1
1998	4,4	4,5	5,0	4,5
1999	4,3	4,3	5,0	4,3
2000	5,3	5,6	6,2	5,4

Vir: Deutsche Bundesbank Annual report 2000, [URL: [http://bundesbank.de/en/monatsbericht/geschaeftsbericht/gb01\\_e.pdf](http://bundesbank.de/en/monatsbericht/geschaeftsbericht/gb01_e.pdf)], 18.1.2002.

TABELA 4: Svetovna tržna kapitalizacija delnic petih največjih trgov kapitala na svetu, 31.12.2000

Država	Tržna kapitalizacija domačih delnic 31.12.2000 (mio USD)	Delež v svetovni tržni kapitalizaciji
ZDA	15.214.416,20	49,00%
Japonska	3.193.934,40	10,30%
Velika Britanija	2.612.230,20	8,40%
Francija	1.446.634,10	4,70%
Nemčija	1.270.243,20	4,10%
Ostale države	7.322.280,80	23,70%
Skupaj	31.059.738,90	100,00%

Vir: FIBV Data. [URL: <http://www.fibv.com/index.asp?resolutionX=102&resolutionY=768>], 8.4.2002.

TABELA 5: Pomembnost trga delnic v posameznih gospodarstvih, v milijardah USD, 1995-1999

	<b>BDP</b>	<b>Tržna kapitalizacija</b>	<b>%</b>
<b>1995</b>			
<b>Nemčija</b>	2.259,3	577,4	25,6%
<b>Francija</b>	1.566,8	500,0	31,9%
<b>Velika Britanija</b>	1.106,7	1.346,6	121,7%
<b>Japonska</b>	4.393,8	3.667,3	83,5%
<b>ZDA</b>	7.245,8	6.917,7	95,5%
<b>1996</b>			
<b>Nemčija</b>	2.352,5	664,9	28,3%
<b>Francija</b>	1.537,6	587,0	38,2%
<b>Velika Britanija</b>	1.151,4	1.642,6	142,7%
<b>Japonska</b>	4.599,7	3.106,1	67,5%
<b>ZDA</b>	7.576,1	8.451,7	111,6%
<b>Slovenija</b>	NP	0,9	NP
<b>1997</b>			
<b>Nemčija</b>	2.102,7	825,2	39,2%
<b>Francija</b>	1.394,1	676,3	48,5%
<b>Velika Britanija</b>	1.288,3	1.996,2	155,0%
<b>Japonska</b>	4.192,7	2.216,7	52,9%
<b>ZDA</b>	8.083,4	10.730,6	132,7%
<b>Slovenija</b>	18,8	1,9	10,0%
<b>1998</b>			
<b>Nemčija</b>	2.133,7	1.086,7	50,9%
<b>Francija</b>	1.451,8	984,9	67,8%
<b>Velika Britanija</b>	1.387,5	2.372,7	171,0%
<b>Japonska</b>	3.798,2	2.495,8	65,7%
<b>ZDA</b>	8.510,7	12.647,9	148,0%
<b>Slovenija</b>	18,2	1,9	10,3%
<b>1999</b>			
<b>Nemčija</b>	1.986,9	1.432,2	72,1%
<b>Francija</b>	1.347,1	1.496,9	111,1%
<b>Velika Britanija</b>	1.440,0	2.855,4	198,3%
<b>Japonska</b>	4.348,8	4.554,9	104,7%
<b>ZDA</b>	9.256,1	16.733,0	180,8%
<b>Slovenija</b>	19,5	1,9	9,7%

Vir: FIBV Data. [URL: <http://www.fibv.com/index.asp?resolutionX=102&resolutionY=768>], 8.4.2002.

Opomba: NP: ni podatka

TABELA 6: Tržna vrednost obveznic petih največjih borznih trgov na svetu, v mio USD, 1990-2000

Leto	Nemčija	%	VB	%	ZDA	%	Japonska	%	Francija	%	Skupaj
1990	1.048.635,0	22,1%	576.291,0	12,1%	1.639.633,7	34,5%	978.895,3	20,6%	504.769,5	10,7%	4.748.224,5
1991	1.281.371,6	21,9%	597.306,0	10,2%	2.246.424,7	38,4%	1.157.925,5	19,8%	558.668,4	9,7%	5.841.674,5
1992	1.390.413,6	23,5%	599.847,7	10,2%	2.061.585,6	34,9%	1.276.878,6	21,7%	576.553,5	9,7%	5.905.255,7
1993	1.546.466,8	21,4%	875.953,1	12,1%	2.541.647,4	35,2%	1.598.810,6	22,2%	656.588,5	9,1%	7.219.445,2
1994	1.886.436,2	24,6%	909.535,1	11,9%	2.376.419,1	31,1%	1.796.520,1	23,4%	691.872,5	7,0%	7.660.756,6
1995	2.180.550,6	24,9%	997.945,5	11,4%	2.758.093,6	31,5%	1.969.067,8	22,5%	845.078,2	9,7%	8.750.711,0
1996	2.182.353,4	24,2%	1.162.796,0	12,9%	2.862.839,0	31,7%	1.931.293,0	21,4%	878.151,2	9,8%	9.017.408,6
1997	2.021.783,0	24,5%	978.000,2	11,8%	2.632.591,0	31,9%	1.841.982,4	22,3%	777.524,4	9,5%	8.251.956,7
1998	2.480.188,0	26,5%	1.232.655,2	13,1%	2.554.426,2	27,3%	2.219.012,0	23,7%	886.771,8	9,4%	9.373.027,0
1999	2.076.464,9	22,4%	1.363.347,3	14,7%	2.421.296,8	26,1%	2.639.619,0	28,4%	765.098,7	8,2%	9.265.726,7
2000	2.001.342,0	22,6%	1.423.663,0	16,1%	2.124.881,4	24,2%	2.548.332,0	28,8%	731.449,6	8,3%	8.829.669,0

Vir: FIBV Data. [URL: <http://www.fibv.com/index.asp?resolutionX=102&resolutionY=768>], 8.4.2002.

