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

1. UVOD ..................................................................................................................... 1

2. FINANČNI TRG........................................................................................................... 2
   2.1. FUNKCIJE FINANČNIH TRGOV ................................................................. 3
   2.2. TIPI FINANČNIH TRGOV ........................................................................... 4

3. TRG KAPITALA V NEMČIJI ......................................................................................... 4
   3.1. ZNAČILNOSTI TRGA KAPITALA ................................................................. 4
   3.2. NEMČIJA KOT FINANČNI CENTER ............................................................. 5
       3.2.1. Borzni sistem v Nemčiji ...................................................................... 7
       3.2.2. Segmenti borznega trgovanja in njegovi udeleženci ......................... 8
       3.2.3. OTC trg in elektronsko poslovanje ..................................................... 9

4. TRG OBEZNIC V NEMČIJI ........................................................................................ 10
   4.1. IZDAJA OBEZNIC NEMŠKEGA JAVNEGA SEKTORA .................................. 11
       4.1.1. Izdajateli državnih vrednostnih papirjev ............................................ 12
       4.1.2. Državni dolžniški finančni instrumenti ............................................. 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 zakladi zapisi (Bundesschatzanweisungen ali Shaetze) .... 16
           4.1.2.4. Državne varčevalne obveznice (Bundesschatzbriefer) ................ 16
           4.1.2.5. Ostali vrednostni papirji .............................................................. 17
           4.1.2.6. Posojila (Schuldscheindarlehen) ................................................... 17
       4.1.3. Sekundarni trg državnih vrednostnih papirjev .................................... 17
   4.2. IZDAJA OBEZNIC FINANČNEGA SEKTORA ............................................ 18
       4.2.1. Bančne obveznice ............................................................................... 18
           4.2.1.1. Pfandbriefe .................................................................................... 19
           4.2.2. Dolgoročna posojila ...................................................................... 20
               4.2.2.1. Posojila nemških monetarnih finančnih institucij (MFI) .......... 20
               4.2.2.2. Posojila bančnega sektorja ...................................................... 21
       4.3. IZDAJA OBEZNIC NEFINANČNEGA SEKTORA OZ. PODJETNIŠKE
           OBVEZNICE ...................................................................................................... 21

5. TRG DELNIC ............................................................................................................ 23
   5.1. BORZNI INDEKSI DELNIC ........................................................................... 25
       5.1.1. Sestava indeksov ............................................................................... 27
   5.2. KONSOLIDACIJA LASTNIŠKEGA TRGA ..................................................... 28

6. VZAJEMNI SKLADI .................................................................................................... 29
   6.1. VRSTE SKLADOV GLEDE NA INVESTICIJSKE CILJE ............................... 30
   6.2. VLAGANJA V NEMŠKE VZAJEMNE SKLADE ............................................ 30
   6.3. ODPRTI INVESTICIJSKI SKLADI ............................................................... 31

7. TRG FINANČNIH DERIVATOV .............................................................................. 31
   7.1. VLOGA IZVEDENIH INSTRUMENTOV ....................................................... 31
       7.1.1. Opcijske pogodbe .............................................................................. 32
1. UVOD

Ekonomsko funkcijo 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 zdaj 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 nadaljnjega 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 dosegajo, 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 udeleženc, 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 rastel 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 pooblaščene 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 zbrane sredstva v diversificiran portfelj delnic in obveznic. Razdelim jih glede na investijske cilje ter opredeljeno 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 borzenem 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 lašajo 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 paleta denarnih poslov, od emisije denarja do kreditiranja;
- nedenarne: nedenarni del poslovnih bank, zavarovalnice, hranilnice, investicijski in pokojinski 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 borznaposredniške hiše;

4. Finančni trg 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 cenopripravljene odstopiti svoja presežna sredstva. Po teh povprašujejo celice, ki investirajo več, kot prihrajajo 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 pričakovane 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 invenstoritorium omogoča prodajo finančnega sredstva. Ta
značilnost okarakterizira finančni trg kot tisti, ki ponuja likvidnost, kadar okoliščine motivirajo oziroma prisilijo invenstitorje 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:

- \textit{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 datauma (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;

- \textit{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 primanjkljajja; kasneje lahko papir zamenja nešteto lastnikov, kar omogoči trgovanje na sekundarnem trgu; ta mehanizem omogoča likvidnost naložb kupcemu, kar bistveno vpliva na zanimanje za vrednostne papirje in možnosti donosnega planiranja finančnih presežkov; več o značilnostih in udležencih na teh trgih bomo izvedeli v kasnejših poglavjih;

- \textit{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).

- \textit{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, t.j.za več kot eno leto (Nikolič, 1997, str. 3).

Subjekti, ki sodelujejo na trgu kapitala, so investitorji (lastniki kapitala,) kreditojemalci (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 vladja mora alokacijo sredstev prepustiti tržnim silam, to pa pomeni, da ne ovira podjetij, investitorjev 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 izognijo 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 predstavnštva tujih bank v Nemčiji in predstavnštva nemških kreditnih institucij v tujini, lahko spletimo 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...
Kako je nemški trg organiziran, je v veliki meri odvisno od deležencev. Nemška terminska borza (Deutsche Terminboerse, poznana kot Eurex), ki je bila ustanovljena leta 1990, se je izkazala za zelo uspešno. Trgovalce poteka preko računalnikov, obsega opcije in futures pogodbe, vključno s tistimi na zveznih obveznicah (Bunds), petletnih posebnih zveznih obveznicah (Bobls) in zveznih zakladih 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 modernije borzne poslovanja so doživeli naslednji večji razvoj v letu 1993 z ustanovitvijo Deutsche Boerse AG, ki ima vlogo osrednjega telesa promocije, izvrševanja in likvidacije nemškega borzne 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 obotku, izdanih s strani zvezne vlade, njenih posebnih skladov in bivše Treuhand agencije (Treuhandstalt), znašal okrog 700 milijard EUR. Velikost te vse to jasno pokazuje, kako pomemben je moderno urejen sistem tega managementa z končanost finančnega centra. Drugi pomemben faktor je ustanovitev Evropske monetarne unije, s čimer so postale tekmovne sile med vladnimi izdajatelji občutno bolj napet. (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 sedan izgubila prednost izdaje vrednostnih papirjev v DEM, do sedan 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 dosedanju valute,
- številnost in raznolikost finančnih institucij, instrumentov in proizvodov,
- velik obseg sredstev, dosegljivih za investiranje,
- inovativna finančna kultura,
- učinkovitost pravnega ogroda,
- zdrav in konkurenčen bančni sistem,
- podpora močne nacionalne ekonomije.

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


Vse javne borze v Nemčiji s tehničnimi pripomočki za trgovanje oskrbujejo privatni operaterji (»trgovalni parket«, sistemi za naročanje, sistemi za poravnavao). 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 Clearsteam 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. Zduženost poslovanja frankfurtskega spot trga, finančnega future trga, klirinj in poravnave pod eno streho pospešuje in lajša koordinacijo med posameznimi elementi in njihovim nadaljnijim 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 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 vodnj glavni del ter je odgovorna za poravnavo vseh borznih transakcijz vrednostnimi papirji v Nemčiji (Nikolič, 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 trgom 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


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 ločenica 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/merfedsec.0500.pdf], 15.11.2001.)


- 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 dijerske 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 nasprotni 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 vrat v neposrednih pogajanjih med kupci in posredniki. Takšno trgovanje je prisotno na vseh razvitrh borzkih trglih 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 svežnji vrednostnih papirjev brez spremembe cen, ki je pogosto posledica anonimnosti podatkov. Takšen način sklepanja poslov vsem vpletanim strankam skozi pogajanja omogoča vpogled v identiteto in namene vseh v posel vpletalnih strand, določenemu delu vlagateljev pa sodelovanje na trgu. Glede na rezultate študij na razvitrh trglih 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 konkurranju 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 investorji 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 neporavnalnosti 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 režidentov (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 posojilojemalcev, rezidenti iz nebančnega sektorja zavzeli bistveno manj pomemben delež kot tuji invenstitorji.

**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 prestal prvo greenko preizkušnjo v krizi, ki je izbuhnila na finančnih trgih jeseni 1998 kot rezultat bojazni pred ekonomskimi trendi v določenih pojavljačih 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 rastel hitreje kot pri vladnih papirjih drugih držav evro območja in papirjih, kot so hipotekarne obveznice, ki jih izdajo privatni posojilojemalci. Nemške državne obveznice, lahko rečemo, da so s francoskimi doble 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 sklad 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 skладa za nasledstvene obveznosti (ELF), Sklada zveznih železnic (Bundeseisenbahn-vermögen) in Poravnalnega skладa za varovanje porabe črnega premoga (Ausgleichsfonds zur Sicherung des Steinkohleneinsatzes). 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 posojilojemušči v svojem imenu. Toda določeni specijalni 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.


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 skladu (ERP Sondervermögen). Pooblastila posojanja določa Zakon o proračunu.

* Odplačilni sklad nasledstvenih obveznosti (Bund - Erblastentilgungsfonds ali ELF)

* Sklad Zveznih železnic (Bundeseisenbahnvermögen)
  Na podlagi Zakona o reorganizaciji železnice sta bila leta 1994 združena Zvezi posebni sklad »Deutsche Bundesbahn« in »Deutsche Reichsbahn« ter tako oblikovala Sklad zveznih železnic. Sledič prenosu poslovnih operacij Nemških železnic na Deutsche Bahn AG, odgovornosti, ki so preostale temu skladu,

* ERP posebni sklad (ERP Sondervermögen)
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 obveznice ne izdaja več.

* Odškodninski sklad (Entschädigungsfond)
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 Vermögensfragen) 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)

* 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 odplacenje obveznosti, ki so obstajale v času vstopa javnih družb v Komercialni 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 skupno vsem. Vrednostni papirji Zvezne vlade imajo fiksen kupon z letnimi kuponskimi datumi. Prav tako so fiksne dospelosti, brez provizije v primeru nedospelega odplačila izdajatelja. Vsi zvezni vrednostni papirji so primerne 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. Nakup izdaj državnih posojil na primarnem trgu so za investitorje brezplačni, kajti izdajatelji 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 vse neprestano rastele, 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.


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 obhod delov, glavnice in kupona, je 0,01 EUR.

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

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 takojmenovanih 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

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 odprom trgu (denominacija 0,01 EUR, minimalno naročilo 100 EUR).

Na koncu licitacije so serije prijavljene za trgovanje na Nemški borzi vrednostnih papirjev. Obseg 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 obrestami. Posebna značajnost 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

⇒ Obveznica 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 Ausgleichsfofnds Wahrungsumstellung)
Asimetrična konverzija sredstev in obveznosti ob valutni konverziji na področju bivše NDR julija 1990 je povzročila vzrste 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)


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 vodljivo 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.


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 oblotu 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

4.2.1.1. Pfandbriefe

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

Nemški Pfandbriefe investorjem zagotavljajo visoko stopnjo varnosti, ki temelji na jasnih določilih, določenih s statusom. To vključuje: prioritetno 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 pimeru 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 investorji precej nepriljubljeni, vsekakor pa se je situacija popolnoma spremenila. V primeru tradicionalnih Pfandbriefe, katerih pogoji izdaje so prikrojeni zahtevam posameznih investorjev, 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 investorje, ki so se premaknili od tradicionalnega »kupi in obdrži« načina k bolj aktivnemu stilu upravljanja z dolžniškimi vrednostnimi papirji.

Pfandbriefe so vključeni v številne indekse obveznic na celotnem evro področju, ki investorjem 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.


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%), Šviciji (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 prehitele podjetniške obveznice (10%), druge vrednostne papirje, zavarovane s sredstvom, in obveznice agencij (oboji 3%).


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)

Posojanje domaćemu 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 proračunskih konsolidacije je vodila javni sektor v zadozlevanje pri domaćem 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.


Tuji investorji so imeli večjo vlogo v nemških kreditnih institucijah in nebančnem sektorju kot kupci obveznic nemških izdajateljev, denominiranih v domaći 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 prednost, 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 kratkoročno 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 kooperacij.


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 realiziral pravijo 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. Zveza vlada je zmanjšala svojo novu 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


Ravno tako kot na tržih obveznic, so investitorji tudi na lastniških trgih zamenjali merila v posamezni državi za tista na evropski ravni. Evropski lastniški trgi so v primerjavi z ameriškimi 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.


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 pritok 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, presegata le še ZDA in Velika Britanija. Vsekakor Nemčija predstavlja enega vodilnih poslovnih centrov za Srednjo in Vzhodno Evropo.


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.


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 pridružitev 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 pokojinskih 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 upokojec. Do sedaj se je pokojinski 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 klirina in poravnavo. 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


- DAX

DAX odraža nemški »blue - chip segment«, ki prikazuje cenovne premike tridesetih največjih in za trgovanje najattractivnejših delnic nemških podjetij na FWB Frankfurtska 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**


- **SMAX All-Share in SDAX**

SMX je kvalitativen segment za manjša domača in tuja podjetja, ki kotirajo na FWB in izpolnjuje 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.

### Tabella 1: Bazni datumi indeksov

<table>
<thead>
<tr>
<th>INDEKS</th>
<th>BAZA</th>
<th>BAZNI DATUM</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>DAX</td>
<td>1.000</td>
<td>30.12.1987</td>
</tr>
<tr>
<td>MDAX</td>
<td>1.000</td>
<td>30.12.1987</td>
</tr>
<tr>
<td>DAX 100</td>
<td>500</td>
<td>30.12.1987</td>
</tr>
<tr>
<td>DAX 100 sektorski</td>
<td>500</td>
<td>30.12.1987</td>
</tr>
<tr>
<td>CDAX</td>
<td>100</td>
<td>30.12.1987</td>
</tr>
<tr>
<td>CDAX sektorski</td>
<td>100</td>
<td>30.12.1987</td>
</tr>
<tr>
<td>SDAX</td>
<td>1.000</td>
<td>30.12.1987</td>
</tr>
<tr>
<td>SMAX All-Share</td>
<td>100</td>
<td>30.12.1987</td>
</tr>
<tr>
<td>NEMAX 50</td>
<td>1.000</td>
<td>30.12.1997</td>
</tr>
<tr>
<td>NEMAX All-Share</td>
<td>1.000</td>
<td>30.12.1997</td>
</tr>
<tr>
<td>Nemax sektorski</td>
<td>100</td>
<td>30.12.1999</td>
</tr>
</tbody>
</table>


- **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 domača in tuje delnice. Tudi ta indeks se v primeru vstopa ali izstopa iz Neuer Markt-a takoj prilagodi novim razmeram.

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

<table>
<thead>
<tr>
<th>CDAX</th>
<th>DAX 100</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>19 sektorjev:</td>
<td>9 sektorjev</td>
</tr>
<tr>
<td>avtomobilski</td>
<td>avtomobilski in transportni</td>
</tr>
<tr>
<td>transport &amp; logistika</td>
<td>avtomobilski in transportni</td>
</tr>
<tr>
<td>bančništvo</td>
<td>bančništvo in finančne storitve</td>
</tr>
<tr>
<td>finančne storitve</td>
<td>bančništvo in finančne storitve</td>
</tr>
<tr>
<td>kemijski</td>
<td>kemijski in farmacija</td>
</tr>
<tr>
<td>farmacija in zdravstvo</td>
<td>kemijski in farmacija</td>
</tr>
<tr>
<td>gradbeništvo</td>
<td>gradbeništvo</td>
</tr>
<tr>
<td>zavarovalništvo</td>
<td>zavarovalništvo</td>
</tr>
<tr>
<td>osnovni viri</td>
<td>strojništvo in industrija</td>
</tr>
<tr>
<td>industrija</td>
<td>strojništvo in industrija</td>
</tr>
<tr>
<td>strojništvo</td>
<td>strojništvo in industrija</td>
</tr>
<tr>
<td>ciklična potrošnja</td>
<td>maloprodaja in potrošnja</td>
</tr>
<tr>
<td>hrana in pijača</td>
<td>maloprodaja in potrošnja</td>
</tr>
<tr>
<td>mediji in maloprodaja</td>
<td>maloprodaja in potrošnja</td>
</tr>
<tr>
<td>programska oprema</td>
<td>programska oprema in tehnologija</td>
</tr>
<tr>
<td>tehnologija</td>
<td>programska oprema in tehnologija</td>
</tr>
<tr>
<td>telekomunikacije</td>
<td>javni sektor in telekomunikacije</td>
</tr>
<tr>
<td>javni sektor</td>
<td>javni sektor in telekomunikacije</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Vir: Guideline to Deutsche Boerse’s Equity Indices. [URL: 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 kaksnekonkoli spremembe znotraj le-tega neposredno odrazijo 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 povzet 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

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


Če podjetja izpolnjujejo te pogoje, temelji izbor v DAX, MDAX, SDAX ali NEMAX 50 indekse na naslednjih kriterijih:
- borzni prihodki na Xetra in na trgovalnom parketu v Frankfurtu (zadnjih 12 mesecov),
- 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 tehnoških 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 tehnoškega sektorja, medijev in telekomunikacij so do marca 2000 dosegale visoke dobičke, nato

6. VZAJEMNI SKLADI


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 priljepeni varčevati še individualno, vzajemni sklad pa ponujajo optimalno razmerje med visoko likvidnostjo, varnostjo in dolgoročnim nadpovprečnim donosom (Pirtovšek, 2001, str. 22).

6.1. VRSTE SKLADOV GLEDE NA INVESTITIJSKE CILJE

Nekateri sklad 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 omejijo investicije v specializirane industrije ali pa omogočajo participacijo v novih raziskovanjih podjetij, s tem ko investirajo v področja, kot so elektronika ali telekomunikacije. Tukaj so tudi sklad, ki omejuje svoje investicije izključno v majhna podjetja ali vlagajo v tuje delnice. Za investitorje, ki želijo doseči maksimalno diverzifikacijo, so vedno bolj privilečni 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 spremembu 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 sklad, ki so specializirani za investiranje v obveznice, se lahko raznoliko delijo. Lahko investirajo izključno v vladne obveznice. Zelo različne investicijske interese imajo lahko sklad 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 sklad in so navadno manj tveganj od ostalih. Ker prinašajo več prihodkov, je povečanje vrednosti kapitala manjše.

6.2. VLAGANJA V NEMŠKE VZAJEMNE SKLADE


Razvoj posebnih skladov, ki so bili organizirani predvsem za institucionalne kljente, je glavni razlog za zmanjšanje sredstev, ki so jih zbrane 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 sklad iz mešanimi vrednostnimi
papirji. Delež zbranih sredstev v skladu, 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 nepremičinski skladovi so prodali le v vrednosti 0,5 milijarde EUR certifikatov. Že v preteklosti je bilo očitno, da so tovrstni skladovi za institucionalne investitorje manjšega pomena.

6.3. ODPRTI INVESTITIJSKI SKLADI


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.


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

V sledečih podpoglavlji 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

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th>prvi nivo proizvodov</th>
<th>drugi nivo proizvodov</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td><strong>EUREX</strong></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Indeksi</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Opcije na indekse</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>&quot;Futures&quot; pogodbe na indekse</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Opcije na delnico</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Opcije na DAX delnico</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Opcije na SMI delnico</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Opcije na Neuer Markt delnico</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Opcije na Nordic delnico</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Proizvodi trga denarja</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>&quot;Futures&quot; pogodbe denarnega trga</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Opcije na &quot;futures&quot; pogodbe denarnega trga</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Proizvodi trga kapitala</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>&quot;Futures&quot; pogodbe trga kapitala</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Opcije na &quot;futures&quot; pogodbe trga kapitala</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>


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) določeni vrednostni papir, ki je predmet terminskih pogodb, 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 jemljijo finančne instrumente ali finančne kazalce, kot so na primer indeks delnic, obrestne mere ali devizni tečaji. 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 termske pogodbe


7.2. EUREX


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 špekuliranjem 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 obrestih merah, na dobro prodajane nemške delnice, na ameriški dolar).
Tabela 5: Specifikacija standardiziranih terminskih pogodb, s katerimi se trguje na Eurex

<table>
<thead>
<tr>
<th>Lastnosti</th>
<th>Euro-BUXL-&quot;future&quot;</th>
<th>Euro BUND &quot;future&quot;</th>
<th>Euro BOBL &quot;future&quot;</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td><strong>Osnova</strong></td>
<td>državni dolgoročni dolžniški vrednostni papirji z 20 do 30,5 letno dospelostjo in 6% kuponom</td>
<td>državni dolgoročni dolžniški vrednostni papirji z 8,5 do 10,5 letno dospelostjo in 6% kuponom</td>
<td>državni srednjerocni dolžniški vrednostni papirji ali Treuhand zapisi s 3,5 do 5 letno dospelostjo in 6% kuponom</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>Dobava / poravnava</strong></td>
<td>državne obveznice, ki imajo preostalo vrednost od 20 do 30,5 let na dan dobave</td>
<td>državne obveznice, ki imajo preostalo vrednost od 8,5 do 10,5 let na dan dobave</td>
<td>državni zakladni zapisi, petletne posebne državne obveznice, državne obveznice ali Treuhand zapisi, ki imajo preostalo vrednost od 1,75 do 2,25 leta na dobavn dan</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>Vrednost pogodbe</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>Kotacija</strong></td>
<td>Kot % od nominalne vrednosti; prilagojen na dve decimalki</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>Minimalni cenovni premik</strong></td>
<td></td>
<td>0,01%; to je ekvivalentno 10 EUR</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>Dospelost</strong></td>
<td>Vsake tri mesece v zaporedju marec, junij, september, december</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>Zadnji trgovalni dan</strong></td>
<td>Dva trgovalna dneva pred datumom dostave v posameznem kvartarnem mesecu;</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>Poravna cena in poravnava</strong></td>
<td>Deseti koledarski dan po dostavi, če je ta dan trgovalni; če ne, naslednji trgovalni dan;</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Prenos se opravi preko Eurex Clearing AG.</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>Trgovalni čas</strong></td>
<td>8.00 do 19.00 CET</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

Minimalni obseg izdaje obveznic je 4 mia DEM ali v primeru novejših izdaj od 1.1.1999 2 mia EUR

100.000 EUR

Stanje evro-denominiranih »futures«-pogodb na obveznice se v letih 1999 in 2000 ni bistveno razlikovalo. S terminskih pogodbami na nemške vladne obveznice (2,5 in 10 letne), s katerimi se trguje na termski borzi Eurex, se je trgovalo na veliko. Eurex je potrdil trend, ki je nastal v letu 1999, da je postal najpomembnejša termska 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 tuh terminskih borzah, zlasti na London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE).

7.3. INDEKSI SPREMEMLJIVOSTI

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 podindekse spremenljivosti so ažurirani vsakih deset sekund.


Opucijska pogodba na ta indeks je eden najatrativnejših produktov DTB in se uvršča med najpomembnejše opcijijske pogodbe v svetovnem merilu. Osem dospelosti z življenjskimi dobami do dveh let je vsak trenutek dosegljiv za trgovanje. Najpomembnejša komponenta tveganja pri opcijijskem trgovanju je spremenljivost in služi kot merilo za fluktuacijo cen skozi določeno časovno obdobje. To v konceptu opcijijskega 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 njegov podindeksi so objavljeni med 8.30 in 17.00 po frankfurtskem času vsak trgovalni dan na DTB.

8. ANALIZA NEMŠKEGA KAPITALSKEGA TRGA IN PRIMERJAVA Z NAJVEČJIMI SVETOVNIM CELNIMI 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 izrazil v DEM, saj bi bilo podatke iz pretekih 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 bil je 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 razvitoše angloameriške trge.

Ključ 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 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 lehtih 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 dosegliji 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.


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 obravnanih 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 omejevane, 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 razvitetemu 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 doseglj 100 odstotkov kot vse ostale konkurentke. To seveda pomeni manjši delež trga kapitala v Nemčiji, lahko pa jih pridružimo tudi Francijo in Japonsko. Že primerjavo sem v tabeli navedla še podatke za Slovenijo, kjer znaša delež za leto 1999 komaj 9,7%.

9. SKLEP

Uvedba evra prinaša obilo sprememb za nemški trg kapitala, ki kot nacionalni trg kapitala zaseda zavidljivo tretje mesto v svetovnem merilu, toj 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, natancneje 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 tvoganjem v evro območju. To so Bund »futures«, terminske pogodbe, ki predstavljajo kar tri četrtnine vsega poslovanja s terminski 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.


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 obtaven potencial za svojo rast. Dodaten vir lastnih sredstev predstavljajo ustanavljanje novih segmentov, kot na primer Neuer Markt in SMAX. Treba pa je predvidevati, da bo prehod na evro spodbuval 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 Bunds 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 nekomplicirani 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 dobi 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


VIRI


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


PRILOGA

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

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


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

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


Opomba: NP: ni podatka
**TABELA 3: Donosi nemških obveznic (v %)**

<table>
<thead>
<tr>
<th>Leto</th>
<th>Javni sektor</th>
<th>Finančni sektor</th>
<th>Nefinančni sektor</th>
<th>Skupaj</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1995</td>
<td>6,5</td>
<td>6,5</td>
<td>6,9</td>
<td>6,5</td>
</tr>
<tr>
<td>1996</td>
<td>5,6</td>
<td>5,5</td>
<td>5,8</td>
<td>5,6</td>
</tr>
<tr>
<td>1997</td>
<td>5,1</td>
<td>5,0</td>
<td>5,2</td>
<td>5,1</td>
</tr>
<tr>
<td>1998</td>
<td>4,4</td>
<td>4,5</td>
<td>5,0</td>
<td>4,5</td>
</tr>
<tr>
<td>1999</td>
<td>4,3</td>
<td>4,3</td>
<td>5,0</td>
<td>4,3</td>
</tr>
<tr>
<td>2000</td>
<td>5,3</td>
<td>5,6</td>
<td>6,2</td>
<td>5,4</td>
</tr>
</tbody>
</table>


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

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>ZDA</td>
<td>15.214.416,20</td>
<td>49,00%</td>
</tr>
<tr>
<td>Japonska</td>
<td>3.193.934,40</td>
<td>10,30%</td>
</tr>
<tr>
<td>Velika Britanija</td>
<td>2.612.230,20</td>
<td>8,40%</td>
</tr>
<tr>
<td>Francija</td>
<td>1.446.634,10</td>
<td>4,70%</td>
</tr>
<tr>
<td>Nemčija</td>
<td>1.270.243,20</td>
<td>4,10%</td>
</tr>
<tr>
<td>Ostale države</td>
<td>7.322.280,80</td>
<td>23,70%</td>
</tr>
<tr>
<td>Skupaj</td>
<td>31.059.738,90</td>
<td>100,00%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

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


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

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