

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO
FINANČNI TRGI V ITALIJI

Ljubljana, oktober 2002

DIMITRIJ PREGELJ

IZJAVA

Študent/ka _____ izjavljam, da sem avtor/ica tega diplomskega dela, ki sem ga napisal/a pod mentorstvom

_____, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetinih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____.

Podpis:

KAZALO

1	UVOD	1
2	FINANČNI TRG	2
2.1	OPREDELITEV IN POMEN FINANČNEGA TRGA	2
2.1.1	DELOVANJE FINANČNEGA TRGA	2
2.1.2	Finančne institucije	3
2.1.3	Finančni instrumenti	4
2.2	DELITEV FINANČNEGA TRGA	5
3	ITALIJANSKI FINANČNI TRG	6
3.1	UREDITEV IN ZGODOVINSKI RAZVOJ FINANČNEGA SISTEMA	6
3.2	IZBIRA MED UNIVERZALNIM IN SPECIALIZIRANIM SISTEMOM	8
4	DENARNI TRG V ITALIJI	9
4.1	SPLOŠNO O DENARNEM TRGU	9
4.1.1	FUNKCIJA DENARNEGA TRGA	10
4.1.2	UDELEŽENCI DENARNEGA TRGA	10
4.1.3	MONETARNI NADZOR	11
4.1.3.1	Nadzorni instrumenti Banke Italije	11
4.1.4	DELITEV DENARNEGA TRGA	13
4.2	CENTRALNO BANČNI TRG	13
4.2.1	BANKA ITALIJE	13
4.2.2	EVROPSKA CENTRALNA BANKA	14
4.2.2.1	Izvršilni organi ECB	16
4.2.2.2	Bilanca Eurosistema	17
4.2.3	DENARNA POLITIKA	17
4.2.3.1	Cilji monetarne politike	17
4.2.3.2	Strategija monetarne politike	18
4.2.3.3	Glavni instrumenti monetarne politike ECB	19
4.2.3.4	Obvezne bančne rezerve	19
4.3	MEDBANČNI DENARNI TRG	19
4.3.1	SISTEM MEDBANČNEGA PLAČEVANJA	20
4.4	TRG KRATKOROČNIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV	20
4.5	PLAČILNI SISTEM	21
5	TRG KAPITALA V ITALIJI	22
5.1	SPLOŠNO O TRGU KAPITALA	22
5.1.1	SUBJEKTI NA TRGU KAPITALA	24
5.1.2	ZAKONSKA UREDITEV	26
5.1.3	INSTRUMENTI NA TRGU KAPITALA	26
5.1.4	DELITEV TRGA KAPITALA	29
5.2	TRG DOLGOROČNIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV	29
5.2.1	PRIMARNI TRG KAPITALA	29
5.2.2	SEKUNDARNI TRG KAPITALA	30
5.2.2.1	Italijanska borza	30
5.2.2.2	Značilnosti povpraševanja na italijanski borzi	32
5.3	TRG IZVEDENIH FINANČNIH INSTRUMENTOV	33
5.4	Lastniška struktura in nadzor nad upravljanjem podjetja	34
6	BANČNI SISTEM	36
6.1	SPLOŠNO O BANČNEM SISTEMU	36

6.2	RAZVOJ BANČNEGA SISTEMA	36
6.3	KONCENTRACIJA BANČNEGA SISTEMA	37
6.4	PONUDBA BANČNIH STORITEV	38
6.5	BANČNI KAPITAL	39
6.6	OD JAVNEGA K ZASEBNEMU	39
6.7	STRUKTURA IN ORGANIZACIJA BANČNIH SKUPIN.....	39
6.8	VLOGA BANK NA TRGU ZAVAROVALNIŠKIH STORITEV	40
7	<i>FINANČNO VARČEVANJE V ITALIJI</i>	40
7.1	RAZVOJ PREMOŽENJSKEGA UPRAVLJANJA.....	41
7.2	KONKURENCA NA ITALIJANSKEM TRGU PREMOŽENJSKEGA UPRAVLJANJA	42
7.3	UPRAVLJANJE VARČEVANJA.....	43
7.4	FINANČNO POSREDOVANJE V NOVI EKONOMIJI	43
8	<i>SKLEP</i>	44
	<i>LITERATURA</i>	45
	<i>VIRI</i>	45

PRILOGA

1 UVOD

Sodoben in učinkovit finančni trg je nujen pogoj za delovanje današnjih razvitih gospodarstev. Prav finančni trgi so doživeli v zadnjih letih najvidnejše napredke. Velik pomen ima ekonomska funkcija finančnih trgov, to je omogočanje učinkovitega prenosa in uporabe finančnih prihrankov, kakor tudi finančni funkciji zagotavljanje likvidnosti in možnost razpršitve naložb. Različne potrebe in interesi gospodarstva so pogojevali razvoj novih finančnih instrumentov in finančnih institucij.

Za italijanski finančni trg lahko rečemo, da ni beležil bistvenega razvoja vse do zadnjih desetletij dvajsetega stoletja. Prav zaradi tega se zdijo spremembe v zadnjih letih toliko bolj pomembne in korenite.

Danes lahko italijanski finančni trg primerjamo z ostalimi finančnimi trgi razvitih evropskih držav. Zaostanek za ameriškim trgom se je zmanjšal, a ostaja še vedno pomemben. Italijanski finančni trg ima določene slabosti, ki izvirajo iz pretekle finančne ureditve, vendar ima tudi določene prednosti.

Namen diplomskega dela je predstaviti posamezne segmente italijanskega finančnega trga, udeležence, ki delujejo na tem trgu, in finančne instrumente, s katerimi se trguje. V ospredje bi rad postavil posebne značilnosti, po katerih se italijanski finančni trg razlikuje od ostalih.

Na začetku diplomskega dela bom splošno opredelil finančne trge, institucije, instrumente ter delitev finančnega trga. Ta teoretična opredelitev pojmov je pomembna za boljše razumevanje delovanja finančnega sistema.

Formalni opredelitvi sledi kratek pregled zgodovinskega razvoja in sedanje splošne ureditve finančnega trga v Italiji.

V naslednjih dveh poglavjih sem ločeno skušal prikazati značilnosti denarnega in kapitalnega trga. Opredelil sem funkcije, udeležence in instrumente teh dveh trgov ter zakonsko ureditev.

Posebno poglavje sem nato namenil bančnemu sistemu zaradi njegovega pomena v okviru italijanskega finančnega sistema. To osrednjo vlogo ima tako na denarnem kot na kapitalnem trgu.

V zadnjem delu sem opisal posebnosti finančnega varčevanja v Italiji in spremembe, ki jih je doživelo v zadnjem obdobju.

2 FINANČNI TRG

2.1 OPREDELITEV IN POMEN FINANČNEGA TRGA

Finančni trg lahko opredelimo kot mehanizem, ki omogoča prenos finančnih sredstev od ekonomskih enot s presežkom k tistim, ki imajo finančne primanjkljaje. Ta prenos se lahko opravi na dva načina: z neposrednimi kreditnimi odnosi med suficitarnimi in deficitarnimi enotami (neposreden finančni tok) in preko posrednih odnosov, kjer se pojavi finančni posrednik med obema enotama (posreden finančni tok).

Pri finančnem poslovanju gre za prenos kupne moči med posameznimi ekonomskimi subjekti. Če gre za trajen prenos, govorimo o lastniških finančnih oblikah, dolžniške finančne oblike pa predpostavljajo začasen prenos kupne moči med posameznimi ekonomskimi subjekti.

Na strani povpraševalcev sredstev imamo ponavadi podjetja in državo, na strani ponudnikov pa prebivalstvo. Iz tega je razvidno, zakaj je finančni trg tako pomemben. Finančni trg omogoča prenos sredstev od tistih, ki nimajo produktivno investicijskih priložnosti, k tistim, ki take priložnosti imajo. S tem finančni trg prispeva k večji produktivnosti in učinkovitosti v celotni ekonomiji. Prispeva tudi k boljšemu blagostanju potrošnikov, ker jim omogoča časovno razporejanje nakupov.

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

Finančni sistemi so sestavljeni iz naslednjih glavnih elementov:

- Finančnih trgov
- Finančnih institucij
- Finančnih instrumentov

2.1.1 DELOVANJE FINANČNEGA TRGA

Finančni trg je imaginarno mesto, kjer se srečujeta povpraševanje in ponudba po denarju in kapitalu. Denar pomeni praviloma kratkoročno sredstvo (z ročnostjo do enega leta). Uporablja se ga predvsem za likvidnostne namene, kapital pa praviloma pomeni dolgoročno sredstvo (z ročnostjo daljšo od enega leta) in se uporablja predvsem za investicijske namene. Na razvitih finančnih trgih je meja med denarnim in kapitalskim trgom zabrisana oz. obstajajo finančni instrumenti, ki se lahko uporabljajo v likvidnostne in tudi v investicijske namene, kar pomeni,

da moderna razdelitev finančnega trga upošteva namen uporabe sredstev in ne njihovo ročnost. Kljub temu pa je delitev na denarni in kapitalski del finančnega trga smiselna in pravilna (Veselinovič, 1998, str. 40).

Obstajata dva različna načina prenašanja suficitov od sektorjev s presežki do sektorjev s primanjkljaji (Veselinovič, 2000, str. 1–2):

- Neposredni prenos oz. neposredne finance, kjer imamo na eni strani gospodarske celice s presežkom sredstev (t. i. ponudniki sredstev, posojilodajalci, varčevalci oz. suficitne gospodarske celice, katerih tipični predstavniki so gospodinjstva), njim nasproti pa so gospodarske celice s primanjkljajem sredstev (povpraševalci, posojilojemalci, potrošniki, ki so navadno podjetja, država in tujina). V primeru neposrednih financ se ti dve nasprotni skupini gospodarskih celic srečata na finančnem trgu, kjer pride do toka sredstev s strani ponudnikov na stran povpraševalcev, pri tem je pomemben prav ta neposreden stik, kjer je obveznost posojilodajalca v vseh značilnostih (višina sredstev, rok zapadlosti posojila, cena posojila – obrestna mera) enaka terjatvi posojilojemalca.
- Posredni prenos oz. posredne finance, kjer so med ponudniki sredstev in povpraševalci finančni posredniki, ki rešijo glavni problem neposrednih financ (namreč najti partnerja eni ali drugi strani), opravljajo pa tudi druge funkcije, med katerimi ima posebno mesto kvalitativna transformacija sredstev, s čimer se ustvarjajo t. i. sekundarne finančne oblike. Pri tem lahko spremenijo ročnost, likvidnost, valuto, kreditno tveganje in druge lastnosti finančnih oblik.

2.1.2 Finančne institucije

Finančne institucije zbirajo denarna sredstva in sodelujejo pri prenosu finančnih presežkov na posreden ali neposreden način. Prispevajo k temu, da je pri istem pričakovanem donosu manjše tveganje oz. pri istem tveganju večji pričakovani donos. To prispeva k večjemu pretoku denarja oz. večji denarni akumulaciji. Finančne institucije torej s svojim posredništvom omogočajo finančne tokove od varčevalcev do kreditojemalcev, znižujejo stroške finančnih tokov in prispevajo k boljši alokaciji prihrankov ter povečujejo obseg denarne akumulacije. Zaradi delovanja finančnih institucij se v narodnem gospodarstvu povečujeta obseg povpraševanja in učinkovitost realnih investicij, saj se prihranki malih vlagateljev združujejo v večje vsote in posredujejo investitorjem, časovna razlika posojenih prihrankov se delno odpravi, omogoča se boljša kakovost naložb in cenejši prenos.

Obstaja veliko vrst finančnih institucij, ker je veliko tudi njihovih nalog in ker so finančni instrumenti in načini prenosa različni. Navadno jih delimo v tri osnovne skupine (Štravs, 1995, str. 23):

(a) V okviru denarnih finančnih institucij imajo najpomembnejšo vlogo banke. Te opravljajo najrazličnejše denarne posle, od izdajanja denarja (centralne banke) do kreditiranja (poslovne banke). Skrbijo za posredno kroženje finančnih presežkov. Med bančne denarne ustanove

štejemo zlasti poslovne banke in vse druge ustanove, ki imajo opravka z vlogami oz. krediti (npr. hranilnice, hranilno-kreditne službe).

(b) Nedenarne finančne institucije posredujejo pri prenosu finančnih prihrankov v nedenarni obliki. Zato ne sprejemajo hranilnih vlog, temveč opravljajo različne nedenarne posle: zavarovanje, upravljanje finančnega premoženja ipd. Mednje štejemo zavarovalnice, invalidske in pokojninske sklade, investicijske sklade itd.

(c) Agentske finančne institucije nastopajo kot agenti oz. posredniki med gospodarskimi celicami, ki imajo finančne presežke, in tistimi, ki imajo primanjkljaje. Njihovo delo obsega svetovanje, trgovanje in organiziranje. Pri tem uporabljajo vrednostne papirje. Te ustanove so poslovne banke kot agenti, investicijske banke in borznoposredniške družbe.

2.1.3 Finančni instrumenti

Za povezovanje presežkov in primanjkljajev je najprej potrebna določena finančna oblika, v kateri so ti izraženi. Vsebinsko je finančni instrument oz. oblika pisna ali ustna pogodba med dvema ali več partnerji, katere izvršitev ima za posledico določeno finančno transakcijo. To lahko štejemo za transakcijo finančnega trga, če se pri tem (med ekonomskima subjektoma) opravi prenos kupne moči, in/ali za transakcijo deviznega trga, če pri tem pride do zamenjave finančnega premoženja (instrumenta, oblike) iz ene vrste denarja v drugo (Veselinovič, 1998, str. 243).

Obstaja več vrst finančnih oblik oz. instrumentov, klasificiranih glede na njihovo vsebino. Tako ločimo med prenosljivimi in neprenosljivimi finančnimi instrumenti (Prohaska, 1999, str. 14).

(a) Neprenosljivi finančni instrumenti (predvsem vloge in krediti) so tisti, ki niso predvideni za trgovanje pred njihovo zapadlostjo, zato zanje uporabljamo tudi drug izraz – netržni finančni instrumenti. So brezoblični in predstavljajo bilateralnost razmerja, kar pomeni, da je upnik ves čas tega razmerja isti.

(b) Prenosljive finančne instrumente poznamo pod imenom vrednostni papirji. Stroški transakcij teh instrumentov so mnogo nižji od tistih pri neprenosljivih. Zanje je značilna obličnost in multilateralnost razmerja. To pomeni, da lahko pride do spremembe v lastništvu že pred dospelostjo terjatve. Ravno ta fleksibilnost omogoča instrumentu visoko stopnjo likvidnosti, ki je za potencialnega investitorja izrednega pomena. Investitor je svoboden pri odločitvi o prodaji ali nakupu vrednostnega papirja in se ravna po trenutnih tržnih pogojih. Tako se lahko izogne slabim tržnim razmeram in morebitnim izgubam, katerim je posledično izpostavljen.

Kriterijev za delitev vrednostnih papirjev je veliko. Lahko jih razdelimo glede na naravo terjatve na: stvarnopravne (skladiščnica, nakladnica), članske oz. lastniške (delnica) ali dolžniške (obveznica), poznamo pa tudi iz njih izvedene vrednostne papirje (opcije).

Glede na kriterij dospelosti ločimo instrumente denarnega trga z dospelostjo do enega leta (kratkoročni vrednostni papirji) in tiste na kreditnem trgu z daljšo dospelostjo (dolgoročni vrednostni papirji).

Ločimo javne in zasebne vrednostne papirje glede na subjekt, ki izdaja vrednostni papir. Javne vrednostne papirje izdajajo javne ustanove, zasebne pa organizacije v privatnih rokah.

Glede na upravičenca ločimo prinosniške vrednostne papirje, kjer je upravičenec prinosnik in se prenašajo z izročitvijo ter imenske vrednostne papirje, kjer je upravičenec zapisan v delniški knjigi ali na indosamentu, s katerim se prenašajo.

Vrednostni papirji se ločijo še glede na valuto, v kateri so denominirani, glede na denominacijo (različne vrednosti), glede na kreditno sposobnost (vrsta poročstva določa kvaliteto vrednostnega papirja), glede na način plačila obresti in pogoje vračila (kuponske obresti in diskontirani vrednostni papirji), glede na tržnost (razvitost sekundarnega trga in obseg trgovanja), glede na plačilo davkov (odvisno od izdajatelja) ter glede na izračun obresti.

2.2 DELITEV FINANČNEGA TRGA

Finančni trg, ki predstavlja skupek odnosov med ponudbo in povpraševanjem po finančnih sredstvih, se v najširšem smislu deli na denarni trg in trg kapitala (Selan, 1998, str. 5).

Na trgu kapitala se trguje z dolgoročnimi finančnimi oblikami, katerih rok zapadlosti je daljši od enega leta. Osnovni namen trga kapitala je povečevanje obsega varčevanja in usmerjanje pridobljenih finančnih sredstev v bolj donosne naložbe. Te aktivnosti se odražajo na dva načina:

- Prvič, varčevalci kupujejo dolgoročne vrednostne papirje kvalitetnih podjetij, podjetja pa pridobljena sredstva porabijo za financiranje investicij (posodobitev obratov, širjenje poslovnih aktivnosti itd).
- Drugi način je, da se te denarne prihranke naloži v banke, hranilnice ali zavarovalnice in se tako posredno financira nakupe dolgoročnih vrednostnih papirjev.

Trg kapitala se v osnovi deli na dva podtrga, na trg dolgoročnih posojil in trg dolgoročnih vrednostnih papirjev. Na trgu dolgoročnih vrednostnih papirjev se trguje z vrednostnimi papirji s stalnim in spremenljivim donosom. Govorimo o trgu dolžniškega kapitala (npr. trg

obveznic) in trgu lastniškega kapitala (npr. trg delnic). Trg dolgoročnih posojil pa je tisti, kjer gre za skupek bilateralnih odnosov in ga drugače imenujemo tudi pogodbeni trg.

Denarni trg je tisti del finančnega trga, na katerem se trguje s kratkoročnimi finančnimi oblikami, katerih rok dospelja je krajši od enega leta. Denarni trg ima dve ključni prednosti. Kot prvo, zagotavlja glavni vir denarnih sredstev udeležencem in jim omogoča ohranjanje visoke stopnje likvidnosti njihovega poslovanja (plačilna sposobnost). Drugič, centralna banka lahko s kontrolo nad denarnimi instrumenti vodi učinkovito denarno politiko. Gre predvsem za urejanje količine denarja v obtoku in posredno vplivanje na obrestne mere in raven cen v gospodarstvu.

Glavna naloga monetarnega trga je učinkovit prenos kratkoročnih sredstev med različnimi operaterji, ki so prisotni na trgu, tako da se zagotovi srečanje ponudbe in povpraševanja po takih sredstvih s čim nižjimi stroški in se minimizira obseg sredstev brez donosa. Na tem trgu pride do izraza monetarna politika državnih oblasti.

Denarni trg se podobno kot trg kapitala deli naprej na trg kratkoročnih posojil in trg kratkoročnih vrednostnih papirjev. Na trgu kratkoročnih posojil se pretežno trguje s posojili, katerih rok zapadlosti je krajši od enega leta. Pri posojilu gre navadno za neposreden pogodbeni dogovor med posojilojemalcem in posojilodajalcem. Trg kratkoročnih vrednostnih papirjev je tisti prostor, kjer se trguje pretežno preko borznih posrednikov in agentov, zato ne prihaja do neposrednega stika med prodajalci in kupci omenjenih finančnih oblik.

3 ITALIJANSKI FINANČNI TRG

3.1 UREDITEV IN ZGODOVINSKI RAZVOJ FINANČNEGA SISTEMA

Italijanski finančni sistem je bil vedno in je še danes bančno usmerjen sistem, kjer so trgi rizičnega kapitala slabše razviti napram glavnim tržnim sistemom. Kot osrednje finančne institucije močno izstopajo banke. Od druge svetovne vojne naprej italijanski finančni sistem ni bil nikoli zaprt, čeprav so bile uvedene določene omejitve kapitalskih tokov, kot npr. leta 1976.

Danes se kaže italijanski finančni sistem precej pester, dokaj dobro razvit ter že precej dobro vključen v evropski finančni trg. Pot do današnjega razvoja je bila pa dolga in najvidnejši napredki so bili doseženi prav v zadnjem desetletju. O italijanskem finančnem trgu lahko govorimo od ustanovitve skupne italijanske države v drugi polovici devetnajstega stoletja dalje. Vse do leta 1993, ko je bil sprejet nov bančni zakon, je italijanski finančni sistem temeljil na bančnem zakonu iz leta 1936. Ta zakon je bil precej fleksibilen in je bil zato stalno dopolnjevan in popravljan, tako je lahko ostal v veljavi dolgo časa. Temeljni cilj tega zakona je bil zaščita varčevalcev pred preveliko povezanostjo bančnega sistema s tveganjem

poslovanja podjetij. Velikokrat se je zgodilo, da so se nestabilnosti iz financiranih podjetij prenesle na bančni sistem, zaradi intenzivnega preoblikovanja rokov dospelosti in tveganj. Iz tega problema je izhajala potreba po specializaciji finančnih posrednikov glede na strukturo aktive in pasive njihovega premoženja. Tako se je izvedla razdelitev kreditnega sistema na kreditne institucije, ki zbirajo in posojajo sredstva na kratek rok (do 12 mesecev), ter posebne kreditne institucije, ki zbirajo in posojajo sredstva na dolgi rok.

Posebne kreditne institucije so zadovoljevale potrebe po dolgoročnem financiranju opredmetenih sredstev proizvodnih podjetij. Banke so zadovoljevale potrebe po kratkoročnem financiranju predvsem fizičnih oseb in podjetij. V kategorijo ostalih finančnih posrednikov je bilo zajeto veliko število raznovrstnih institucij, ki so zadovoljevale tiste finančne potrebe, katerih ostali dve kategoriji nista bili sposobni ali pa jim jih zakonsko ni bilo dovoljeno opravljati (leasing, factoring...). Z nastopom novega zakona so se banke začele preoblikovati najprej v večfunkcijske skupine in nato v univerzalno banko, ki predstavlja splošen organizacijski model v ostalih državah evropske skupnosti. Tako so izginili razlogi za razlikovanje med kreditnimi institucijami in posebnimi kreditnimi institucijami.

Pomembno vlogo pri uveljavljanju novega finančnega sistema v Italiji so igrale nadzorne oblasti. Poglavitno vlogo je obdržala Banka Italije, skupaj z njo pa delujejo še neodvisne nadzorne organizacije za posamezne sektorje: Nacionalna komisija za družbe in borzo (*it. Commissione Nazionale per la Societa' e la Borsa – CONSOB*) za nadzor nad borzo od leta 1974, Inštitut za nadzor nad zasebnimi in javnimi zavarovalnicami (*it. Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni private e di interesse pubblico – ISVAP*) za zavarovalnice od leta 1983, Nadzorni organ za konkurenco in trg (*it. Autorita' garante della Concorenza e del mercato – ACMG*) od leta 1990 je odgovorna za varovanje konkurence in Komisija za nadzor nad pokojninskimi skladi (*it. Commissione Vigilanza fondi Pensione – COVIP*) za pokojninske sklade od leta 1993. Ti organi so podali aplikativne možnosti za uveljavitev novih zakonov in hitrejše sprejemanje le teh. Leta 1990 je dobila Banka Italije tudi uradno nadzor nad konkurenco v bančnem sektorju, čeprav je že v preteklih letih izvajala ta nadzor in pospeševala konkurenco. Sintetično lahko opredelimo naslednje cilje delovanja nadzornih oblasti:

- nadzor nad denarjem, krediti in obrestnimi merami
- pogoji učinkovitosti finančnega trga
- stabilnost pogojev delovanja posameznih podjetji in celotnega finančnega sistema

Pojem učinkovitosti, ki se povezuje na doseganje optimalne strukture finančnega sistema pri opravljanju svojih nalog, je mogoče obravnavati pod različnimi vidiki (Dematte', 1993, str. 94):

- (a) Učinkovitost alokacije, ki predpostavlja sposobnost finančnih posrednikov, da namenijo razpoložljiva finančna sredstva različnim naložbenim možnostim, tako da se maksimizira prihodek in bogastvo.

- (b) Operativna učinkovitost, ki predpostavlja izvajanje proizvodne funkcije posrednikov pri optimalnih pogojih, to se pravi minimizacija stroškov pri isti proizvodnji.
- (c) Funkcionalna učinkovitost, ki predpostavlja sposobnost posrednikov, da sprejemajo usmeritev monetarne in ekonomske politike in s tem vzpodbujajo dosego postavljenih ciljev s strani vladnih oblasti.

Učinkovitost sistema kot celote je tesno povezana s problemom stabilnosti. To pa ne pomeni, da mora ureditev ščititi vse. Mogoče je opredeliti interese, ki zahtevajo višjo in druge, ki zahtevajo nižjo raven varstva. Pod tem zornim kotom lahko posamezne posrednike razdelimo v tri glavne kategorije:

- (a) Posrednike, ki zbirajo sredstva pri varčevalcih, zbirajo in upravljajo portfelj finančnih aktivnosti in pri tem sami sprejemajo tveganja pri njihovem upravljanju hkrati z obveznostjo, da povrnejo izdane obveznosti po njihovi nominalni vrednosti (posredniki z nominalnimi obveznostmi).
- (b) Posrednike, ki imajo kljub zbiranju sredstev pri varčevalcih in upravljanju portfelja finančnih aktivnosti (s ciljem maksimizacije donosnosti ob dani stopnji tveganja) tržne obveznosti, kajti vsa nihanja vrednosti naložb se odražajo v ceni izdanih obveznosti.
- (c) Posrednike, ki opravljajo transakcije za tuj račun in pri tem zagotavljajo tekoče trgovanje in ustvarjanje realnih cen.

Prvi primer se nanaša na kreditne posrednike (banke v prvi vrsti), drugi na investicijske sklade, upravitelje premoženja in ostale institucionalne investitorje, tretji pa na posrednike vrednostnih papirjev (broker in market-makers); Med te modele se uvrstijo ostali posredniki, ki na različne načine kombinirajo sprejemanje tveganj.

Finančni trgi in posredniki so pod nadzorom različnih nadzornih organov in to kaže javni interes nad finančno aktivnostjo. V preteklosti je struktura italijanskega finančnega sistema dovoljevala, predvsem za nadzorne namene, obstoj tradicionalne delitve med kreditnim trgov, zavarovalnim trgov in trgov vrednostnih papirjev. Tekom osemdesetih let pride do pojava novih posrednikov, novih proizvodov in procesov diverzifikacije področja delovanja, ki so povzročili področja prekrivanja dejavnosti. To je pokazalo problem delne neučinkovitosti tako togo razdeljenih nadzornih sistemov. Koherentno z razvojem finančnega sistema so bili uvedeni mehanizmi in procedure posvetovanja med različnimi organi, ki so omogočili imeti globalni pogled nad delovanjem posameznih posrednikov in ob istem času preprečili nepotrebno podvojitev nadzorov.

3.2 IZBIRA MED UNIVERZALNIM IN SPECIALIZIRANIM SISTEMOM

Če analiziramo današnje specializirane finančne sisteme, kot sta ameriški in italijanski, lahko vidimo, da so na začetku imeli značilnosti univerzalnih sistemov (univerzalna banka v italijanskem finančnem sistemu je obstajala do tridesetih let). Model, v katerega se razvijejo finančni sistemi, je univerzalen, stopnja decentriranosti je določena z raznovrstnostjo

uporabljenih tehnologij in raznolikostjo oskrbovanih trgov. Razvoj in prevlada specializiranih institucij v finančnem sistemu je torej posledica eksogenih (zunanjih) dejavnikov, zakonodajnih ukrepov (Legge Bancaria v Italiji, Glass Steagall Act v ZDA). Opustitev univerzalnega sistema v tridesetih letih je bil odgovor na krizne pogoje, ki so ogrožali stabilnost in sam obstoj finančnega sistema. V enakem časovnem obdobju analitiki pridejo do zaključkov, da finančni sistem ne opravlja vedno optimalne alokacije sredstev in če ni ustrezno reguliran, mu je usojena nestabilnost. Iz tega sledi potreba po zakonskem urejanju finančnega sistema v smeri specializacije, ki z ene strani zahteva ločitev tveganj, tako da bi bile krize manj verjetne ter manj razširjene, z druge strani je namenjena k specializaciji dejavnosti posrednikov, tako da postane njihovo delovanje bolj transparentno in s tem lažje nadzorovano s strani oblasti. Takšna zakonodajna postavitev je tudi v praksi prinesla zelene učinke. Nestabilnosti tridesetih let so bile premagane v naslednjih desetletjih, krize so bile bolj občasne in niso prizadele celotnega finančnega sistema. Ostaneta pa odprti dve pomembni vprašanji: prvo se nanaša na obstoj univerzalnih sistemov v nekaterih državah (Nemčija, Japonska, Švica ...) in drugo v zvezi z prestrukturiranjem specializiranih sistemov, ki so izrazili tendenco po oblikovanju diverzificiranih finančnih institucij – za Italijo so značilne večfunkcijske skupine. Prvo vprašanje lahko razložimo z učinki krize iz tridesetih let, ki niso bili enaki v vseh državah. V nekaterih niso bili tako močni, da bi upravičili korenite spremembe finančnega sistema, v drugih pa so bili tako razširjeni in globoki, da so bili potrebni ukrepi tudi v realni ekonomiji. Odgovor na drugo vprašanje je manj neposreden. Normativni ukrepi, ki so oblikovali specializirane sisteme, so uspeli zagotoviti stabilnost finančnemu sektorju, manj uspešni pa so bili s strani učinkovitosti in alokativne sposobnosti finančnega sistema – in to je posebej res za italijanski sistem. Ta pomanjkljivost je prišla še bolj do izraza z integracijo in s tem večjo konkurenco s strani univerzalnih institucij. V tem prehodnem obdobju je italijanski finančni sistem skušal obiti zakonodajo, ki pa je sledila razvoju in bila deležna progresivne deregulacije. Deregulacija je privedla do definicije večfunkcijske skupine, to je model relativno decentrirane institucije in visoke stopnje specializacije ter širokega izbora funkcij. Iz tega sledi sklep, da sama normativa ni zadosten pogoj za ohranitev določenega sistema. Ko postane ta nezdržljiv z močnimi proizvodnimi potrebami, so težnje po izogibanju tako močne, da pripeljejo do negativnih učinkov in potrebe po spremembi ureditve (Matte' et al., 1993, str. 516–519).

4 DENARNI TRG V ITALIJI

4.1 SPLOŠNO O DENARNEM TRGU

Na denarnem trgu se trguje s kratkoročnimi instrumenti (preostala dospelost je krajša od enega leta). Glavni motiv investiranja na denarnem trgu je zagotavljanje likvidnosti, osnovna spremenljivka pa je obrestna mera. Zaradi kratkega roka prevladuje fiksna obrestna mera (Veselinovič, 2000, str. 9).

Denarni trg lahko razdelimo na denarni trg v ožjem smislu, kjer upoštevamo kreditna razmerja le med bankami, in denarni trg v širšem smislu, ki pa obsega kreditna razmerja med poslovnimi bankami, med njimi in centralno banko ter med poslovnimi bankami in nebančnimi organizacijami.

4.1.1 FUNKCIJA DENARNEGA TRGA

Razlikujemo funkcijo denarnega trga v ožjem smislu in funkcijo denarnega trga v širšem smislu. Funkcija denarnega trga je zagotavljanje likvidnosti med poslovnimi bankami. Funkcija denarnega trga v širšem smislu je usklajevanje presežkov in primanjkljajev kratkoročnih finančnih sredstev in posojanje obratnega kapitala med podjetji, torej prilagajanje kupne moči gospodarskih celic optimalnim potrebam.

Jasno je, da igrajo predvsem banke pomembno vlogo na monetarnem trgu zaradi njihovih potreb po kvazi likvidnih sredstvih. Vendar prav italijanski primer kaže, da so lahko tudi posamezniki pomembni udeleženci takega trga. Vrednostni papirji monetarnega trga morajo imeti naslednje značilnosti: kratkoročnost, likvidnost na sekundarnem trgu, neosebnost odnosov med izdajateljem in prevzemnikom ter zamenljivost različnih vrst vrednostnih papirjev. Te značilnosti določijo likvidnost vrednostnih papirjev. Na italijanskem trgu le (*it.* Buoni Ordinari del Tesoro – BOT) dosega takšen cilj – visoke likvidnosti. Za ostale vrednostne papirje velja to le v formalnosti.

4.1.2 UDELEŽENCI DENARNEGA TRGA

Na denarnem trgu se srečujeta ponudba in povpraševanje po kratkoročnih kreditnih sredstvih, bodisi neposredno bodisi s posredovanjem specializiranih institucij.

Na denarnem trgu so prisotne tri skupine udeležencev (Prohaska, 1999, str. 25):

- izdajatelji (dolžniki),
- investitorji (upniki) in
- različni posredniki.

Vrednostne papirje na denarnem trgu, ki predstavljajo neko obvezo ali dolg v breme izdajatelja, lahko izdajajo le subjekti z dobrim imenom (visoko boniteto) in ustrezno velikostjo. Zato se kot izdajalci teh papirjev na denarnem trgu pojavljajo le država, poslovne banke, uspešna podjetja in druge nefinačne in finančne institucije.

Na italijanskem denarnem trgu ima kot izdajatelj absolutno prevlado država, ki izdaja kratkoročne vrednostne papirje s fiksno donosnostjo, prisotne so tudi poslovne banke, prisotnost ostalih izdajateljev pa je manjšega pomena. Na strani investitorjev igrajo glavno

vlogo banke, ki kupujejo državne vrednostne papirje in jih nato posredujejo ostalim investitorjem (posameznikom in podjetjem).

4.1.3 MONETARNI NADZOR

V zvezi z zasledovanimi cilji ločimo monetarno politiko ter ureditev in nadzor v ozkem smislu. V prvem primeru imamo v mislih vse instrumente centralne banke za nadzor nad ustvarjanjem denarne mase in gibanjem denarnih agregatov. Druga kategorija pa obsega vse ukrepe, ki vplivajo na pogoje delovanja finančnih posrednikov in organiziranih trgov.

Po definiciji končnih ciljev morajo nadzorni organi najti skupek instrumentov, ki omogočajo izpolnitev zastavljenih ciljev. Odločitve so odvisne od strukture finančnega sistema in logike delovanja operaterjev na tem trgu. Učinki monetarne politike so v veliki meri odvisni od načina sprejemanja usmeritev centralne banke s strani kreditnih institucij. Instrumenti nadzora se delijo na dve glavni kategoriji: instrumente ustvarjanja denarne osnove in nadzora nad denarnimi agregati in finančnimi tokovi ter na nadzorne instrumente. V resnici ta delitev ni tako jasna in se v praksi velikokrat instrumenti in cilji prepletajo. Prav v tem smislu je pomembna samostojnost pri odločitvah centralne banke od političnih usmeritev. Banka Italije je z leti pridobila vedno večjo samostojnost in je v zadnjih letih pridobila tudi formalno samostojnost.

Glede učinkovite samostojnosti Centralne banke napram Zakladnici lahko rečemo naslednje: od sedemdesetih let dalje je naraščajoč proračunski primanjkljaj negativno vplival na učinkovite možnosti nadzora nad ustvarjanjem denarne osnove Centralne banke. Bilo je nujno na novo definirati odgovornosti obeh organov, tako da je bila prepuščena Centralni banki samostojnost pri odločanju ali financirati Zakladnico ali ne in je tako morala Zakladnica financirati svoje potrebe preko finančnega trga. Tako so monetarne oblasti postopoma pridobile dovolj avtonomije pri odločanju. Dva poglobljena ukrepa sta spremenila urejenost monetarnega nadzora v Italiji: prvi je bil leta 1981¹, ki je ukinil obvezo za Centralno banko po nakupu tistih vrednostnih papirjev Zakladnice, ki jih drugi posredniki niso kupili (banke, podjetja, varčevalci,...), drugi pa je bil povezan z evropskimi normami in je ukinil možnost imeti primanjkljaj na tekočem računu zakladnice.

4.1.3.1 Nadzorni instrumenti Banke Italije

Instrumenti, ki jih je imela Banka Italije na razpolago za izvajanje nadzora nad kreditnim trgom, se delijo glede na njihove značilnosti na posredne in neposredne instrumente.

¹ To je bila t.i. ločitev (*it. divorzio*).

(a) Posredni instrumenti: glavni posredni instrumenti, ki jih je Banka Italije uporabljala v preteklosti, so bili reeskont (*it.* operazioni di sconto), pasivna nakazila (*it.* anticipazioni passive), instrumenti odprtega trga in terminski posli.

(b) Neposredni instrumenti: to so normativni ukrepi, ki so imeli namen tako količinsko kot namensko omejevati aktivnost kreditnih družb. Med te štejemo obvezno rezervo, portfeljsko obvezo (*it.* vincolo di portafoglio)² in maksimume širjenja kreditov (*it.* massimali all'espansione del credito)³. Zadnja dva instrumenta nista bila več uporabljena tekom devetdesetih let in nista niti predvidena s strani Evropskega sistema centralnih bank (*ang.* European System of Central Banks – ESCB).

Posredni instrumenti nadzora so tisti, ki vplivajo na denarno osnovo in tako tudi na celoten obseg glavnih agregatov: vloge in kredite. Neposredni nadzorni instrumenti temeljijo na administrativnih ukrepih. Le-ti obvezujejo neposredno delovanje bank z vrednostno določitvijo rasti kreditov (ali njihovih komponent) ali z obvezno usmeritvijo razpoložljivih sredstev na specifična področja.

Tradicionalno glavno vlogo pri oblikovanju obrestne mere je imela diskontna stopnja, ki jo je Banka Italije prakticirala pri refinanciranju kreditnih podjetij. Do začetka leta 1992 je bila višina diskontne obrestne mere določena z odlokom Zakladnega ministrstva in se je le po redko spreminjala. Z dodelitvijo nadzora nad diskontno obrestno mero Centralni banki se je to spremenilo in so bile spremembe pogostejše in fleksibilnejše. Vedno pomembnejšo vlogo je dobila kratkoročna obrestna mera na kratkoročne državne obveznice (*it.* Buoni Ordinari del Tesoro – BOT). Z ustreznimi ukrepi odprtega trga so nadzorni organi spreminjali efektivno obrestno mero na te vrednostnice.

Usmeritev monetarne politike v Italiji se je progresivno spremenila iz določanja ciljev kreditnih agregatov na monetarne agregate in od neposrednih instrumentov na posredne instrumente. Od konca sedemdesetih let sta visoka stopnja inflacije in neuravnotežena zunanjetrgovinska bilanca prisilila Centralno banko, da je osredotočila svoje delovanje na financiranje nedržavnih sektorjev. S časom je dolgotrajna uporaba neposrednih instrumentov zmanjšala njihovo učinkovitost, zaradi izogibanja operaterjev in spremenjenega obnašanja povpraševalcev. Omejevanje in visoke realne obrestne mere so silile podjetja k manjšemu povpraševanju po kreditih in k iskanju virov financiranja, ki niso bili omejeni s strani nadzornih organov.

Na začetku osemdesetih let je zaradi kombiniranega učinka različnih faktorjev kreditno povpraševanje podjetij postalo mnogo bolj elastično glede na gibanje obrestne mere: rast borznega trga, višji nivo dobičkovnosti in s tem samofinanciranja, razširitev ponudbe virov

² Obvezno investiranje v določene vrednostne papirje. Njen cilj je ta, da se del bančnih kreditov nameni za financiranje določenih sektorjev in tako se vpliva na alokacijo kredita.

³ Ta instrument je bil v veljavi le od leta 1973 do 1975 in od 1977 do 1983. Učinkuje samo v primeru, ko dobimo presežek povpraševanja in to vpliva na obrestno mero. Deluje negativno na kreditni trg, ker teži k ustalitvi tržnih deležev in omejuje učinkovitost ter konkurenčnost trga.

financiranja s strani nebančnega sektorja. Posledično pomeni, da je manjši vpliv bančnega sistema na ponudbo kreditov podjetjem zmanjšalo učinkovitost kreditnega maksimuma. Vnos ukrepov za zmanjšanje učinkov javnega primanjkljaja na ustvarjanje denarne mase in obstoj takega monetarnega trga, katerega značilnosti so dovoljevale uporabo ukrepov obrestne mere, sta bila ključna dejavnika za uporabo posrednih nadzornih instrumentov.

Na koncu moramo poudariti, kako vpliva različen pomen posrednih in neposrednih instrumentov tudi na obnašanje in učinkovitost finančnih posrednikov. Kreditni maksimum je vzpodbujal institucionalne inovacije in razvoj kreditnih posrednikov (factoring, leasing ...), katerih rast je bila le delno omejena s strani restriktivnih ukrepov centralne banke, ki pa je hkrati zmanjšala konkurenčne sposobnosti bančnega sistema. Odločitev o opustitvi obsežne uporabe neposrednih instrumentov je bila sprejeta tudi za povečanje stopnje konkurenčnosti v okviru finančnega sistema.

4.1.4 DELITEV DENARNEGA TRGA

V osnovi se denarni trg deli na trg kratkoročnih posojil in trg kratkoročnih vrednostnih papirjev. Osnova za to delitev je stopnja standardizacije pogodbenih elementov. Za trg kratkoročnih posojil so značilne zelo specifične pogodbene določbe, ki ustrezajo določeni osebi ali družbi. To so navadno bilateralne pogodbe, ki so zelo težko prenosljive na druge osebe, zaradi tega je sekundarni trg zelo slabo razvit. Na trgu kratkoročnih vrednostnih papirjev pa se trguje z visoko standardiziranimi pogodbami z rokom dospelja krajšim od enega leta. Na tem trgu se trguje pretežno preko borznih posrednikov in agentov, zato ne prihaja do neposrednega stika med prodajalci in kupci omenjenih finančnih oblik.

4.2 CENTRALNO BANČNI TRG

4.2.1 BANKA ITALIJE

Banka Italije je bila ustanovljena leta 1893 v vzdušju nezaupanja in dvomov predvsem zaradi prejšnjih emisijskih bank. Nastala je iz združitve treh bank: Državna banka Kraljevine Italije (*it. Banca Nazionale del Regno d'Italia*), Toskanska državna banka (*it. Banca nazionale Toscana*) in Toskanska kreditna banka (*it. Banca Toscana di Credito*). Ob ustanovitvi ni bila edina emisijska banka, ampak je to funkcijo delila še z Neapeljsko banko (*it. Banco di Napoli*) in Sicilsko banko (*it. Banca di Sicilia*). Ustanovitev centralne banke v Italiji je bila razmeroma pozna napram ostalim razvitim evropskim državam (predvsem Franciji in Angliji) zaradi pozno dosežene enotnosti države in posledično neenotnosti finančnega sistema. Monopol nad izdajo denarja je bil dosežen komaj leta 1926. Istega leta je Banka Italije pridobila tudi nadzor nad kreditnim sistemom, veliko težja in daljša pa je bila pridobitev institucionalne neodvisnosti. Nasprotno pa je imela dejansko neodvisnost veliko večjo kot formalno in je že

od dvajsetih let naprej imela pomembno vlogo pri vodenju ekonomske politike v prisotnosti krhkega finančnega sistema in neenotne politične oblasti. Bančni zakon iz leta 1936 je dodelil osrednjo vlogo centralni banki pri nadzoru kreditnega sistema in pri vodenju monetarne politike. V nekaterih obdobjih je postala Banka Italije poglavitni vir ekonomske politike v Italiji, predvsem zaradi oslabiljene politične moči veliko številčnih vlad. Prav v zadnjih desetletjih je Banka Italije dosegla tudi formalno neodvisnost pri vodenju monetarne politike in na nek način se je celo povečala moč intervencije na kreditni sistem.

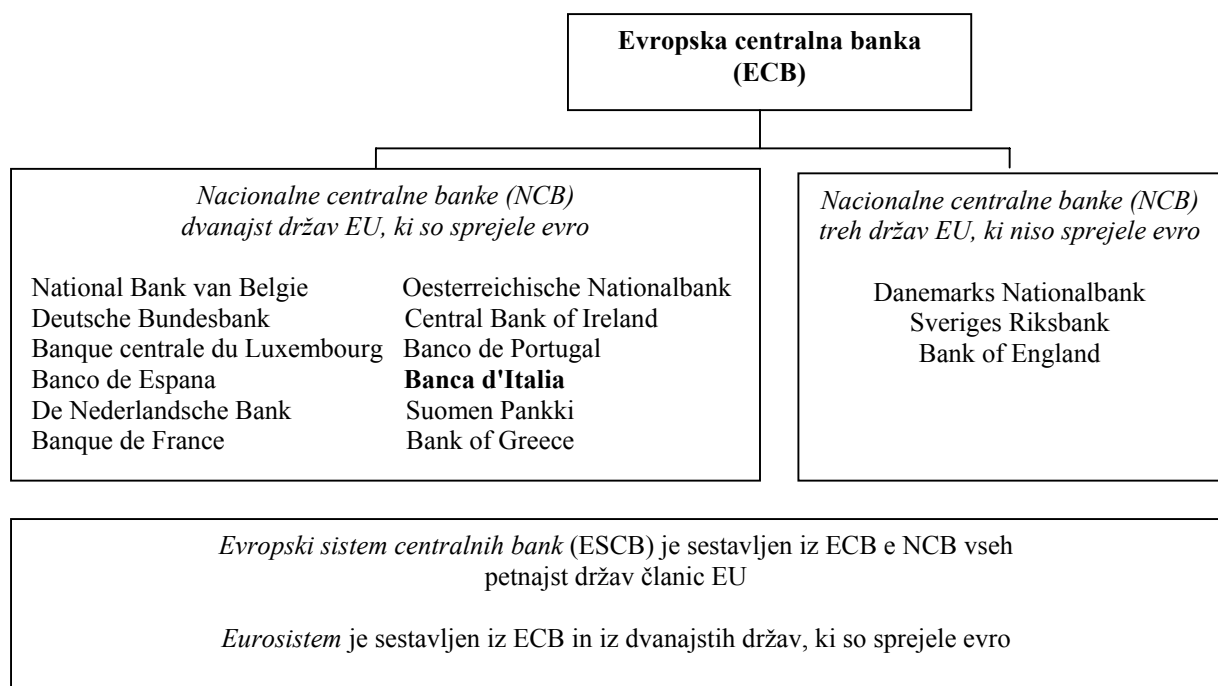
Pomembna prelomnica v monetarni politiki centralne banke je pomenila valutna kriza leta 1976, ki je pokazala neučinkovitost ukrepov monetarne politike na ekonomske cikle brez podpore ustreznih ukrepov fiskalne politike. Vmesni cilj Banke Italije je bil ublažitev pretesne povezave z Zakladnico, v kolikor je avtomatsko financiranje proračunskega primanjkljaja pomenilo praktično nezmožnost nadzora monetarne ekspanzije s strani Centralne banke. Ta problem pa je bil rešen šele pozneje, ker se je smatralo, da so potrebe Zakladnice pomembnejše. V tem obdobju je čutili veliko potrebo po večji avtonomiji Centralne banke od političnih oblasti, saj se je Italija pridružila Evropskemu monetarnemu sistemu (*ang.* European Monetary System – EMS) in bi bilo nemogoče vzdrževati vrednost valute ob neomejenem financiranju proračunskega primanjkljaja. Tako je bila neodvisnost dosežena leta 1981 s t. i. ločitvijo (*it.* divorzio) med Banko Italije in Zakladnico (*it.* Tesoro), ko je za Centralno banko prenehala obveza po odkupu državnih obveznic, ki niso bile prodane na trgu. Po valutni krizi leta 1992 in sprejemu Maastrichstskih kriterijev se je Italija odločila omejiti proračunski deficit in znižati obrestne mere, tako da je bila dosežena stabilnost na monetarni ravni (obresti, inflacija). V zadnjih letih sta se vloga in funkcija Banke Italije hitro spremenili z nastankom Evropske centralne banke (*ang.* European Central Bank – ECB) in uvedbo skupne evropske valute, kar je preneslo nadzor nad monetarno politiko na ECB v okviru vodenja skupne evropske monetarne politike.

4.2.2 EVROPSKA CENTRALNA BANKA

Z letom 1999 se je začela tretja faza v procesu nastajanja enotne evropske valute. V istem letu so bila nepreklicno določena bilateralna menjalna razmerja med pristopnimi valutami in evrom, kot so prikazana v prilogi 1. Menjalno razmerje med evrom in liro je bilo določeno na 1.936,27 lir za 1 evro. Na začetku je v tretjo fazo pristopilo enajst držav, njihovo število pa se je povečalo na dvanajst leta 2001 z vstopom Grčije in se bo lahko še povečalo v naslednjih letih s pristopom držav članic Evropske unije, ki so se odločile ostati zunaj področja evra, in držav, ki bodo na novo postale članice s procesom širitve, ki je v teku. Z začetkom tretje faze je nadzor nad monetarno in tečajno politiko prešel z nacionalnih centralnih bank (*ang.* National Central Banks – NCB) na Evropsko centralno banko. S tem datumom so tudi vse države pristopnice renomirale javni dolg v evro. V Maastrichtskem sporazumu⁴ ECB ni navedena med institucijami Unije, kot so Evropski parlament, Komisija, Sodišče, Računsko

sodišče in Svet vlade. Sporazum ji vendar priznava pravno osebnost in Statut Evropske centralne banke⁵ ji priznava popolno sposobnost delovanja v državah članicah Unije. Ta posebna pravna ureditev omogoča ECB popolno neodvisnost pri vodenju monetarne politike. Monetarne institucije, ki jih določa Sporazum, so oblikovane kot dokaj zapleten sistem, ki ga sestavlja ECB in NCB držav članic Ekonomske in monetarne unije (*ang.* Economic and Monetary Union – EMU). ECB in dvanajst nacionalnih centralnih bank držav, ki so sprejele evro, sestavljajo t. i. Eurosistem. Če in kadar bo vseh 15 držav članic EU sprejelo evro kot enotno valuto, bo termin Eurosistem postal sinonim za Evropski sistem centralnih bank (*ang.* European System of Central Banks – ESCB), ki v skladu z Sporazumom vključuje vseh 15 držav članic EMU.

Slika 1: Evropski sistem centralnih bank in Eurosistem



Vir: Pifferi, 2001, str. 31.

Delitev funkcij med ECB in NCB poteka na naslednji način: odločitve o monetarni politiki so centralizirane pri ECB, medtem ko so NCB zadolžene za končno izvedbo teh odločitev in imajo tudi analitske funkcije za podporo pri odločanju ECB. Pravico kovanja denarja imajo nacionalne kovnice, ki so pod nadzorom vladnih organizacij posameznih držav, za tiskanje in distribucijo bankovcev pa skrbijo posamezne NCB.

⁴ Od tu naprej Sporazum.

⁵ Od tu naprej Statut.

4.2.2.1 Izvršilni organi ECB

Izvršilni organi ECB (priloga 2) so: Upravni odbor (*ang.* Governing Council) in Izvršilni svet (*ang.* Executive board). Obstaja še tretji organ, to je Generalni odbor (*ang.* General Council), ki pa ima le svetovalno funkcijo (Pifferi, 2001, str. 33).

Upravni odbor je sestavljen iz šestih članov Izvršilnega sveta in iz guvernerjev NCB 12 držav, ki tvorijo območje evra. Ta organ sprejema odločitve v zvezi s skupno monetarno politiko in določa vodila za njeno izvajanje. Odbor se sestaja praviloma dvakrat mesečno.

Izvršilni svet sestavljajo predsednik, podpredsednik in štirje člani, ki so bili vsi imenovani maja leta 1998. Izvršilni svet izvaja monetarno politiko v skladu z odločitvami in smernicami Upravnega odbora, tako da posreduje ustrezna navodila NCB.

Generalni odbor je sestavljen iz predsednika, podpredsednika in guvernerjev NCB vseh 15 držav članic EU. Ta organ nima izvršilnih funkcij na področju monetarne politike, ampak izvaja določene funkcije spremljanja in pripravljanja, ki jih je prej izvajal Evropski monetarni institut (*ang.* European Monetary Institute – EMI), in ima svetovalno funkcijo.

Pomemben dejavnik pri delovanju izvršilnih organov ECB je način po katerem se sprejemajo odločitve. V obeh organih, Upravnem odboru in Izvršilnem svetu, se sprejemajo odločitve z enostavno večino in vsak član ima en glas. Na ta način imajo vsi guvernerji centralnih bank enako pomembnost ne glede na ekonomsko težo države, ki jo zastopajo. Tovrstno glasovanje hoče poudariti, da posamezni guvernerji ne zastopajo interesov posameznih držav, temveč morajo delovati v smeri skupnih interesov celotne Unije v skladu s cilji Statuta.

Funkcije ESCB so naslednje⁶:

- oblikovanje in izvajanje monetarne politike Unije,
- izvajanje valutnih poslov,
- hranjenje in upravljanje uradnih valutnih rezerv držav članic,
- promoviranje in urejanje delovanje plačilnega sistema.

Kar zadeva valutne posle je potrebno poudariti, da ECB skrbi le za izvajanje le-teh. Valutno politiko vodi Evropski odbor (*ang.* European Council), ki ima pooblastila za sklepanje menjalnih poslov in oblikuje smernice politike menjalnega tečaja.

⁶ 105.2 člen Statuta ECB.

4.2.2.2 Bilanca Eurosistema

Bilanca Eurosistema izvira iz konsolidirane bilance 12 NCB držav, ki sestavljajo območje evra in bilance ECB. Bilanca ECB je skromnega obsega, ima predvsem računovodsko funkcijo in je podlaga za razdelitev dobička ECB med državami članicami. Statut določa, da je osnovni kapital ECB 5.000 milijonov evrov. Kapital je razdeljen med 15 NCB držav članic EU. Deleži v kapitalu so razdeljeni glede na delež BDP in delež prebivalstva EU. NCB držav, ki so pristopile v Eurosistem, so nakazale v celoti svoj delež, medtem ko so države, ki so ostale zunaj območja evra, nakazale le 5 odstotkov svoje kvote kot prispevek za kritje operativnih stroškov. Znesek kapitala je zato konec leta 1998 znašal malo manj kot 4.000 milijone evrov. Delež italijanske centralne banke je malo manjši od 15 % (priloga 3), kar jo postavlja na tretje mesto za nemško in francosko centralno banko.

4.2.3 DENARNA POLITIKA

4.2.3.1 Cilji monetarne politike

Cilji monetarne politike, ki jo sedaj vodi ECB, so eksplicitno navedeni v 105. členu Sporazuma. Le-ta pripisuje absolutno prednost cilju stabilnosti cen. Ostali možni cilji niso tako jasno opredeljeni in se jih lahko zasleduje le, če so v skladu s ciljem stabilnosti cen.

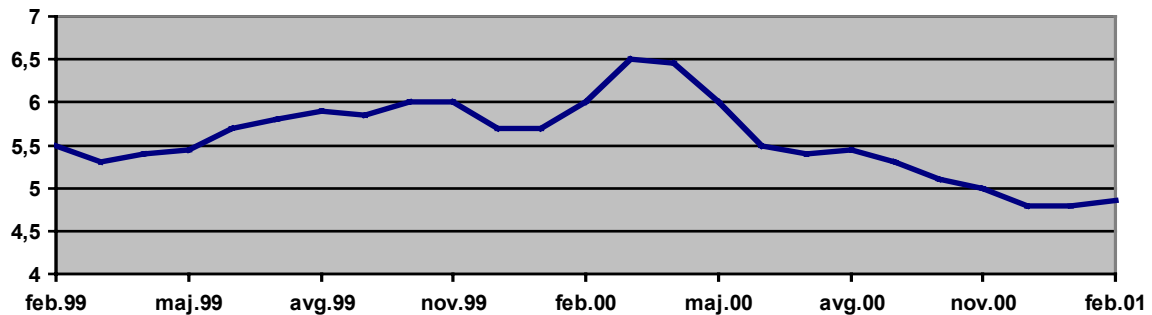
Tako velik poudarek na stabilnosti cen temelji na dejstvu, da se je proces nastajanja EMU začel v obdobju, ko je inflacija predstavljala izredno pomemben problem v razvitih evropskih državah.

Slika v prilogi 4 nam kaže visoke stopnje inflacije, ki so jih te države beležile v sedemdesetih letih. Jasno so razvidna hitra povečanja inflacije ob povečanju cen naftnih derivatov v sredini sedemdesetih in v začetku osemdesetih let. Inflacijske napetosti so se zmanjšale v naslednjih letih, v obdobju, ko so glavne industrijske države zmeraj bolj uporabljale monetarno politiko za boj proti inflaciji. Sporazum definira kot temeljni cilj monetarne politike stabilnost cen, vendar ne opredeli, kaj je potrebno razumeti pod pojmom stabilnosti cen. Tako je ECB leta 1998 natančneje določila, da je »stabilnost cen« definirana kot situacija, v kateri je sprememba harmoniziranega indeksa cen na drobno (*ang.* Harmonized Index of Consumer Prices – HICP) v dvanajstih mesecih na področju evra manjša od 2 odstotkov. Dodatno se je opredelilo, da je stabilnost cen potrebno ohranjati na srednji rok.

Potrebno je poudariti, da se indeks HICP nanaša na celotno območje evra. To je še eno dejstvo, ki potrjuje kako morajo odločitve ECB temeljiti samo na podatkih za območje evra kot celote in ne na podatkih za posamezne države.

Tako strogo definiranje stabilnosti cen s strani ECB se zdi preveč ambiciozno. V zadnjih časih ni primerov držav, ki bi bile sposobne držati stopnjo inflacije pod 2 odstotki dlje časa. Če vzamemo primer Nemčije, ki je imela eno najnižjih stopenj inflacije v Evropi: Uspela je obdržati inflacijo pod 2 odstotki le v času 15 let, od leta 1950 do leta 1997. Že v teh prvih letih delovanja ECB je stopnja inflacije preseгла cilj 2 odstotkov (slika 2).

Slika 2: gibanje stopnje inflacije na področju evra v obdobju 1999–2001



Vir: Pifferi, 2001, str. 46.

Vsekakor bo potrebno počakati še nekaj let za popolno oceno, vendar se porajajo dvomi o zmožnosti doseganja tega cilja. Poleg tega, da je ta cilj težko dosegljiv, lahko njegovo doseganje povzroči težave evropskim monetarnim oblastem. S tako nizko stopnjo inflacije bi se nominalne obrestne mere oblikovale le nekaj odstotnih točk nad ničlo in ta položaj bi prepuščal le malo manevrskega prostora anticikljski monetarni politiki v primeru recesije.

4.2.3.2 Strategija monetarne politike

Za doseg ciljev monetarne politike Eurosistema, ki je usmerjena k stabilnosti, je bila oblikovana strategija, ki jo sestavljajo trije osnovni elementi (Pifferi, 2001, str. 44):

- kvantitativna opredelitev ciljev stabilnosti cen: stabilnost cen je definirana kot rast indeksa HICP v 12 mesecih na območju evra, ki je manjša od 2 odstotkov,
- dva stebra, na katerih temelji strategija za doseganje ciljev:
 - (a) Prvi steber: pomembna vloga za denar. Objava ciljne vrednosti rasti širšega monetarnega agregata.
 - (b) Drugi steber: širša ocena perspektiv za rast cen. Spremenljivke, ki jih ECB upošteva so:
 - pokazatelji realne ekonomije (produktivnost, brezposelnost, itd.),
 - cena delovne sile,
 - menjalni tečaj in mednarodne cene,
 - ankete o pričakovanjih podjetij in potrošnikov.

4.2.3.3 Glavni instrumenti monetarne politike ECB

Z nastankom ECB je bila na novo oblikovana celotna organizacija in struktura instrumentov s ciljem nadzora obrestnih mer preko trga denarne osnove. Instrumenti nadzora denarne osnove se delijo na dva dela: t. i. tradicionalni instrumenti refinanciranja in operacije odprtega trga. Tradicionalno refinanciranje temelji na obliki financiranja, ki se izvaja z uradno obrestno mero, predhodno določeno s strani centralne banke. Operacije odprtega trga predvidevajo nakup ali prodajo vrednostnih papirjev med centralno banko in ostalimi bankami. V tem primeru centralna banka izvaja svoje aktivnosti na trgu kot ostali udeleženci, medtem ko je pri prvem sistemu to bilateralni odnos med centralno banko in posameznimi bankami. V zadnjem desetletju so operacije prostega trga pridobile vedno večji pomen na račun tradicionalnega refinanciranja. Ta sprememba je predvsem posledica želje po uporabi takih instrumentov, ki bi v čim manjši meri vplivali na tržne mehanizme. 105. člen Sporazuma določa, da mora ESCB delovati v skladu z principi ekonomije prostega trga in konkurence.

4.2.3.4 Obvezne bančne rezerve

Instrument obvezne rezerve je bil uporabljen v času z različnimi funkcijami in v različnem obsegu. V Italiji je nastal leta 1926 kot instrument za zavarovanje depozitov. Kasneje je predstavljal pomemben instrument denarnega nadzora v sklopu sistema denarnega multiplikatorja. Sprememba koeficienta obvezne rezerve vpliva na količino denarja v obtoku. V Italiji je do nedavnega imel tudi funkcijo financiranja javnega sektorja. Obvezna rezerva je pridobila novo funkcijo v italijanskem sistemu z uvedbo mobilizacije leta 1990. S tem banke nimajo več obveze ohranjati v celoti obvezno rezervo vse dni v mesecu, ampak samo v mesečnem povprečju. Stopnja obvezne rezerve, ki jo je določila ECB, je sedaj le 2 odstotka. To je precej nizek odstotek, če pomislimo, da je bila v Italiji še v začetku devetdesetih let le-ta 22,5 %. Tudi ta odločitev je v smeri čim manjšega vpliva na trge. Pred uvedbo EMU je bila stopnja mobilizacije, to je delež, za katerega se lahko zmanjša obvezna rezerva v enem dnevu, še 12,5 %, po tem pa 100 %, kar pomeni, da je danes mogoče v posameznem dnevu uporabiti celotno rezervo.

4.3 MEDBANČNI DENARNI TRG

Udeleženci medbančnega denarnega trga izravnavajo presežke in primanjkljaje likvidnih sredstev tako, da si med seboj posojajo likvidna sredstva in tako nastajajo kratkoročne medbančne terjatve in obveznosti.

Pogoj za delovanje medbančnega trga je obstoj nasprotnih potreb pri bankah. Nekatere banke morajo imeti presežek, druge pa primanjkljaj likvidnih sredstev. Ta trg omogoča bankam doseganje visoke stopnje likvidnosti in hkrati maksimalno rentabilnost.

Italijanski medbančni denarni trg je deloval do leta 1990 na osnovi bilateralnih odnosov med bankami in se je odvijal po telefonu. Tega leta pa je bil oblikovan Medbančni elektronski trg depozitov (*it.* Mercato Interbancario telematico dei Depositi – MID). Trgovanje poteka preko elektronskega sistema, ki ga upravlja Medbančna družba za avtomatizacijo (*it.* Societa' Interbancaria per l'Automazione – SIA). Na tem trgu sodelujejo banke, ki ponujajo in povprašujejo po likvidnih sredstvih. Minimalen obseg trgovanja je 0,5 milijonov evrov.

Z EMU banke vseh držav članic poslujejo z Eurosistemom v evrih. Ta položaj je omogočil dejansko izenačitev obrestnih mer na monetarnem trgu v različnih državah, kakor je razvidno iz slike v prilogi 5. Mogoče je spremljati eno samo vrednost, ki predstavlja posamezne obrestne mere na različnih evropskih medbančnih trgih. Ta obrestna mera se imenuje EONIA (*ang.* European Overnight Interest Average) in se izračuna kot povprečje medbančnih obrestnih mer na področju evra.

4.3.1 SISTEM MEDBANČNEGA PLAČEVANJA

Medbančni plačilni sistem je največji plačilni sistem v nekem ekonomskem sistemu. Da lahko banke nudijo plačilne storitve svojim klientom, morajo imeti učinkovite mehanizme za medsebojno plačevanje in morajo imeti ustrezen instrument ter primerne postopke za njegovo zamenjavo. Uporabljen instrument zamenjave je bančni depozit, ki ga imajo banke pri centralni banki. Ta ima podobne značilnosti kot bančni depoziti strank pri poslovnih bankah: omogoča preskrbo z denarjem in urejuje medbančna plačila.

Izvajanje medbančnih plačil poteka v dveh korakih. Na prvi stopnji se izmenjajo informacije in morebitni računovodski dokumenti potrebni za izvršitev transakcij. Na drugi stopnji se opravi denarna ureditev transakcij. Sistemi medbančnega plačevanja so treh vrst:

- (a) Medsebojni tekoči računi: ta sistem temelji na bilateralni kompenzaciji. Vsaka banka izmenja z drugo dokumente in informacije, ki zadevajo medsebojna plačila. Saldo, ki tako nastane, se periodično zapre s prenosom sredstev na računu pri centralni banki.
- (b) Sistem kompenzacije: v tem primeru kompenzacija temelji na multilateralnih odnosih. Saldo je tako rezultat seštevka različnih pozicij v dobro in v breme do drugih bank.
- (c) Sistem bruto kompenzacije: ta sistem je bil zasnovan za plačila, ki zahtevajo najvišjo hitrost in zanesljivost izvršitve. V tem primeru se ureditev zneska operacije izvede pri računu pri centralni banki direktno brez predhodne kompenzacije pozicij.

4.4 TRG KRATKOROČNIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV

Kratkoročni vrednostni papirji so prenosljivi vrednostni papirji z rokom zapadlosti do enega leta, ki jih izdajajo centralna banka, banke, javni sektor in podjetja. Z vidika likvidnosti so ti vrednostni papirji takoj za najbolj likvidno obliko – gotovino in knjižnim denarjem.

Do začetka osemdesetih let je bil italijanski finančni trg brez monetarnih vrednostnih papirjev v institucionalnem kontekstu. Danes pa je le-ta pomemben na finančnem trgu, predvsem zaradi kratkoročnih državnih obveznic (*it.* Buoni Ordinari del Tesoro – BOT) in potrdila o vezani vlogi. Prav nestabilnosti v začetku osemdesetih let so pospešile razvoj kratkoročnih vrednostnih papirjev, ker so skrajšale investicijsko obzorje varčevalcev.

BOT so kratkoročni vrednostni papirji z dospeljem 3, 6 in 12 mesecev. To so brezakuponske obveznice in imajo nominalno vrednost 1.000 evrov, kot ostali državni vrednostni papirji. Prodajajo se na dražbah in njihova donosnost je razlika med nominalno vrednostjo in vrednostjo doseženo na dražbi.

S kratkoročnimi vrednostnimi papirji se trguje deloma na Elektronskem trgu državnih vrednostnih papirjev (*it.* Mercato Telematico dei titoli di Stato – MTS) in deloma na Elektronskem trgu obveznic (*it.* Mercato Telematico delle obbligazioni – MOT).

4.5 PLAČILNI SISTEM

Od druge polovice osemdesetih let je italijanski plačilni sistem dosegel kvalitativni napredek: v učinkovitosti in varnosti gotovinskega prometa, pri izplačilu vrednostnih papirjev, v tehnični infrastrukturi in v storitvah plačilnega prometa ponujenim strankam.

V zadnjih desetih letih se je vrednost transakcij povezanih z izplačilom delnic povečala 48-krat in je dosegla leta 1998 znesek, ki je enak 26-krat bruto domačemu proizvodu. Na borznem trgu so uspeli zmanjšati čas, ki je potreben od sklenitve posla pa do izplačila: iz 15–45 dni so prišli na 3 dni, kar je podobno kot v ostalih razvitih državah.

Prav tako se je izboljšal plačilni sistem za končne potrošnike s povečanim številom POS terminalov (*ang.* Point of Sale) in bančnih avtomatov. Število pos terminalov se je povečalo v zadnjem desetletju iz 98 na 5.970 na milijon prebivalcev. Z nadaljevanjem takega trenda bo Italija kmalu nadoknadila zaostanek za ostalimi razvitimi evropskimi državami.

Izboljšal se je medbančni kompenzacijski mehanizem, ki danes omogoča precej krajši čas izvršbe plačil napram preteklosti, ko je bil italijanski sistem znan po dolgih izvršilnih časih.

Tehnično organizacijskemu napredku plačilnega sistema pa ni sledilo enakovredno povečanje negotovinskega plačevanja s strani uporabnikov. Kljub povečanju v zadnjih letih ostaja število negotovinskih transakcij precej nižje od povprečja Evropske unije (43 plačil na prebivalca proti 121 v EU). Ta podatek kaže slabo naklonjenost italijanskega prebivalstva do novih in inovativnih plačilnih instrumentov.

Italijanski plačilni sistem je že približno eno desetletje deležen korenitih sprememb, ki zadevajo tako industrijo plačil, kot institucionalno ureditev sistema.

Danes z nastankom EMU nadzor nad plačilnim sistemom izvaja ESCB, ki je sestavljen iz ECB in NCB. Zakonska podlaga je v Maastrichtskem sporazumu in v Statutu ESCB. ECB ima nadzor nad definicijo politike nadzora in izvajanja monetarne politike ter izvajanja plačilnega sistema TARGET. ECB ima nadzor nad plačili med državami EU in tretjimi državami. NCB imajo nalogo določati v skladu s smernicami ECB nadzor nacionalnih plačilnih sistemov.

Transevropski avtomatizirani bruto ekspresni plačilni sistem (ang. Trans European Automated Real-Time Gross- Settlement Express Transfer System – TARGET) je bil oblikovan z namenom izvajanja operacij monetarne politike in s tem zagotavljanja enotnosti denarnega trga, povečanja učinkovitosti pri izvrševanju plačil čez državne meje in zmanjševanja tveganj. TARGET je v bistvu le povezava med obstoječimi nacionalnimi sistemi bruto poravnave v realnem času.

5 TRG KAPITALA V ITALIJI

5.1 SPLOŠNO O TRGU KAPITALA

Za razliko od denarnega trga se na trgu kapitala trguje z dolgoročnimi finančnimi oblikami, katerih rok dospelosti je daljši od enega leta. Osnovni namen trgovanja na kapitalskem trgu je povečanje obsega varčevanja in usmerjanje pridobljenih finančnih sredstev v bolj donosne naložbe. Ta prenos se lahko opravi na dva načina:

- (a) Neposredno: investitorji kupujejo dolgoročne vrednostne papirje podjetji, ta pa pridobljena sredstva porabijo za financiranje investicijskih projektov.
- (b) Posredno: varčevalci svoje prihranke naložijo v banke, hranilnice, zavarovalnice ali pri ostalih finančnih posrednikih in tako posredno financirajo podjetja.

V teoriji delniški trg ponazarja vrednostne papirje, ki predstavljajo družbeni kapital delniških družb in komanditnih delniških družb, ki jih je v Italiji več deset tisoč. V praksi velika večina teh podjetij ni relevantnih za delniški trg. Vzrok takega stanja lahko razumemo, če analiziramo lastniško strukturo italijanskih podjetij. Velika večina italijanskih podjetij ima zaprto lastniško strukturo, to se pravi v celoti v rokah enega podjetnika (oz. skupine podjetnikov pogosto pripadnikov iste družine), ki ni pripravljen prepustiti del podjetja zunanjim osebam. Vsekakor so primeri prenosa lastništva in vložkov kapitala s strani zunanjih oseb, vendar so to redki primeri za italijanske delniške družbe. Če hočemo določiti delniški trg v Italiji, moramo imeti v mislih borzni trg, kar omeji analizo na precej manjše število delniških družb napram celoti in jih opredelimo kot kotirane družbe.

Poglejmo podrobneje nekatere ustanovne in opredeljitvene elemente italijanske borze (Matte' et al., 1993, str. 365–369):

- (a) Fizična opredelitev trga: kljub tehnološkemu in informacijskemu razvoju se ni zmanjšal pomen fizične opredelitve trga. Tako ostaja »Piazza degli Affari« s sedežem v Milanu center borznega dogajanja. Potrebe po nadzoru s strani nadzornih oblasti, ugodnosti povezane s stikom med udeleženci in določen delež ustaljenih navad pripeljejo do tega, da se na splošno specializirani posredniki osredotočajo na lokacijo borze za sklepanje poslov.
- (b) Standardizacija pogodb: ta določba se nanaša predvsem na sekundarni trg. Za borzno trgovanje mora vsak udeleženec poznati standardne določbe trgovanja. Pri sklepanju kupoprodajnih pogodb velja določilo, da se likvidacija izvede tretji dan od datuma, ko je bil posel sklenjen.
- (c) Uradni posredniki: od leta 1991 je glavni borzni posrednik borznoposredniška hiša (*it. Societa' di Intermediazione Mobiliare – SIM*), ki ima prednost v tem, da lahko deluje kot broker in kot dealer.
- (d) Standardizacija trgovanja in sistem določanja cen: do nedavnega je bil v uporabi sistem dražbe na klic, po novem pa se uporablja stalna dražba. Ta sistem ustvarja toliko dnevni cen, kolikor poslov se zaključi. Ta sistem se je lahko razvil le z razvojem informacijske tehnologije.
- (e) Nadzorne oblasti: pomen borznega trga za finančni sistem in ekonomijo, prisotnost operaterjev različne profesionalnosti, kompleksnost in členitev postopkov, ki določajo delovanje, zahtevajo prisotnost neodvisnega organa, ki določi ustrezne norme za nemoteno delovanje trga in garantira spoštovanje le-teh s strani vseh udeležencev. V Italiji je tak organ Nacionalna komisija za družbe in borzo (*it. Commissione Nazionale per la Societa' e la Borsa – CONSOB*). Dve pglavitni nalogi CONSOB-a sta na eni strani definicija strukture in delovanja borznega trga ter na drugi je ureditev pogojev jasnosti, ki opredeljujejo transakcije na borzi in povezane subjekte. Ta sistem naj bi zagotovil enakopravnost med vsemi udeleženci in da naj bi le sposobnosti posameznikov in ne dostopnost do posebnih informacij, vplivale na rezultate.

Trg obveznic je skupek transakcij, ki imajo kot predmet vrednostne papirje dolžniškega značaja in imajo dospelost daljšo od 12 mesecev. S strani emitentov je vidno povečanje deleža javnega sektorja in s strani investitorjev povečanje deleža posameznikov na račun bančnih institucij. Po zelo hitrem razvojnem ciklu je postal glavni tokokrog obveznic na relaciji javni sektor – individualni investitorji. Ta fenomen ima pomemben vpliv na strukturo primarnega in sekundarnega trga.

Za italijanski trg velja, da so skoraj vse obveznice v obtoku tudi kotirane, saj so državni vrednostni papirji avtomatično sprejeti v kotacijo brez posebnih zahtev s strani izdajatelja. Lahko pa najdemo določene specifične značilnosti: z delom obveznic, ki so kotirane, se ne trguje, ker so »zamrznjene« v portfeljih institucionalnih investitorjev predvsem bank. Trgovanje na borzi z državnimi vrednostnimi papirji predstavlja le majhen delež (okrog 5 %) celotnega trgovanja z obveznicami. Drugi trg je t. i. trg preko okenc (*ang. Over The Counter –*

OTC), kjer poslujejo banke in posamezniki. To trgovanje je sestavljeno iz manjših transakcij, ki pa so zelo številne in dokaj konstantne. Pri teh poslih ponavadi banka direktno odkupuje in prodaja obveznice posameznikom. Tretji segment predstavlja t. i. elektronski trg. To je grosistični trg kjer trgujejo samo institucionalni investitorji.

5.1.1 SUBJEKTI NA TRGU KAPITALA

Subjekti, ki sodelujejo na trgu kapitala, so vlagatelji (lastniki kapitala), izdajatelji (uporabniki kapitala) in finančni posredniki.

- (a) Banke: od leta 1991 do leta 1998 so si sledili zakoni⁷, ki so omogočili bankam delovanje skoraj na vseh finančnih področjih. S tem je postala banka eden od glavnih akterjev v italijanskem finančnem sistemu, kjer je bila prej omejena s kriteriji specializacije.
- (b) Finančne družbe: finančne družbe delimo v tri skupine (Gervasoni, 1999, str.48–49):
- družbe, ki poslujejo neposredno s prebivalstvom⁸,
 - družbe, ki ne poslujejo neposredno s prebivalstvom in
 - drugi posredniki, ki izpolnjujejo posebne pogoje, ki jih določi Zakladno ministrstvo.
- (c) Družbe za upravljanje (*it. Societa' per la Gestione del Risparmio – SGR*): to je nova oblika finančnega posrednika, ki je bila uvedena leta 1998⁹. SGR lahko opravljajo naslednje funkcije (Gervasoni, 1999, str. 51):
- upravljajo odprte in zaprte investicijske sklade,
 - upravljajo investicijske portfelje posameznikov,
 - ustanovijo in upravljajo pokojninske sklade in
 - opravljajo storitve povezane z upravljanjem.
- (d) Družba za investiranje s spremenljivim kapitalom (*it. Societa' di Investimento a Capitale Variabile – SICAV*): delovanje SICAV je povsem podobno delovanju odprtih investicijskih skladov. Razlike so v tem, da premoženje, ki ga družba upravlja, postane kapital družbe, ter v tem, da investitor postane delničar družbe, torej lastnik družbe¹⁰. Variabilnost kapitala SICAV je posledica stalne možnosti nakupa novih delnic¹¹ in odprodaje delnic¹² s strani investitorjev.

⁷ Zakon št. 1 1991, Enotni bančni akt 1993 (*it. Testo Unico in materia bancaria*), Eurosim 1996 in Enotno finančno besedilo 1998 (*it. Testo Unico della Finanza*).

⁸ Sem spadajo družbe, ki opravljajo eno od naslednjih funkcij: sprejemajo vloge, dajejo posojila v kakršnikoli obliki (potrošniški krediti, finančni leasing ...), opravljajo storitve plačilnega prometa in opravljajo manjalniške posle.

⁹ Zakon št. 58 1998 imenovan Enotno besedilo dispozicij glede finančnega posredništva (*it. Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria – TUIF*).

¹⁰ Kot delničar družbe ima pravico do glasovanja na skupščini in sicer v enaki višini kot znaša delež v kapitalu.

¹¹ Ob tem družba izda nove delnice.

¹² Ob tem te delnice prenehajo obstajati.

- (e) Pokojninski skladi: upravljajo s premoženjem, ki ga zberejo preko prispevkov udeležencev skupinskih pokojninskih načrtov. Delovanje pokojninskih skladov se deloma ujema z delovanjem življenjskih zavarovanj. Razvitost pokojninskih skladov je še zmeraj omejena in ni še doživela pričakovanega razcveta. Eden od razlogov za takšno stanje je še velika socialna zaščita, ki jo uživajo italijanski državljani.
- (f) Borzno posredniške hiše – SIM: ustanovljene so bile leta 1991 in so pridobile poglavitno vlogo pri trgovanju z vrednostnimi papirji. SIM mora biti ustanovljen kot delniška družba in lahko opravlja naslednje dejavnosti posredovanja vrednostnih papirjev:
- trgovanje z vrednostnimi papirji za lasten račun ali za tuj račun,
 - plasiranje na trg vrednostnih papirjev,
 - upravljanje premoženja vrednostnih papirjev,
 - zbiranje naročil za nakup ali prodajo vrednostnih papirjev,
 - svetovanje na področju investiranja v vrednostne papirje in promocija in
 - plasiranje vrednostnih papirjev – javna ponudba (*it. offerta pubblica d'aquisto* – OPA).
- (g) Fiduciarne družbe (*it. societa' fiduciarie*): ta oblika finančnih posrednikov, po odloku Eurosim, počasi izginja, saj so sedaj podvržene enakim zahtevam kot SIM, vendar je njihovo delovanje omejeno na specifične sektorje.
- (h) Zavarovalne družbe: zavarovalni sektor je doživel v zadnjih letih pomembno rast predvsem zaradi vedno močnejše naveze med zavarovalništvom, bančništvom in dodatnim pokojninskim zavarovanjem. Zavarovalnice so postale pomemben institucionalni investitor za italijanski finančni sistem.

Število posrednikov z dovoljenjem za trgovanje se je povečalo od leta 98, odkar je začela delovati Borsa Italiana in je začela uveljavljati politiko razvoja trga, od 138 posrednikov na 142 v letu 1999, na 153 leta 2000 in do 157 leta 2001. Rast vodijo v prvi vrsti banke, medtem ko je razmeroma konstanto število SIM. Število borznih agentov je v stalnem upadanju in jih počasi ne bo več, saj od leta 1991 v skladu z zakonom o reorganizaciji finančnega posredništva ni več mogoče pridobiti tega naziva.

Posredniki lahko zaprosijo za dovoljenje za trgovanje na posameznih trgih. Trgi, kjer je prisotnost posrednikov največja, so (priloga 6): Elektronski delniški trg (*it. Mercato Telematico azionario* – MTA) in Ozek trg (*it. Mercato Ristretto*) (130, 83 % vseh posrednikov), sledi Novi trg (*it. Nuovo Mercato*) (126, 80 %), Elektronski trg pogodb s premijo (*it. Mercato telematico dei contratti a premio* – Covered Warrant) (109, 69 %) in Trg izvedenih finančnih instrumentov (*it. Mercato degli strumenti Derivati* – IDEM) (100, 64 %).

5.1.2 ZAKONSKA UREDITEV

Nadzor nad trgom vrednostnih papirjev je doživel bistveno spremembo s sprejemom zakona 216 iz 7. junija 1974, ki je ustanovil CONSOB in nove norme za družbe. Cilj teh sprememb je bil pospešiti nagnjenost k investiranju prihrankov v tvegani kapital. Temeljni vrednoti ureditve trga vrednostnih papirjev sta bili informiranost in preglednost. Naslednja etapa v razvoju ureditve tega trga je bil zakon iz leta 1983, ki je ustanovil investicijske sklade in je razširil področje delovanja zakonodaje o trgu vrednostnih papirjev preko omejitev borze, zavzemal je vse vrednostne papirje, ki so bili predmet trgovanja v javnosti. Za pospešitev varčevanja v tvegani kapital je postala objava informacijskega prospekta obvezna pri izdaji vrednostnih papirjev, poleg pridobitve dovoljenja s strani nadzornih oblasti za izdajo. Leta 1991 se je nadzor razširil tudi na finančne posrednike, ki delujejo na trgu. Opredeljene so bile nove oblike finančnih posrednikov: borzoposredniška hiša in pospeševalec finančnih storitev (*it.* promotori di servizi finanziari).

5.1.3 INSTRUMENTI NA TRGU KAPITALA

(a) Državni vrednostni papirji

Na italijanskem trgu obveznic imajo državni vrednostni papirji absolutno prevlado. Danes predstavlja skupina državnih vrednostnih papirjev delež med 80 in 90 odstotkov trga dolžniških vrednostnih papirjev v Italiji. Vrednost izdanih državnih vrednostnih papirjev je hitro rasla v osemdesetih in v prvi polovici devetdesetih let ter se je nato ustalila (priloga 15).

Seznam različnih državnih vrednostnih papirjev, ki so bili izdani v času, predstavlja zanimiv primer bogatega izbora različnih vrst vrednostnih papirjev. Osnova za to raznolikost je potreba izdajatelja po diferencijaciji tehničnih značilnosti vrednostnih papirjev s ciljem opraviti čim boljše medijacijo med lastnimi potrebami in preferencami potencialnih investitorjev. Zaradi tega so spremembe na makroekonomskem področju in obnašanje investitorjev enkrat omogočile drugič pa prisilile uvedbo novih vrst vrednostnih papirjev in opustitev drugih.

Delitev državnih vrednostnih papirjev:

- Na prvem nivoju delimo državne vrednostne papirje na kratkoročne z dospelostjo do 12 mesecev in dolgoročne z dospelostjo daljšo od 12 mesecev. Med prve uvrstimo navadne državne obveznice – BOT, ostali pa so dolgoročni vrednostni papirji.
- Nato jih delimo na vrednostne papirje izdane v domači valuti in tiste, ki so nominirani v tuji valuti (CTE, BTE)¹³.

¹³ Ta razdelitev je izgubila na pomenu s prehodom na skupno evropsko valuto.

- Razlikujemo tudi državne vrednostne papirje s fiksno in s spremenljivo obrestno mero. Med prvimi imamo še brezkuponske in kuponske obveznice.

Tabela 1: Značilnosti dolgoročnih državnih vrednostnih papirjev

	BTp	CcT	CTz
Dospelost (let)	5,7,10	5 in 7	2
Kupon	- Fiksen - Mesečni	- Indeksiran - Mesečni	- brez
Končna cena	100	100	100
Način povračila	Enoten znesek ob dospelosti	Enoten znesek ob dospelosti	Enoten znesek ob dospelosti
Valuta	Evro	Evro	Evro
Minimalen obseg prevzema	1.000	1.000	1.000
Obtok	Prinosniku	Prinosniku	Prinosniku
Kotacija	Da	Da	Da

Vir: Matte' et al., 1993.

Brezkuponski zakladni zapisi (*it.* Certificati del Tesoro zero-coupon – CTz): so najnovejši državni vrednostni papir, ki je bil uveden leta 1995. Uvedli so ga zaradi potrebe po zapolnitvi luknje med kratkoročnimi vrednostnimi papirji BOT z dospelostjo do enega leta in dolgoročnimi BTp z zapadlostjo nad 5 let.

Večletne zakladne obveznice (*it.* Buoni del Tesoro poliennali – BTp): so dolgoročni državni vrednostni papirji z zapadlostjo 3, 5, 10 in 31 let. Pomembni so za dolgoročno financiranje državnega dolga.

Kreditni zakladni zapisi (*it.* Certificati di credito del Tesoro – CcT): so indeksirani državni vrednostni papirji z dospelostjo 5 in 7 let. Imajo fiksno donosnost s spremenljivo obrestno mero, ki je vezana na donosnost BOT. Nastanek in razvoj indeksiranih državnih vrednostnih papirjev sega v sredino sedemdesetih let, ko so bile razmere na trgu ugodne za razvoj teh vrednostnih papirjev: to pomeni visoka in nepredvidljiva inflacija ter nihajoče obrestne mere. Prav zaradi tega so bili ti vrednostni papirji najbolj razširjeni na italijanskem trgu, nasprotno v je v ZDA, kjer ti sploh ne obstajajo. Konec sedemdesetih in v začetku osemdesetih let je bilo skoraj nemogoče plasirati na trg vrednostne papirje s fiksno obrestno mero, razen za zelo kratko obdobje.

BTP predstavljajo skoraj 60 % vseh državnih vrednostnih papirjev, sledijo jim CcT z 20 % in BOT z 10 odstotki. Novejši vrednostni papirji CTz predstavljajo nekaj manj kot 5 % (priloga 7).

(b) Obveznice

Za podjetniške obveznice je značilna precej manjša likvidnost napram državnim. Ta značilnost je povezana predvsem z manjšim obsegom izdaj s strani podjetij, ki le redko kdaj presegajo 500 milijonov evrov, kar je precej manj napram državnim, kjer so pogoste izdaje za 2.000 milijonov evrov. Manjša likvidnost podjetniških obveznic je povezana tudi z dejstvom, da se z veliko emisijami (predvsem s strani bank) ne trguje na urejenih trgih kot se to dogaja z vsemi izdajami vrednostnih papirjev javnega sektorja.

(c) Lastniški vrednostni papirji

V delniških družbah je družbeni kapital razdeljen na določeno število enot z enako vrednostjo: vsaka kvota predstavlja eno delnico in vsaka daje enake pravice pri upravljanju podjetja. Delnica predstavlja najmanjšo enoto, ki predstavlja kapital družbe in družbene pravice (Ferrari, 1999, str. 172).

Z večino italijanskih delnic se ne trguje na organiziranih trgih, saj so v lasti posameznikov ali družin, ki nočejo izgubiti nadzora nad podjetjem in zato se ne odločijo za kotacijo svojih podjetij. Z delnicami, ki so kotirane, pa se trguje na naslednjih organiziranih trgih: Elektronskem delniškem trgu – MTA, Ozkem trgu (*it.* Mercato Ristretto) in na Novem trgu (*it.* Nuovo Mercato). Med lastniške vrednostne papirje uvrščamo tudi zamenljive obveznice, saj lahko postanejo delnice.

Zamenljive obveznice so kotirane na delniških trgih vrednostnih papirjev, na katere se nanašajo. Konec leta 2001 je bilo kotiranih 21 zamenljivih obveznic na borzi in 2 na ozkem trgu (*it.* mercato ristretto).

Zelo slabe razmere na finančnih trgih v zadnjem letu so precej upočasnile dotok novih podjetij na borzo, predvsem zaradi neugodno nizkih tečajev delnic. Veliko podjetij je načrtovalo kotacijo v letu 2001 in so le-to odložile do izboljšanja razmer na trgu. Ne smemo zanemariti dejstva, da se je število novih vstopov na borzo bistveno povečalo v zadnjih letih in bi se ta trend ob ugodnih razmerah nadaljeval, saj je v Italiji več kot 1.800 podjetij s takimi karakteristikami, da bi lahko bile kotirane na borzi.

(d) Izvedeni finančni instrumenti

Med finančnimi instrumenti so nastali in se razširili izvedeni finančni instrumenti, ki so prehiteli glede funkcionalnosti in stroškov tradicionalne instrumente upravljanja in razpršitve

tveganj. V Italiji je bil prvi trg izvedenih finančnih instrumentov ustanovljen leta 1991: Trg terminskih pogodb (*it. Mercato dei futures – MIF*) in Elektronski trg opcij (*it. Mercato Telematico delle Opzioni – MTO*). V začetku so se osredotočali le na državne vrednostne papirje in kratkoročno obrestno mero, kasneje od leta 1994 tudi na delnice. Razširjenost teh instrumentov med italijanskimi finančnimi posredniki je bila zanemarljiva do konca osemdesetih let, nato pa je dosegla hitro rast. Nestabilnost na makroekonomskem področju, fleksibilni tečaji in tveganja glede poenotenja obrestne mere v EMU so še pospešile sprejemanje teh instrumentov.

5.1.4 DELITEV TRGA KAPITALA

Trg kapitala najprej delimo na trg dolgoročnih posojil in na trg dolgoročnih vrednostnih papirjev po kriteriju specializacije pogodbenih elementov.

Na trgu dolgoročnih vrednostnih papirjev (odprti trg) se trguje z vrednostnimi papirji s stalnim in spremenljivim donosom, medtem ko je trg dolgoročnih posojil tisti, kjer gre za skupek bilateralnih odnosov in ga imenujemo pogodbeni trg.

Trg dolgoročnih vrednostnih papirjev delimo na primarni in na sekundarni trg. Primarni trg je tisto mesto, kjer vrednostni papirji nastajajo. Izdajatelji se odločijo za izdajo novih vrednostnih papirjev, da pridobijo finančna sredstva za financiranje svoje dejavnosti. Na sekundarnem trgu se odvija trgovanje z izdanimi vrednostnimi papirji.

5.2 TRG DOLGOROČNIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV

5.2.1 PRIMARNI TRG KAPITALA

Subjekti pri novi izdaji vrednostnih papirjev se lahko odločajo med neposredno in posredno primarno izdajo. Izdajatelji se zelo redko odločijo za neposredne izdaje in se raje poslužujejo specializiranih finančnih institucij. Ločimo še javne oz. odprte ponudbe in zasebne ponudbe vrednostnih papirjev. Pri slednjih se novo izdani vrednostni papirji prodajo vnaprej znanim kupcem.

Zmanjšanje aktivnosti na primarnem trgu v letu 2000 in 2001 je skupna značilnost vseh glavnih mednarodnih trgov in je v tesni povezavi z gibanjem tečajev delnic tekom leta. Kljub slabemu rezultatu v zadnjih dveh letih je potrebno poudariti, da je italijanska borza v 4 letih zbrala preko trga več kot 100 milijard evrov, od katerih več kot polovico z izdajo novih vrednostnih papirjev. Ta znesek je financiral razvoj kotiranih družb, še posebej tistih z dobrimi perspektivami rasti. V tem okviru je bilo 106 novih družb (od tega 43 na tehnološkem trgu) na novo kotiranih preko javne ponudbe (*it. offerta pubblica d'aquisto*).

5.2.2 SEKUNDARNI TRG KAPITALA

Glavna naloga sekundarnega trga je zagotavljanje likvidnosti izdanih vrednostnih papirjev. S primarnim trgom sta tesno povezana, saj je uspeh in cena izdaje na primarnem trgu odvisna od kakovosti trgovanja na sekundarnem trgu. Malo verjetno je, da bo investitor kupil tako delnico, ki jo ne bo mogel prodati na sekundarnem trgu.

Sekundarni trg lahko delimo na neformalen trg in formalen organiziran trg vrednostnih papirjev. Slednji je pomembnejši, saj se na njem odvija večji del trgovanja in ga predstavlja borza.

5.2.2.1 Italijanska borza

Po težavah v sedemdesetih letih je bila kapitalizacija milanske borze le 3 % družbenega produkta. V začetku osemdesetih se je povzpela na 13 % in nato dosegla 65 % konec devetdesetih. Njen relativni pomen je danes primerljiv s frankfurtsko (68 %), zaostaja pa za pariško (99), newyorško (178) in londonsko (191). Rast obsega italijanske borze v osemdesetih letih je prišla tako do povečanega števila družb na borzni kotaciji, iz 134 na 223, kakor tudi iskanju tveganega kapitala z njihove strani. V devetdesetih so bili glavni razlogi rasti: povečana vrednost borznih kotacij ter privatizacije in kotacije javnih podjetji, medtem ko se je število kotiranih podjetji malo spremenilo (247 konec leta 1999). Odkar se je začela intenzivna privatizacija v zadnjem četrletju leta 1993, je več kot polovica povečane vrednosti borze v povezavi s privatiziranimi podjetji. Glede na borzno kapitalizacijo se je povprečni odstotek novih izdaj delnic zmanjšal z 8 % letno v osemdesetih letih na 5 % v devetdesetih.

Leto 1998 je bilo leto tranzicije za italijansko borzo od javnega modela k zasebnemu modelu. V tem letu je bila namreč italijanska borza lastninjena in oblikovana kot zasebna delniška družba. Od tega leta do leta 2001 se je na novo kotiralo 125 podjetji, precej več kot v predhodnih desetih letih, v katerih se jih je na novo kotiralo le 101. Italijanski trg je pokazal precejšnje zanimanje za inovativne finančne instrumente kot so izvedeni finančni instrumenti.

Leto 2001 je bilo zaznamovano z negativno rastjo finančnih in še posebej delniških trgov. Italijanski borzni indeks (*it. Mercato Italiano Borsa – MIB*¹⁴) je zabeležil, prvič po letu 1996, negativen dosežek in število na novo kotiranih podjetji se je ustavilo pri 18. V tem kontekstu je italijanska borza (*it. Borsa Italiana*) nadaljevala v procesu inovacije in razvoja italijanskega trga v smeri zadovoljevanja potreb udeležencev in v konstantnem izboljševanju pravil delovanja trga. V letu 2001 so bile uvedene pomembne novosti v organizacijski strukturi delniških trgov. Z namenom boljše valorizacije specifičnih značilnosti italijanske ekonomije,

¹⁴ Indeks Mib ima več oblik: Zgodovinski Mib je izračunan na osnovi iz 2.1.1975, ki je enaka 1.000; Tekoči Mib ima za osnovo prvi dan kotacije v letu, ki je prav tako enaka 1.000; Mibtel pa omogoča spremljanje gibanja celotne tečajnice tekom dneva.

katero zaznamuje veliko število majhnih in srednje velikih podjetji, je bil na borzi ustvarjen Segment delnic z visokimi sposobnostmi (*it.* Segmento Titoli con Alti Requisiti – STAR), ki je namenjen prav tem podjetjem. S tem segmentom lahko borza bolje predstavlja realno ekonomijo v Italiji.

V letu 2001 je vstopila v veljavo nova segmentacija elektronskega delniškega trga z namenom, da bi italijanska borza bolje odražala realno ekonomijo države, kjer je poleg velikih družb prisotnih veliko pomembnih majhnih in srednje velikih podjetji (*it.* piccole medie imprese – PMI).

(a) Segment prvovrzednih vrednostnih papirjev (*ang.* blue-chips): vključuje družbe s kapitalizacijo večjo od 800 milijonov evrov.

(b) Segment delnic z visokimi sposobnostmi (*it.* Segmento Titoli con Alti Requisiti – STAR): je sestavljen iz srednje majhnih družb, ki hočejo maksimirati vrednost svojih delnic z zadovoljevanjem ostrejših standardov pri razširjenosti delnic, prosojnosti, nadzoru vodenja podjetja (*ang.* corporate governance) in načina trgovanja.

(c) Segment redne borze (*it.* Borsa ordinaria): vključuje majhne in srednje družbe, ki ne želijo prevzeti kvalifikacije STAR, vendar želijo biti kotirane na borzi.

V zadnjih dveh letih smo videli zmanjšanje števila kotiranih družb za pet enot. Prisotnost tujih podjetij je še vedno skromna, saj jih je le pet: dve nemški Bayer in Volkswagen, dve španski banki in nizozemski STM. Družbe so bile razdeljene v letu 2001 po segmentih kot sledi: 91 (38,4 %) blue-chip, 37 (13,6 %) v segmentu STAR, 97 (40,9 %) v prvi kategoriji in 12 (5,1 %) v drugi kategoriji redne borze.

Celotna kapitalizacija (osnovni kapital – družbeni kapital) italijanskih kotiranih družb dosega 78,3 milijarde evrov in je ostala stabilna v zadnjem letu (2001). Zaradi zmanjšanega števila kotiranih družb pa se je povečala povprečna kapitalizacija, ki sedaj dosega 338 milijonov evrov. Borzna kapitalizacija (protivrednost delnic) se je po dolgem obdobju rasti v zadnjem letu zmanjšala za 27,2 %. Tako močan padec je bil posledica negativnih gibanj na svetovnih finančnih trgih, katerih posledice so čutili vsi finančni trgi razvitih držav. Volatilnost je skokovito narasla septembra 2001 po terorističnih napadih, kakor se je že zgodilo leta 1997 in 1998. Prav tako se je zmanjšala likvidnost trga po petih letih konstantne rasti. Obseg dnevnega prometa se je znatno dvignil še posebej v letih 1998–2000 (priloga 8).

Kakor na ostalih svetovnih trgih tehnoloških podjetji (NASDAQ, Neumarkt, Nuove Meche, itd.) je tudi v Italiji ta segment doživel hudo upočasnitev. Kljub sprejemu petih novih podjetij na kotacijo je negativno gibanje tečajev zmanjšalo borzno kapitalizacijo na 12.489 milijonov evrov, kar je 43,7 % manj kot v prejšnjem letu. Celotni osnovni kapital kotiranih družb pa se je nasprotno povečal za 59,3 % in dosegel 766 milijonov evrov. Na tem segmentu je koncentracija zelo velika, saj prva tri podjetja dosegajo 56,1 % celotne kapitalizacije novega trga.

Ozek trg ima negativno rast od leta 1994 in šteje danes le 12 družb. V zadnjih dveh letih se nobena družba ni odločila za novo kotacijo na tem segmentu.

Vrednostni papirji s fiksnim donosom, ki so prisotni na uradnih trgih italijanske borze, so razdeljeni, glede na njihove značilnosti na dva različna segmenta: Elektronski trg obveznic in državnih vrednostnih papirjev (*it. Mercato Telematico delle Obbligazioni e dei titoli di Stato – MOT*) in Elektronski trg evro-obveznic, obveznic tujih izdajateljev in Asset Backed Securities (*it. Mercato Telematico delle euro-obbligazioni, delle obbligazioni di emittenti esteri e delle Asset Backed Securities – EuroMOT*). MOT že od leta 1999 trpi zaradi nezanimanja investorjev za državne vrednostne papirje in poslovne obveznice. Nasprotno je EuroMOT, ki deluje od začetka leta 2000, zabeležil v zadnjem letu 280 % rast in dosegel obseg 244 milijonov evrov.

5.2.2.2 Značilnosti povpraševanja na italijanski borzi

85 % kapitalizacije italijanskih delnic je v lasti domačih investorjev (banke, družine, holdingi, institucionalni investitorji in država) in 15 % v tuji lasti.

Odprtost italijanskega delniškega trga je rasla v obdobju 1995–1999, ko je delež tujih investorjev narasel iz 11 % na 19 %. Ta trend se je ustavil v fazi največje rasti trga v letih 1999 in 2000. Kljub povečanemu tujemu povpraševanju je domače povpraševanje beležilo višje stopnje rasti in tako se delež tujih investicij ni povečal. Vloga tujih investorjev je bistveno večja, če upoštevamo obseg trgovanja, kjer so le-ti v obdobju 1998–2000 predstavljali 40 % delež.

Kar zadeva domače povpraševanje je imela največjo vlogo pri redistribuciji lastništva privatizacija glavnih državnih družb, ki se je začela v letu 1993. Javni sektor je še v letu 1996 imel v lasti več kot 30 % celotne borzne kapitalizacije, na koncu devetdesetih pa je imel le še nekaj manj kot 10 %. Odločilno leto v procesu privatizacije je bilo leto 1997, v katerem je stekla privatizacija dveh pomembnih podjetij kot sta Eni in Telecom Italia. Država pa je obdržala pomembne deleže v nekaterih družbah, med temi sta tudi Eni in Enel, in prav tu je še prostor za nadaljnjo zmanjševanje prisotnosti države na italijanski borzi. Pojavlja pa se tudi fenomen, ki deluje v nasprotni smeri, z lastništvom lokalnih skupnosti kotiranih podjetji predvsem na račun podjetji v sektorju utilities. Privatizacije so prinesle večjo prisotnost italijanskih družin na delniškem trgu. Relativni delež institucionalnih investorjev je ostal konstanten v obdobju 1995–2001. Tako gibanje so beležili tudi investicijski skladi, ki so v istem obdobju imeli v lasti 5–6 % borzne kapitalizacije z viškom leta 1998, ko so dosegli 8,1 %. V drugi polovici devetdesetih let so investicijski skladi povečali celoten obseg sredstev v portfelju in hkrati tudi delež namenjen delnicam: konec leta 2000 je 40 % premoženja investicijskih skladov bilo vloženo v delnice, kar je dvakrat toliko kot leta 1996. Posebnost obnašanja investicijskih skladov je v tem, da je povečanje delniškega deleža v veliki meri

posledica diverzifikacije na mednarodnih trgih. Relativni delež tujih delnic v celotnem premoženju se je povečal iz 10 % leta 1997 na skoraj 30 % leta 2000, medtem ko je delež italijanskih delnic ostal na enakem nivoju, približno 10 %. V letu 2001 pa se je pojavil oster preobrat v prid obvezniškim instrumentom.

Konec leta 2001 so majhni (*ang.* retail) varčevalci imeli v lasti neposredno ali posredno več kot 40 % celotne borzne kapitalizacije. Večji pomen retail segmenta kot delež povpraševanja na borznih trgih je posledica še nekaterih makroekonomskih razmer: vstop v EMU in s tem ukinitvev valutnega tveganja, konstanten upad donosov državnih vrednostnih papirjev in izredna rast delniških tečajev. Družine so tako preusmerile svoje prihranke iz državnih vrednostnih papirjev (delež le-teh je padel iz 26 % leta 95 na 10 % leta 2000) v prid investicijskim skladam (iz 4 % leta 95 na 17 % leta 2000) in italijanskim delnicam (iz 2 % leta 95 na 9 % leta 2000). Raziskave so pokazale, da so naložbe v delnice postale konstantna naložba italijanskih varčevalcev in so hkrati opredelile kot tranzitivno prerazporeditev portfeljev v prid monetarnim in obvezniškim instrumentom v letu 2001.

5.3 TRG IZVEDENIH FINANČNIH INSTRUMENTOV

Eden od fenomenov, ki so najbolj zaznamovali mednarodni finančni scenarij, v zadnjih letih je prav gotovo nastanek in razvoj trgov izvedenih finančnih instrumentov (terminske pogodbe, opcije, swapi).

Kar se tiče načina trgovanja moramo ločiti trg izvedenih finančnih instrumentov na dve kategoriji: na eni strani imamo borzni oz. organizirani trg, na drugi pa izvenborzni oz. trg preko okenc. Za izvenborzni trg je značilna vsaj ena od naslednjih karakteristik: odsotnost fizične lokacije, kjer se odvija trgovanje, nestandardizirano trgovanje, ni enega centralnega kompenzacijskega organizma in zaradi tega obstoja tveganje neplačila. Organizirani trg pa ima naslednje značilnosti: visoka stopnja standardizacije vrednostnih papirjev, natančno določene norme obnašanja, uradna kotacija, obstoj klirinške hiše, ki zagotovi likvidnost trga. Glede na te značilnosti je lahko razumljivo, kako so organizirani trgi progresivno zamenjali trge preko okenc.

V nasprotju z ostalimi trgi vrednostnih papirjev je italijanski trg izvedenih delniških instrumentov – IDEM tudi v letu 2001 zabeležil rast in dosegel rekordnih 17,1 milijonov sklenjenih tipskih pogodb. Skladno z ostalimi trgi pa se je vrednost poslov zmanjšala na 1.181 milijard evrov, predvsem zaradi znižanja tečajev vrednostnih papirjev, na katerih temeljijo ti instrumenti.

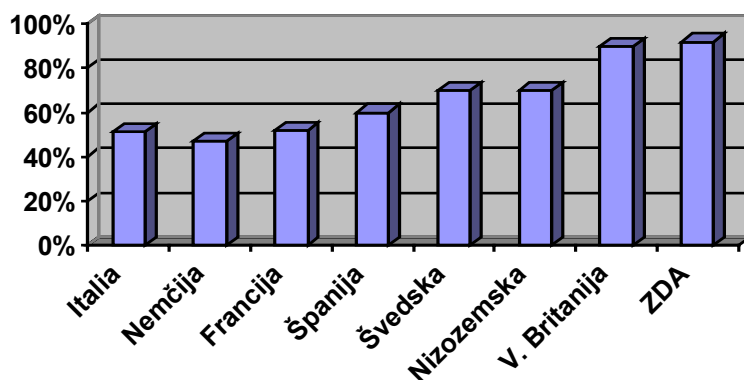
Posebno dober razvoj je dosegel trg nakupnih bonov (*it.* Mercato dei Covered Warrant – MCW). Vse od začetka trgovanja v juniju leta 1998 so nakupni boni beležili konstantno rast v številu, obsegu trgovanja in v vrstah izdaj. Le v zadnjem tromesečju leta 2001 se je obseg izdaj zmanjšal. Trg nakupnih bonov je bil ustanovljen kot avtonomni segment Borze v juniju

leta 2000. Zaradi prisotnosti mednarodnih posrednikov in izdajateljev je bilo potrebno standardizirati določene značilnosti sprejetih instrumentov. Po obsegu sklenjenih poslov je bilo najuspešnejše leto 2000, ko je bil dosežen skupen obseg prometa 32.110,3 milijonov evrov. Ta trg predstavlja 3 % vrednosti poslovanja na borzi in 12,6 % števila sklenjenih pogodb. Danes je prisotnih 251 instrumentov. Sestava glede na opcijo: 73,6 % call, 24,2 % put, 1,7 % eksotični in 0,5 % certificates.

5.4 LASTNIŠKA STRUKTURA IN NADZOR NAD UPRAVLJANJEM PODJETJA

Kot je znano je v Italiji lastniška koncentracija visoka. Zmanjšala se je s privatizacijo vendar se je po ustalitvi ponovno povečala. V 60 odstotkov vseh kotiranih podjetij ima en delničar absolutno večino glasov in samo v 15 odstotkih vseh kotiranih družb ima delež manjši od 20 odstotkov. V povprečju ima prvi delničar več kot 42 odstotni delež. V več kot polovici malo številčnih družb, kjer ima prvi družbenik delež manjši od 25 odstotkov kapitala, veljajo dogovori ali omejitve za glasovanje. Tako se kaže omejena možnost po pridobivanju nadzora nad družbo kot strukturna značilnost italijanskega trga. Samo po sebi prisotnost enega glavnega delničarja, v nasprotju z anglo-ameriškim modelom, ne predstavlja slabosti. En večinski delničar zagotavlja učinkovit nadzor nad upravljanjem podjetja, katerega rezultati ga neposredno zanimajo. Po drugi strani pa ima več možnosti si polastiti t. i. zasebne koristi nadzora v škodo ostalih delničarjev.

Slika 3: Delež tržne kapitalizacije v rokah delničarjev z deleži manjšimi od 5 odstotkov kapitala z pravico glasovanja na dan 31 december 2000



Vir: Consob, Relazione dell'anno 2000, 2001.

Mednarodna primerjava lastniške koncentracije (slika 3), ki upošteva kot mejo 5 odstotkov deleža v kapitalu, kaže, da je lastniška koncentracija v italijanskih družbah na nivoju tiste v Nemčiji in Franciji, kjer se giblje med 45 in 55 odstotkov, je pa večja kot v Španiji, na Švedskem in na Nizozemskem, kjer se giblje od 60 do 70 odstotkov in je veliko večja kot v anglosaških državah, kjer dosega 90 odstotkov.

Na italijanskem trgu je vzvod med nadzorom in lastništvom posebno visok. Razmerje med pravicami do nadzora in pravicami do dividend se je ponovno dvignilo po tem, ko se je zmanjšalo v preteklem desetletju. V povprečju je med prvimi desetimi kotiranimi skupinami nadzorovani kapital skoraj dvakrat in pol večji od lastniškega deleža. To je mogoče z uporabo zapletenih piramidalnih lastniških struktur. Vendar trg kaznuje neučinkovitost take strukture z nižjo vrednostjo delnic holdinga (po oceni Consob-a je bil ta diskont približno 20 odstoten konec leta 2000). V zadnjem desetletju se je stanje sicer izboljšalo z večjim številom institucionalnih investitorjev. V devetdesetih letih se je število kotiranih družb, ki so pod nadzorom prvih desetih zasebnih skupin, zmanjšalo iz sedemdeset na trideset, razmerje med obvladovanim kapitalom (merjen s številom glasov) in kapitalom v lasti (merjen z pravicami do dividend) se je zmanjšalo iz 2,4 na 1,8. Zmanjšala se je uporaba delnic z omejitvijo glasovanja. Večja likvidnost trga, zaradi močnega povečanja obsega poslovanja omogoča investitorjem boljšo izbiro med delnicami z uporabo t. i. exit opcije: v tem desetletju se je povprečna doba držanja delnice zmanjšala iz 4 let na manj kot eno leto.

Študija izvedena na 122 rednih delniških skupščinah v letu 2000 je pokazala, da v povprečju več kot 85 odstotkov kapitala zastopanega na skupščini pripada delničarjem, ki imajo nadzor nad podjetjem in približno 7 odstotkov pripada manjšinskim delničarjem, ki imajo deleže večje od 2 odstotkov kapitala. Prisotnost majhnih delničarjev in institucionalnih investitorjev je manj kot skromna: le malo več kot 6 odstotkov prisotnega kapitala s stopnjo odsotnosti, ki se bliža 90 odstotkom kapitala v posesti. Ta pojav ima pomembne posledice za obvladovanje podjetja. V primeru, kjer je lastništvo porazdeljeno, visoka stopnja odsotnosti manjšin omogoča prvemu delničarju, da izvaja nadzor nad podjetjem tudi z deležem kapitala, ki je daleč od absolutne večine. Tudi delež drugega delničarja je v Italiji relativno visoka in dosega v povprečju 8 odstotkov. Med temi je razširjena prisotnost finančnih institucij in institucionalnih investitorjev. Vendar je večina le-teh nedejavna pri nadzoru podjetja.

Lastniška in nadzorna ureditev ter obnašanje močnih manjšinskih delničarjev sta do sedaj otežili rešitev problemov zaščite delničarjev, predvsem manjšinskih.

Povsem drugačno sliko pa vidimo na tehnološkem trgu t. i. Nuovo Mercato. Ta podjetja, ki so na novo kotirana, imajo večjo lastniško koncentracijo, pomembnejšo vlogo imajo fizične osebe (v lastniški in nadzorni funkciji), večja je pomembnost delniških koalicij, kjer so pogosto prisotni tuji investitorji in skromna je prisotnost piramidnih skupin. Delež prvega delničarja se ne pomembno razlikuje glede na družbe, ki kotirajo na borzi, medtem ko je veliko večji delež ostalih pomembnih delničarjev (priloga 9).

6 BANČNI SISTEM

6.1 SPLOŠNO O BANČNEM SISTEMU

Bistveni funkciji, ki opredeljujeta banke, sta zbiranje prihrankov pri prebivalstvu in kreiranje knjižnega denarja. Banke predstavljajo osrednjega finančnega posrednika v italijanskem finančnem sistemu vse od njegovega nastanka. Naprej so bile organizirane kot univerzalne banke, po veliki krizi pa so leta 1936 izbrali specializacijo glede na rok zapadlosti kot osnovo za delitev med bankami. V zadnjih letih, predvsem zaradi evropske finančne integracije in s tem povečane konkurence tujih bank, so se domače banke ponovno začele oblikovati najprej kot večfunkcijske bančne skupine ter nato kot univerzalne banke. Seveda je bila potrebna tudi ustrezna zakonska ureditev, ki je omogočila to transformacijo.

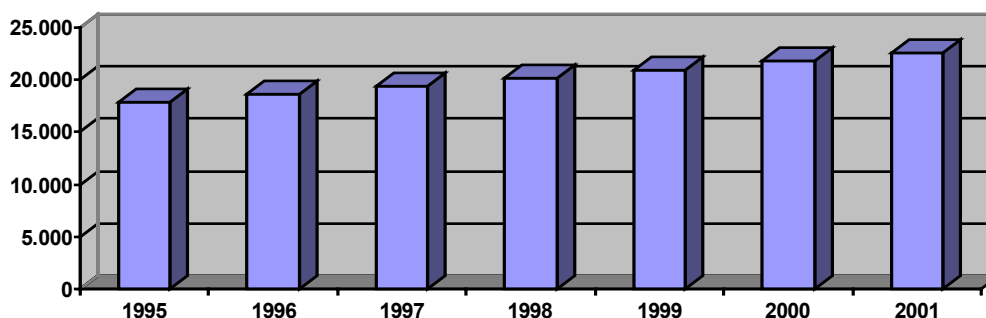
V okviru bančnega sistema so bile banke razdeljene na javne banke in zasebne banke. Ta delitev je izgubila na pomenu v devetdesetih letih s privatizacijo javnih bank in poenotenjem zakonskih okvirov poslovanja za obe skupini.

6.2 RAZVOJ BANČNEGA SISTEMA

Največje spremembe v bančnem sistemu v operativnem smislu v novejšem času so posledica razvoja informacijske in komunikacijske tehnologije, ki je pospešil liberalizacijo, konkurenco in globalizacijo ter tako vplival na večjo produktivnost celotnega sistema. Veliko bank je na novo zasnovalo svoje prodajne strukture z distribucijo po več kanalih.

Povečano produktivnost kažejo nekateri kazalci, med katerimi velja izpostaviti razmerje med številom zaposlenih in številom bančnih okenc. Pri srednjih in velikih bankah je ta kazalec padel iz 17 na 13 zaposlenih na bančno okence, pri majhnih pa iz 13 na 11. (priloga 10). K temu podatku lahko dodamo še rast števila bančnih okenc, ki je raslo od leta 1995 za približno 4 % letno (slika 4).

Slika 4: rast števila bančnih okenc v letih 1995–2001



Vir: ABI, 2002.

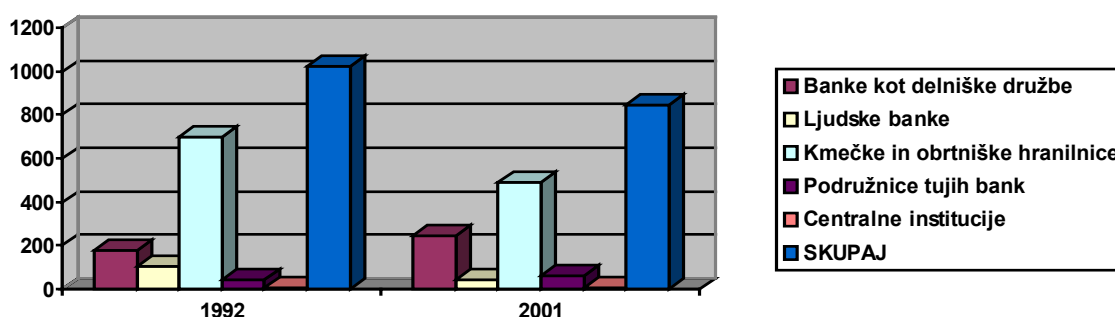
Kazalci dobičkovnosti italijanskih bank so se sicer v zadnjem letu poslabšali, vendar če pogledamo daljše obdobje (zadnjih 5 let), so se v povprečju precej izboljšali, kot kažeta sliki v prilogi 14.

Lastno premoženje italijanskih bank je vedno predstavljalo pomembno prednost za kreditni sistem. Ta kazalec je beležil pomembno rast še posebej v obdobju 1998–2001, kakor je razvidno iz slike v prilogi 11. V letu 2001 se je razmerje med lastnim premoženjem in aktivo povzpelo na 10,5 %, kar je več kot tri odstotne točke več kot leta 1997. V nasprotni smeri se je v istem obdobju gibalo razmerje med obrestno maržo in neto aktivo. Leta 1995 je bilo to razmerje 2,59 %, leta 2000 pa samo 1,74 %. Slabšo dinamiko v zadnjih letih kaže tudi dobiček iz finančnih storitev (priloga 12), ki je po letu 1996, ko je dosegel znesek 4.346 milijonov evrov, padel na 1.145 milijonov. Ta rezultat je povezan s slabimi rezultati borznih trgov v zadnjih treh letih. V stalnem porastu so premije življenjskih zavarovanj zbrane preko bančnega sistema, ki so v zadnjih 6 letih narasle iz 10.000 na 40.000 milijonov evrov (priloga 13).

6.3 KONCENTRACIJA BANČNEGA SISTEMA

Italijanski bančni sistem je doživel od leta 1936 mnogo sprememb. Stalnica pa je bila vedno zniževanje števila obstoječih bank. Na začetku leta 1936 jih je bilo preko 1800, v začetku petdesetih let je njihovo število padlo na 1300, do začetka devetdesetih jih je bilo še nekaj nad 1000, danes (junij 2001) jih je 844 (slika 5). Proti temu trendu pa se je gibala stopnja koncentracije bančnega sistema, ki se je od leta 1950 do začetka devetdesetih let stalno zniževala. Vzrok za manjšo koncentracijo predvsem v sedemdesetih in osemdesetih letih je bila zakonodaja, ki je od leta 1967 teritorialno omejevala poslovanje bank.

Slika 5: število bank v letu 1992 in v letu 2001



Vir: Banca d'Italia, Bolletino statistico III-2001.

Danes je koncentracija italijanskega bančnega sistema, merjeno s tržnim deležem prvih petih bančnih skupin, dosegla 51 odstotkov. Ta odstotek je visok, če ga primerjamo z ostalimi razvitimi državami, saj je enak kot v Franciji in višji kot v Nemčiji. Koncentracija je bila

usmerjena predvsem v zniževanje stroškov, k doseganju ekonomij velikega obsega in k diverzifikaciji tveganj. V devetdesetih letih je italijanski bančni sistem prizadelo znižanje profitabilnosti zaradi manjših marž pri posredovalnih aktivnostih, izgube pri posojilih, visokih stroškov delovne sile in neučinkovitega upravljanja.

Od leta 1990 do konec leta 1999 so zabeležili v italijanskem bančnem sistemu 508 združevanj in število bank se je zmanjšalo od 1.176 na 862. Velik pomen so pridobile bančne skupine. V istem obdobju se je zmanjšal tudi tržni delež bank v javni lasti in sicer iz 68 procentov konec leta 1992 na 17 procentov v letu 1999. S privatizacijo bank je njihova borzna kotacija postala popolna in tako tudi možnosti za prevzem lastništva in nadzora. Iz tega so izhajale velike prednosti za konkurenčnost kreditnega trga. Tiste banke, ki so bile udeležene pri koncentraciji v skupine, so povečale ponudbo storitev mnogo bolj kot ostale. Uspele so tudi znižati stroške in izboljšati upravljanje tveganj. S tem se je dobičkonosnost italijanskega bančnega sistema zopet povzpela na raven ostalih evropskih držav.

Posebna značilnost današnje lastninske strukture italijanskih bank je medsebojno lastništvo. Vse večje banke so prepletene z lastniškimi deleži, ki so rezultat načina privatizacije bank. Velika je prisotnost tudi tujih bank, saj imajo deleže v vseh večjih italijanskih bankah.

Z združevanjem specializiranih bank so se najprej tvorile bančne skupine, nato se z racionalizacijo skuša priti do enotne organizacijske strukture, ki je smotrnejša in bolj učinkovita. Iz tega izhaja despecializacija italijanskega finančnega sistema, v katerem izginja delitev na kreditne institucije in posebne kreditne institucije, kakor tudi delitev na zasebne in javne banke.

6.4 PONUDBA BANČNIH STORITEV

Italijanske banke postopoma zmanjšujejo zaostanek v učinkovitosti in v operativnem smislu. Vedno večja je uporaba novih tehnologij. Najprej so banke uporabljale nove tehnologije le za izboljšavo administrativnih procesov in operativnih nalog, danes se pozornost uporabe novih tehnologij preusmerja na storitve za stranke in na medbančno izmenjavo. Leta 2000 je 420 bank ponujalo telefonsko bančništvo in 150 bank še internetno bančništvo. Naložbe v informacijsko tehnologijo stalno rastejo. V devetdesetih letih so dosegale 12 odstotno povprečno rast. Kljub razvoju elektronskega bančništva pa se stalno povečuje število novih bančnih okenc in bančnih avtomatov. Bančni posredniki dajejo še vedno prednost neposrednemu stiku s strankami, ker je to bolj varno in daje večje možnosti interakcije s strankami. Tudi stranke nimajo še dovolj zaupanja v varnost in zanesljivost novih posredniških kanalov. To potrjujejo tudi študije izvedene v Združenih državah, ki kažejo, da imajo banke, ki poslujejo izključno preko interneta, večje težave v primerjavi z ostalimi, ki poslujejo preko klasičnih poslovalnic.

Novo bančne storitve se osredotočajo predvsem na terminske proizvode in na bančne kredite v obliki vrednostnih papirjev. Prav ti imajo še veliko možnosti za razvoj, saj je bil v Italiji komaj leta 1999 sprejet zakon, ki je bolj sprostil ta trg: v letih 1997 in 1998 je obsegal le 1 milijardo evrov in leta 1999 je že dosegel 11 milijard. Cilj tega zakona je bil dati večjo mobilnost bančnim kreditom, ki so bili prej neprenosljivi.

6.5 BANČNI KAPITAL

V mednarodnem okviru se je razvila težnja po vzdrževanju nivoja lastnih sredstev višjih od minimalnih predpisanih in to predvsem pri večjih finančnih posrednikih, ki poslujejo v mednarodnem okviru. Konec leta 2000 je premoženje italijanskih bank doseglo 120 milijard evrov, kar je 10,8 odstotkov več kot dve leti prej. Zmanjšal pa se je presežek sredstev nad minimalnim predpisanim, in sicer iz 33 milijard na 26 milijard.

6.6 OD JAVNEGA K ZASEBNEMU

Leta 1980 in še zmeraj leta 1990 so banke v javni lasti obvladale skoraj 70 % sredstev bančnega sistema: eden najvišjih odstotkov v Evropi. Danes je ta delež padel na 15 %, kar predstavlja enega najnižjih v Evropi in se bo še znižal. Čeprav se je izvedba koncentrirala v nekaj letih, so bile priprave na privatizacijo javnih bank dolge in zapletene. Reforma je potekala v treh stopnjah: najprej so javne banke sprejele pravila delovanja bank na splošno, nato so se javne banke prestrukturirale v delniške družbe in končno se je odpravila omejitev nad lastništvom bivših javnih bank. Danes je lastništvo na bankami takole razdeljeno: 63 % pripada drugim italijanskim bankam, 15 % fundacijam (*it. fondazioni*)¹⁵ in javnim ustanovam, 5 % obvladajo zavarovalna, industrijska in finančna podjetja, ter 2,5 % pripada tujim bankam. Prav ta lastniška prepletenost bančnega sistema je rezultat tako hitre in obsežne privatizacije.

6.7 STRUKTURA IN ORGANIZACIJA BANČNIH SKUPIN

V zadnjih letih so se operacije koncentracije izvedle predvsem v obliki prevzema lastništva. V letu 2000 je bilo v Italiji 74 bančnih skupin, ki so obsegale približno 1.000 podjetij od katerih je bilo več kot 200 bank. Povečalo se je število podjetij v vsaki skupini: v povprečju jih je 11, dve več kot leta 1992. Povečalo se je število tujih podjetij v vsaki skupini in sicer v povprečju iz dveh na tri. Skupna karakteristika skupin mora biti centralizacija operativnih funkcij z višjimi ekonomijami obsega.

Vedno večji pomen za bančne skupine ima upravljanje varčevanja: več kot 90 procentov premoženja, ki ga upravljajo investicijski skladi, ter 16 od 20-ih podjetij, ki upravlja pokojninske sklade nadzorujejo bančne skupine. V okviru bančnih skupin pridobivajo na pomenu povezave z zavarovalniškimi podjetji, še posebej s tistimi iz življenjskih zavarovanj.

Prav povečano povpraševanje po storitvah premoženjskega upravljanja je pripomoglo k boljšim poslovnim rezultatom. V letu 1998 je bila povprečna donosnost prvih treh bančnih skupin 10 odstotkov, ena odstotna točka manj od povprečja petnajstih glavnih bančnih skupin področja evra. V letu 1999 se je povečala na 15 odstotkov, kar je bilo 2 odstotni točki nad povprečjem evropske skupnosti in 4 odstotne točke manj od povprečja desetih glavnih komercialnih bank Združenih držav in Velike Britanije. Na to znatno izboljšanje so vplivali tudi izredni dejavniki in davčne olajšave. Napredek v donosnosti ni dosegel celotnega sistema. Donosnost bank, ki niso bile vključene v koncentracije, ki so predvsem manjše, je bila majhna. V letu 1999 je bil njihov čisti dobiček 4,4 odstotkov kapitala. Na ta podatek je vplivalo povečanje operativnih stroškov, predvsem iz povečanega števila zaposlenih, čemur pa ni sledilo ustrezno povečanje obsega storitev.

Banka Italije je pospešila stopnjo konkurenčnosti v bančnem sistemu z liberalizacijo bančnega sistema, privatizacijo in z valorizacijo podjetniške vloge v sistemu. V zadnjih letih so se tržni deleži precej spreminjali, tako na severu, kjer je koncentracija velika, kot na jugu. S koncentracijo bančnega sistema so se precej povečali tržni deleži največjih skupin. Največja bančna skupina posreduje 16 odstotkov trga posojil in vlog, prve tri skupine pa 33 odstotkov. V prihodnosti bodo morali prevzeti in združevanja zadevati predvsem posrednike srednje in majhne velikosti, ki imajo še slabo učinkovitost.

6.8 VLOGA BANK NA TRGU ZAVAROVALNIŠKIH STORITEV

Znesek naložbenih sredstev, ki jih upravljajo zavarovalnice, se je povečal tekom zadnjega desetletja na 6 procentov celotnih sredstev družin. Vloga bank v tej branži je postala pomembna. Vse večja lastninska povezanost med bančnimi in zavarovalniškimi posredniki in navzkrižna ponudba posameznih storitev sta razširjena trenda ne samo na italijanskem trgu. Cilj te prepletenosti je popestritev ponudbe in zmanjšanje stroškov distribucijskih kanalov. Pomembnost vloge bank v zavarovalniškem sektorju dobro ponazarja delež premij življenjskega zavarovanja pridobljen preko bančnega sistema, ki se je povzpел iz 5 odstotkov iz začetka devetdesetih let na 50 odstotkov leta 1999.

7 FINANČNO VARČEVANJE V ITALIJI

Italijanski varčevalci so po tradiciji med najbolj varčnimi v Evropi. V Italiji nagnjenost k varčevanju družin upada, vendar je še vedno višja kot v ostalih državah Evropske unije. Zanimanje za finančne naložbe se je premaknilo od bančnih vlog in kratkoročnih vrednostnih papirjev proti delnicam ter dolgoročnim obveznicam. Storitve upravljanja varčevanja so se precej izboljšale v zadnjih letih in se tako približale razvitosti naprednih finančnih sistemov. Finančni posredniki so popestrili ponudbo finančnih proizvodov ter posodobili distribucijske

¹⁵ To so institucije preko katerih se je izvedla privatizacija italijanskih javnih bank.

kanale. Večja konkurenca je pripeljala do znižanja komisijskih provizij, izboljšala učinkovitost ter pospešila strokovnost. Povečano povpraševanje po bolj tveganih finančnih naložbah je pospešilo razvoj borznega trga in še posebej trga novih tehnologij. Še vedno pa ostaja nezadostno investiranje tujih operaterjev na italijanskem finančnem trgu, saj je to precej manjše od investiranja domačih operaterjev na tuje trge. Tuje investiranje je omejeno na državne vrednostne papirje.

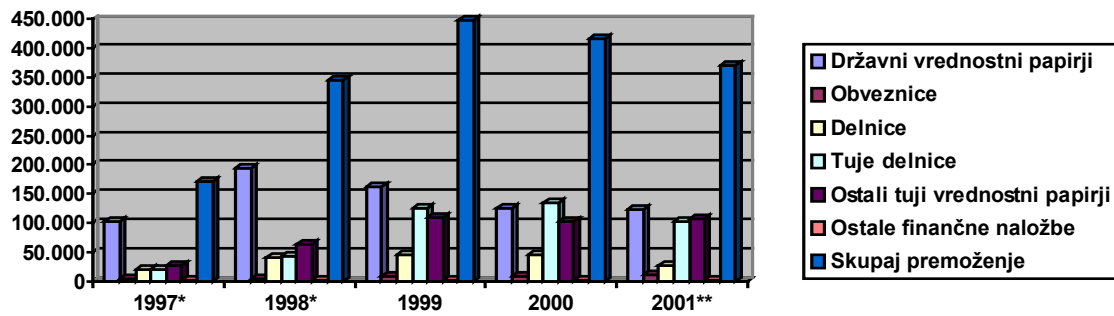
V drugi polovici devetdesetih let je izboljšanju državnih financ sledilo zmanjšanje nagnjenosti k varčevanju družin. V letu 1999 je bil delež dohodka namenjen varčevanju 13,2 odstotka. To je precej manj kot v prejšnjih letih: 16,6 odstotka leta 1993 in 21 odstotka leta 1983. Zmanjšanje je povezano s slabo dinamiko razpoložljivega dohodka in bi lahko bilo še večje, če ne bi nastopila pričakovanja o prihodnjem zmanjšanju pokojninskih dohodkov. Italijansko nagnjenje k varčevanju ostaja visoko, če ga primerjamo z ostalimi razvitimi državami, je višje od nemškega, angleškega, ameriškega in samo Francija ima višji nivo.

Zmanjšanje realne obrestne mere, zmanjšana ponudba državnih vrednostnih papirjev in povečana ponudba storitev upravljanja premoženja so pripomogli v drugi polovici devetdesetih let k obsežnemu preoblikovanju naložb družin v prid delnic. Še vedno pa ostaja zelo visok delež prihrankov namenjenih državnim vrednostnim papirjem. Ta delež je ostal dokaj stabilen v devetdesetih letih, medtem ko se je odstotek likvidnih sredstev stalno zmanjševal. Povezanost mednarodnih finančnih trgov in odprava valutnih ovir v okviru evropske monetarne unije so spodbudili nakupe na tujih finančnih trgih. Pri teh spremembah so igrali veliko vlogo institucionalni investitorji. Od leta 1995 do leta 1998 se je delež naložb družin, ki so namenjene investicijskim skladom in premoženjskim upravljavcem, povečalo iz 5 odstotkov na 11 odstotkov (Bolletino economico 36, 2002 str. 23). Tudi odstotek družin, ki investirajo v življenjska zavarovanja, se je v istem obdobju povečal iz 21,5 na 23,3 odstotka. V mednarodnem okviru so italijanske družine malo zadolžene, saj je znašalo razmerje med zadolženostjo in finančnimi naložbami konec leta 1999 le 6,6 odstotka. To razmerje je primerljivo s tistim v Nemčiji, vendar veliko manjše kot v Franciji, Španiji, Veliki Britaniji in ZDA.

7.1 RAZVOJ PREMOŽENJSKEGA UPRAVLJANJA

Med koncem leta 1996 in koncem leta 2000 se je upravljanje skupinskih in individualnih naložb skoraj potrojilo in doseglo znesek 1.000 milijard evrov. 58 odstotkov povečanja zadeva investicijske sklade, ki so pridobili osrednjo vlogo pri upravljanju premoženja. Povečan pomen investicijskih skladov na italijanskem finančnem trgu kaže podatek o premoženju italijanskih investicijskih skladov, ki je konec leta 2000 znašalo 455 milijard evrov, kar je štirikrat toliko kot leta 1996 (slika 6). Med državnimi vrednostnimi papirji prevladujejo dolgoročni vrednostni papirji, med katerimi prevladujejo BTp, delež kratkoročnih vrednostnih papirjev se giblje med 5 in 15 odstotkov.

Slika 6: Naložbe italijanskih investicijskih skladov v milijonih evrov



*preračunano iz lir po tečaju 1 evro = 1.936,27 Lit

**podatki niso še dokončni

Vir: Banca d'Italia, Bollettino economico n.36, 2001 in n.38, 2002.

Naložbe italijanskih družin v investicijske sklade so se povečale od 2 odstotkov celotnih finančnih naložb iz začetka devetdesetih let na 18,5 odstotkov konec leta 1999. Konec leta 2000 je bilo prisotnih v Italiji približno 1.000 investicijskih skladov, kar je dvakrat toliko kot leta 1996. Začeli so se uveljavljati tudi skladi skladov, ki omogočajo še večjo porazdelitev tveganj z večjim številom delnic in obveznic. V zadnjih letih vidimo stalno zmanjšanje odstotka naložb v državne vrednostne papirje in povečanje naložb v delnice. Veliko hitrejša je rast tujih delnic napram domačim delnicam.

7.2 KONKURENCA NA ITALIJANSKEM TRGU PREMOŽENJSKEGA UPRAVLJANJA

Italijanski trg premoženjskega upravljanja je v zadnjih letih pridobil velik pomen v mednarodnem pogledu. Italija je četrti »proizvajalec« na svetu za ZDA, Japonsko in Francijo. Konec leta 1999 je bila stopnja koncentracije domačega trga velika: deset skupin upravlja 71 odstotkov celotnega premoženja. Delež tujih operaterjev pa se je gibal okrog 10 procentov. Povečana konkurenca je pripomogla k zmanjšanju vstopnih provizij k investicijskim skladom, ki so se leta 1999 zmanjšale za 11 odstotkov kljub povečanju zbranih sredstev.

Potreba po znatnih investicijskih sredstvih za pridobitev večjih tržnih deležev na trgu premoženjskega upravljanja in pomen poslovne mreže spodbujajo razvoj posrednikov velike dimenzije in posebno bančnega značaja z velikim številom potencialnih strank. Za spodbuditev konkurenčnosti so italijanske bančne skupine začele organizacijsko prestrukturiranje postopkov ustvarjanja in distribucije, ki je namenjeno doseganju ekonomij velikega obsega in valorizaciji obstoječe profesionalnosti.

7.3 UPRAVLJANJE VARČEVANJA

V začetku osemdesetih let je bil delež varčevanja italijanskih družin v rokah specializiranih podjetij za upravljanje zanemarljiv. Od takrat sta rast in razvoj upravljanja premoženja in institucionalnih investitorjev znatna. Bila sta glavna razloga razvoja borznega in denarnega trga v Italiji. Ponudili so specializirano znanje, s katerim lahko bolje upravljajo premoženje posameznikov v nepredvidljivem in kompleksnem okolju, kot je to finančni trg. Današnja stopnja razvitosti upravljanja premoženja je še vedno nekoliko nižja napram povprečju držav G7 (30 % finančnih aktivnosti upravljajo institucionalni investitorji proti 40 %). Ta zaostanek je v največji meri odvisen od socialnega sistema, ki še vedno v veliki meri ščiti delavce in se zaradi tega niso še razvili v zadostni meri pokojninski skladi. V Italiji je teža pokojninskih skladov in zavarovanj (življenjskih in rentnih) le 20 odstotkov BDP, medtem ko je v Veliki Britaniji in Združenih državah njihova vloga ključna in dosega 140 ter 110 odstotkov BDP. Ta agregat je pomembnejši tudi v Franciji in Nemčiji, kjer dosega 50 % celotnega premoženja v upravljanju.

7.4 FINANČNO POSREDOVANJE V NOVI EKONOMIJI

S porastom investiranja družin v bolj tvegane finančne oblike, predvsem v delnice, se je istočasno povečalo investiranje specializiranih posrednikov na tuje finančne trge in to predvsem v delnice. Leta 2000 so imeli italijanski investicijski skladi v svojem premoženjskem sestavu 150 milijard evrov tujih delnic, kar je trikratni znesek vrednosti italijanskih delnic. Leta 1996 je bila vrednost italijanskih delnic še večja od vrednosti tujih. To kaže še slabo razvitost italijanskega borznega trga v primerjavi z ostalimi razvitimi trgi. Prisotno je kronično pomanjkanje lastniških in dolžniških vrednostnih papirjev italijanskih zasebnih podjetij. Priliv tujega kapitala v Italijo se še vedno omejuje na trg državnih vrednostnih papirjev. Danes imajo tuji investitorji v lasti 40 odstotkov italijanskih državnih vrednostnih papirjev. V zadnjih letih je ta odstotek hitro narasel, saj je bil leta 1996 še pri vrednosti 16,3 odstotka. Tako hitremu naraščanju deleža tujih investitorjev v državne vrednostne papirje pa ni sledilo povečanje deleža italijanskih delnic, ki je ostal na približno 10-ih procentih.

Italijanske oblasti so poskušale usmeriti finančne prihranke k podjetjem, ki so bolj dinamična in inovativna. Podjetja iz nove ekonomije in visoke tehnologije so zaznamovana s kombinacijo visokega tveganja in donosnosti, kar otežuje njihovo financiranje preko tradicionalnih finančnih kanalov. Tako v Italiji kot tudi v Evropi na splošno, kljub povečanim investicijam v tvegani kapital (*it. capitale di rischio*), ostaja le to premalo usmerjeno v nove tehnologije, ki potrebujejo veliko kapitala za hitro rast. Pri teh naložbah igrajo največjo vlogo investicijski skladi, ki razpršijo visoko tveganje, ki je prisotno v tem sektorju.

8 SKLEP

Spremembe na italijanskem finančnem trgu so bile povezane z vsemi poglavitnimi institucijami države in posebnim razvojem italijanske ekonomije. Tiste, ki so bile nekoč poglavitne prednosti italijanske ekonomije, torej veliko število majhnih in srednjih podjetji ter razvoj malega podjetništva z lastniškim nadzorom, se kažejo danes kot poglavitni razlog težkega nadaljnjega razvoja. Dosedanji razvoj je bil v veliki meri odvisen od zakonskega ustroja, davčne politike, nadzornih oblasti, politike in internacionalizacijskih teženj (tu mislim predvsem integracija v EMU). Finančni sistem lahko veliko pripomore k ekonomskemu razvoju države, vendar bo nadaljnji razvoj odvisen od oseb, ki sestavljajo trg, in ne več toliko od državne politike. Dejstvo, da obstaja veliko podjetij, ki izpolnjujejo pogoje za kotacijo na borzi, vendar se za to še niso odločile, priča o potencialu za nadaljnji razvoj.

Skupna evropska valuta je prinesla tisto stabilnost, ki jo je italijanski finančni trg potreboval. Inflacija se je ustalila na sprejemljivih vrednostih in obrestne mere so se prav tako znižale. Zanimanje varčevalcev se je preusmerilo iz državnih vrednostnih papirjev, ki so predstavljali prevladujoči naložbeni instrument, v prid delnicam in izvedenim finančnim instrumentom. Poostrena konkurenca na skupnem evropskem trgu je prisilila italijanski finančni sistem v večjo učinkovitost in kakovost. Italijanski operaterji so se morali soočiti na trgu z operaterji ostalih držav Evropske unije.

Prav v trenutku najhitrejšega razvoja finančnih trgov se je pojavila finančna kriza na svetovnem nivoju, ki je nekoliko upočasnila ta razvoj. Veliko podjetij je odložilo vstop na borzo zaradi neugodnih razmer na finančnih trgih. Prav tako so se zmanjšale investicije institucionalnih investitorjev in posameznih varčevalcev. Po dolgem obdobju stalne rasti borznih indeksov smo zabeležili v zadnjih dveh letih skokovit padec tečajev, zaradi česar so se vlagatelji usmerili v bolj varne naložbe (obveznice, nepremičnine ...).

Razvoj italijanskega finančnega trga bo v prihodnosti tesno povezan z razvojem evropskega finančnega trga in bo šel v smeri evropske integracije trgov. Italijanski trg je pridobil veliko koristi od dosedanje integracije, saj ni bil med najbolj učinkovitimi trgi v Evropi.

LITERATURA

1. Beltratti Andrea: I mercati finanziari. Roma: Carocci, 2000. 211 str.
2. Cirillo Antonio: L'evoluzione degli strumenti di controllo del mercato del credito. Padova: CEDAM, 1999. 162 str.
3. Dacrema Pierangelo: L'evoluzione della banca in Italia. Milano: EGEA, 1997. 297 str.
4. Dematte' Claudio, Forestieri Giancarlo, Mottura Paolo. Milano: EGEA, 1993. 686 str.
5. Ferrari Andrea, Gualandri Elisabetta, Landi Andrea, Vezzani Paola: Strumenti Mercati Intermediari finanziari. Torino: G. Giappichelli Editore, 1999. 310 str.
6. Forestieri Giancarlo: Gli strumenti e di servizi finanziari. Milano: EGEA, 2000. 393 str.
7. Gervasoni Anna: Impresa e mercato finanziario. Milano: Guerini, 1999. 332 str.
8. Gross-Pietro Gianmaria, Reviglio Edoardo, Torrisi Alfio: Assetti proprietari e mercati finanziari europei. Bologna: Il Mulino, 2001. 394 str.
9. Monti Ernesto, Onado Marco: Il mercato monetario e finanziario in Italia. Bologna, 1989. 465 str.
10. Mramor Dušan: Uvod v poslovne finance. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1993. 381 str.
11. Onado Marco: Economia degli intermediari finanziari. Bologna: Il Mulino, 1992. 393 str.
12. Pifferi Marco, Porta Angelo: La banca centrale europea. Milano: EGEA, 2001. 243 str.
13. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana: Ekonomska Fakulteta, 1999. 205 str.
14. Ribnikar Ivan: Denarni sistem in denarna teorija. 1. del: Denarni sistem. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1997. 266 str.
15. Roma Giuseppe: Il sistema finanziario italiano: mercati e controlli. Roma: Edibank, 1994. 572 str.
16. Santorsola G. Giuseppe: Le SIM nell'evoluzione del mercato finanziario. Milano: Edibank, 1992. 357 str.
17. Selan Miha: Finančni instrumenti. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1998. 34 str.
18. Spinelli Franco: Storia Monetaria d'Italia. Milano: A. Mondadori, 1991. 734 str.
19. Štravs Aleksander: Borza vrednostnih papirjev. Ljubljana: Forum, 1995. 103 str.
20. Teslič Igor: Finančni trg in davčna politika v Republiki Sloveniji. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001. 47 str.
21. Veselinovič Draško: Opcije in drugi terminski (izvedeni) finančni instrumenti. Ljubljana: Gospodarski Vestnik, 1998. 341 str.
22. Veselinovič Draško: Mednarodne finance. Študijsko gradivo, 2000.

VIRI

1. Bolletino Economico (numero 36). Roma: Banca d'Italia, 2001. 185 str.
2. Bolletino Economico (numero 37). Roma: Banca d'Italia, 2001. 185 str.
3. Bolletino Economico (numero 38). Roma: Banca d'Italia, 2001. 188 str.

4. Bolletino Statistico (III – 2001). Roma: Banca d'Italia, 2001. 280 str.
5. Bolletino Trimestrale n°12. [URL: <http://www.db.tesoro.it/publicdebt>], Tesoro, januar 2002. 4 str.
6. Concorrenza sviluppo e sistema bancario. Roma: Autorita' garante della concorrenza e del mercato, 2000. 15 str.
7. Fatti & Cifre 2001 della Borsa Italiana. Milano: Borsa Italiana S.p.a. 121 str.
8. Legge bancaria del 1936. Udine : Ufficio Studi Università di Udine, 2002. 57 str.
9. Rapporto sul sistema bancario italiano. Roma: ABI, 2001, 38 str.
10. Rapporto sul sistema bancario italiano. Roma: ABI, 2002. 97 str.
11. Relazione per l'anno 2000. Roma: CONSOB, 2001. 119 str.
12. Relazione per l'anno 2001. Roma: CONSOB, 2002. 135 str.
13. Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia. Udine : Ufficio studi Università di Udine, 27.6.2002. 15 str.
14. Zingarelli Nicola: Lo Zingarelli – vocabolario della lingua italiana. Bologna : Zanichelli editore, 1997. 2144 str.

PRILOGE

PRILOGA 1

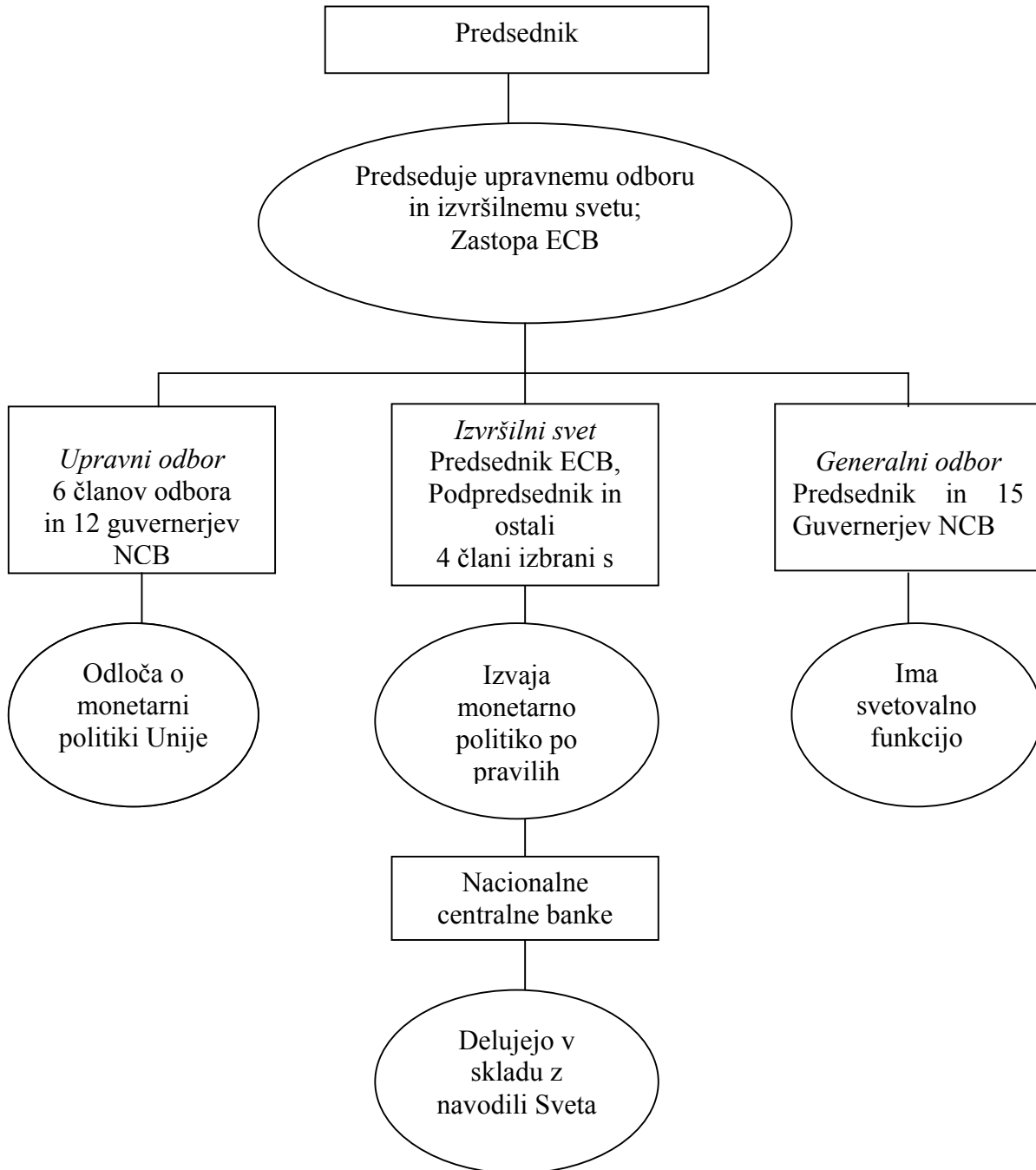
Tabela 1: bilateralna menjalna razmerja med valutami, ki so vključene v evro

	Eur	Itl	Dem	Frfr	Bef	Fim	Nlg	Esp	Pte	Iep	Ats	Grd
1 evro	1	1936,27	1,95583	6,55957	40,3399	5,94573	2,20371	166,386	200,482	0,78756	13,7603	340,750
1.000 italijanskih lir	0,51646	1000	1,0101	3,38774	20,8338	3,07071	1,13812	85,9312	103,5403	0,40674	7,1066	175,983
1 nemška marka	0,51129	989,999	1	3,35385	20,6255	3,04000	1,12674	85,0718	102,5048	0,40267	7,03553	174,223
10 francoskih frankov	1,52449	2951,825	2,98164	10	61,4978	9,06421	3,35953	253,6538	305,6328	1,20063	20,97744	519,470
100 belgijskih frankov	2,47894	4799,888	4,84838	16,26075	100	14,73908	5,46285	412,4601	496,9819	1,95231	34,11089	844,697
10 finskih mark	1,68188	3256,572	3,28947	1,10324	67,84684	10	3,70637	279,8412	337,1865	1,32458	23,14316	573,100
1 nizozemski forint	0,45378	878,641	0,88752	0,02977	18,30545	2,69805	1	75,5027	90,9748	0,35738	6,24415	154,626
100 pezet	0,60101	1163,722	1,17548	3,94238	24,24477	3,57346	1,32446	100	120,4921	0,47333	8,27011	204,795
100 portugalskih eskudov	0,49880	965,807	0,97556	3,27190	20,12146	2,96572	1,09921	82,9930	100	0,39283	6,86361	169,965
1 irska lira	1,26974	2458,568	2,48340	0,08329	51,22137	7,54956	2,79815	211,2677	254,5609	1	17,47207	432,665
10 šilingov	0,72673	1407,142	1,42136	0,47670	29,31615	4,32093	1,60150	120,9174	145,6960	0,57234	10	247,633
100 drahmi	0,29347	568,238	0,57398	1,92504	11,83856	1,74490	0,64672	48,8293	58,8355	0,23113	4,03824	100

Vir: Pifferi, 2001, str.20.

PRILOGA 2

Slika 1: izvršilni organi ECB



Vir: Pifferi, 2001, str.20.

PRILOGA 3

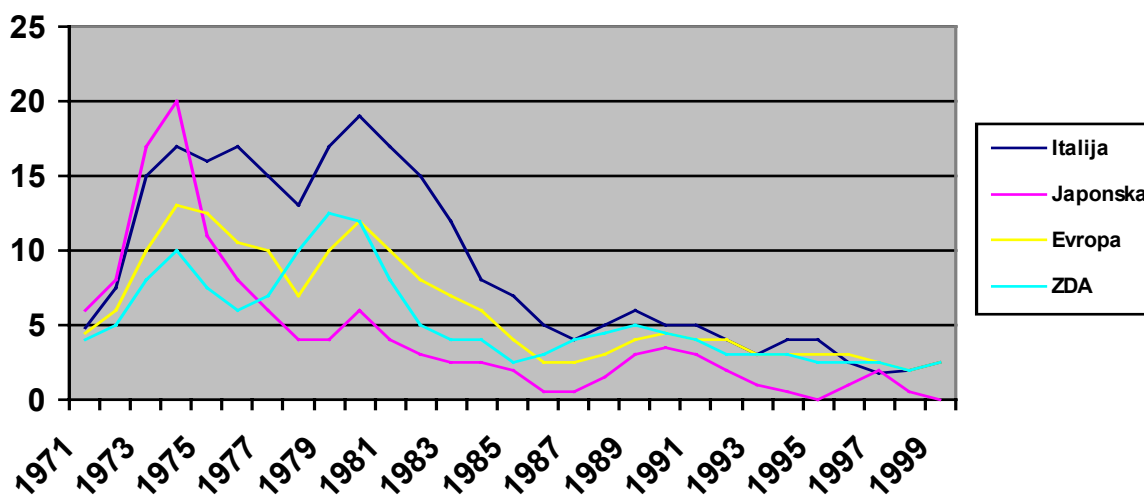
Tabela 2: deleži NCB v kapitalu ECB

Nationale Bank van Belgie	2,8658
Danmarks Nationalbank	1,6709
Deutsche Bundesbank	24,4935
Banca di Grecia	2,0564
Banco de Espana	8,8935
Banque de France	16,8337
Central Bank of Ireland	0,3496
Banca d'Italia	14,8950
Banque centrale du Luxembourg	0,1492
De Nederlandsche Bank	4,2780
Oesterreichische Nationalbank	2,3594
Banco de Portugal	1,9232
Suomen Pankki	1,3970
Sveriges Riksbank	2,6537
Bank of England	14,6811

Vir: Pifferi, 2001, str.59.

PRILOGA 4

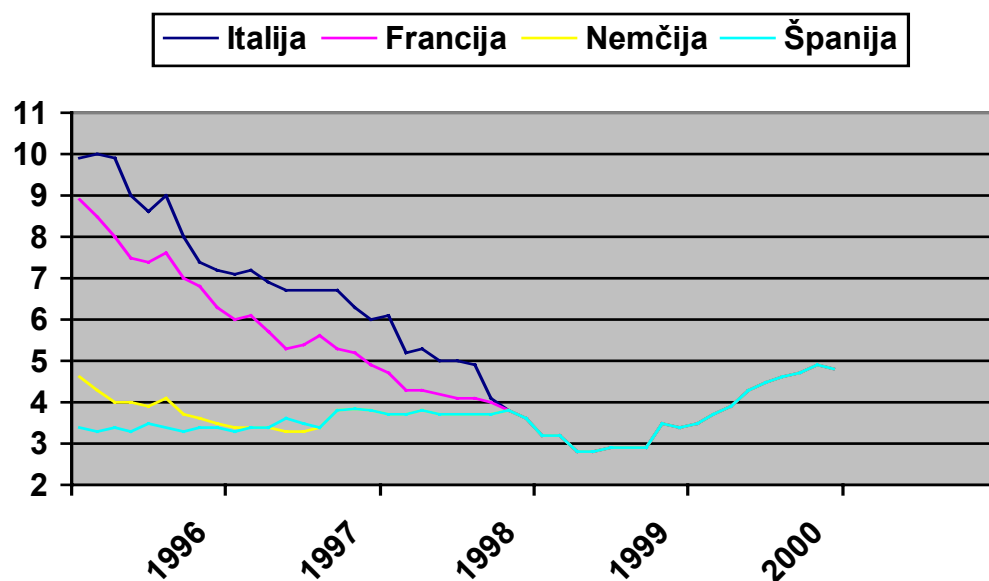
Slika 2: gibanje stopnje inflacije v nekaterih industrijskih državah 1971–1999



Vir: Pifferi, 2001, str.39.

PRILOGA 5

Slika 3: obrestne mere na monetarnem trgu: 1996 –2000 (obrestne mera na 3 mesece)



Vir: Pifferi, 2001, str.150.

PRILOGA 6

Tabela 3: število posrednikov na borznih trgih

	1998		1999		2000		2001	
	Število	%	Število	%	Število	%	Število	%
Skupaj posrednikov	138		142		152		157	
Borza								
MTA	106	76,8 %	118	83,1 %	123	80,9 %	130	82,6 %
MCW	-	-	-	-	107	70,4 %	109	69,4 %
TAH**	-	-	-	-	100	65,8 %	109	69,4 %
MOT	94	68,1 %	92	64,8 %	98	64,5 %	94	59,9 %
EuroMOT	-	-	-	-	30	19,7 %	34	21,7 %
Nuovo Mercato								
Nuovo Mercato	-	-	103	72,5 %	119	78,3 %	126	80,3 %
TAHnm**	-	-	-	-	96	63,2 %	103	65,6 %
Mercato Ristretto	106	76,8 %	118	83,1 %	123	80,9 %	130	82,6 %
IDEM	90	65,2 %	88	62,0 %	98	64,5 %	100	63,7 %

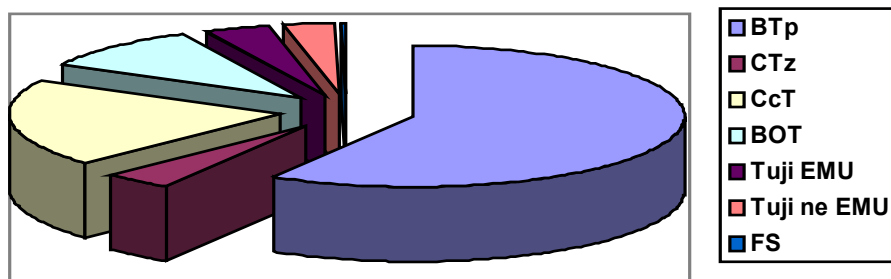
*vsi podatki veljajo za konec leta.

**TAH – Trading After Hours; TAHnm – Trading After Hours Nuovo Mercato.

Vir: Borsa Italiana, La Borsa nel 2001, 2002.

PRILOGA 7

Slika 4: sestava državnih vrednostnih papirjev na 31.12.2001



Vir: Semestralski ABI, 2002.

PRILOGA 8

Tabela 4: število kotiranih družb in delnic v Italiji

Leto	KOTIRANE DRUŽBE IN DELNICE														
	Kotirane družbe						Kotirane delnice				Kapitalizacija italijanskih družb (mio evrov)				
	Borza		Nuovo Mercato		Ristretto	Skupaj	Borza	Nuovo Mercato	Ristretto	Skupaj	Borza	Nuovo Mercato	Ristretto	Skupaj	% DBP
Ital.	Tuje	Ital.	Tuje	Ital.											
1960	140				140	145			145	4363			4363		
1963	128				128	138			138	3330			3330		
1970	132				132	144			144	4070			4070		
1973	153	1			154	170			170	3835			3835	5,4	
1976	153	1			156	172			172	3612			3612	4,0	
1977	155	1			156	176			176	2774			2774	2,5	
1978	147	1			23	171	174	23	197	4206		1877	6083	4,6	
1979	144	1			28	173	171	29	200	5340		2929	8269	5,2	
1980	141				28	169	170	29	199	12111		6116	18227	9,1	
1981	141				36	177	175	37	212	14848		8714	23562	9,8	
1982	148				36	184	190	37	227	14099		4521	18620	6,8	
1983	150				35	185	196	36	232	17920		4155	22075	6,9	
1984	155				37	192	209	38	247	25716		3250	28966	7,7	
1985	161				35	196	225	36	261	50713		4072	54785	13,1	
1986	202				32	234	301	33	334	98371		5037	103408	22,2	
1987	225				35	260	336	36	372	71676		5274	76950	15,3	
1988	228				35	263	336	37	373	91324		5336	96660	17,1	
1989	235				35	270	346	37	383	111164		6900	118064	19,1	
1990	229				37	266	340	38	378	86834		7499	94333	13,8	
1991	229	2			41	272	342	43	385	91806		7195	99001	13,3	
1992	226	3			37	266	342	39	381	89468		6393	95861	12,2	
1993	218	4			37	259	329	39	368	120983		7487	128470	15,9	
1994	219	4			37	260	324	39	363	151614		4196	155810	18,2	
1995	217	4			33	254	316	35	351	168142		3526	171668	18,6	
1996	213	4			31	248	307	32	339	199433		3299	202732	20,6	
1997	209	4			26	239	301	27	328	309896		4825	314721	30,7	
1998	219	4			20	243	304	21	325	481065		4122	485187	45,2	
1999	241	6	6		17	270	328	6	18	352	714147	6981	5438	726566	65,5
2000	237	5	39	1	15	297	305	40	16	361	790277	22166	5941	818384	70,3
2001	232	5	44	1	12	294	293	45	13	351	574978	12489	4852	592319	48,7

Vir: Borsa Italiana: Fatti e Cifre 2001, 2002.

PRILOGA 9

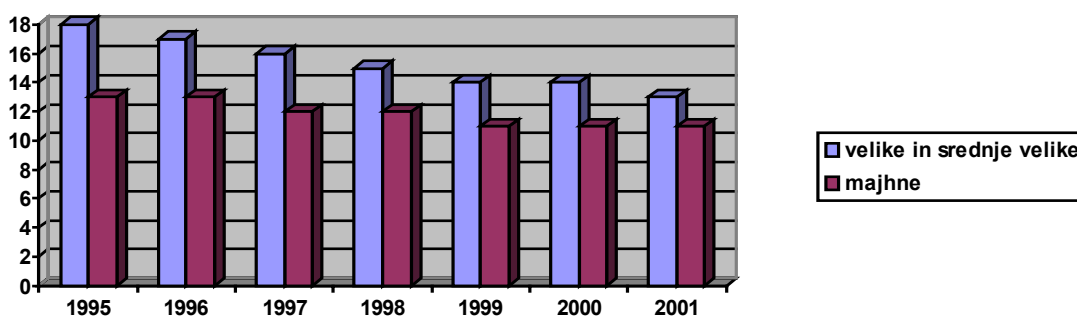
Tabela 5: deleži glavnih delničarjev

Koncentracija	Odstotek	
	2000	2001
Delež prvega delničarja	44,8	41,8
Delež ostalih pomembnih delničarjev	25,9	23,7
Delež trga	29,3	34,5
<i>Skupaj</i>	100,0	100,0

Vir: Consob, Relazione dell'anno 2001, 2002.

PRILOGA 10

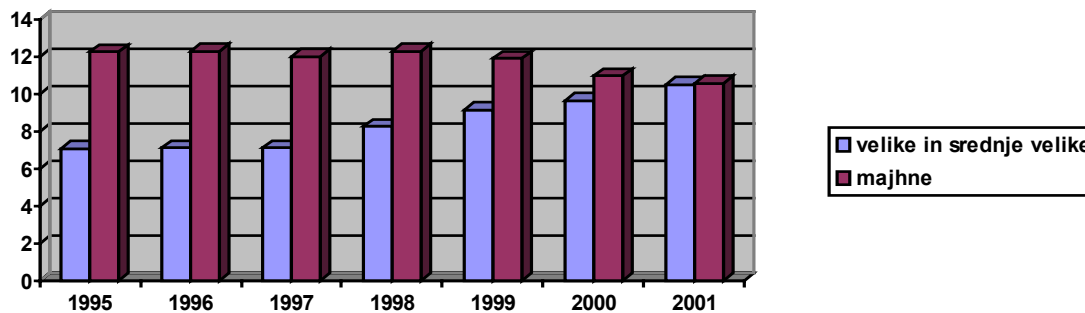
Slika 5: število zaposlenih na število bančnih okenc (decembrski podatki)



Vir: Semestralski ABI, 2002.

PRILOGA 11

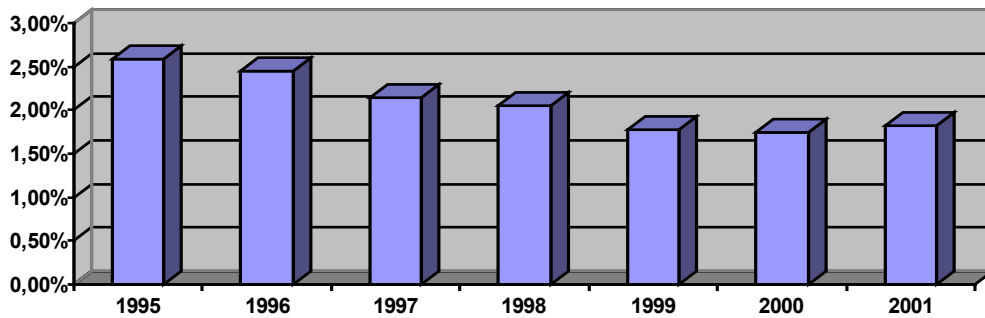
Slika 6: razmerje med premoženjem bank in aktivno



Vir: Semestralski ABI, 2002.

PRILOGA 12

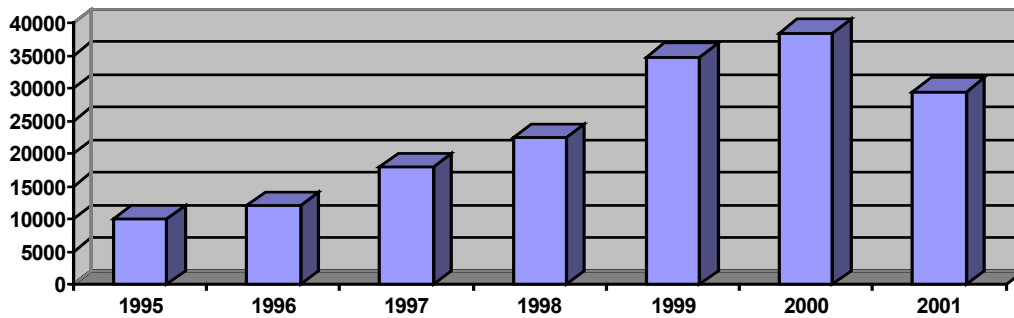
Slika 7: razmerje med obrestno maržo in celotno aktivo



Vir: Semestralski ABI, 2002.

PRILOGA 13

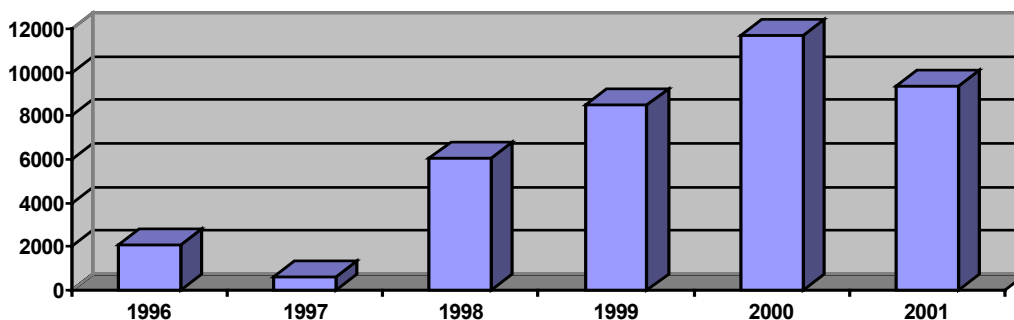
Slika 8: znesek premij življenjskih zavarovanj zbranih preko bančnega sistema



Vir: Semestralski ABI, 2002.

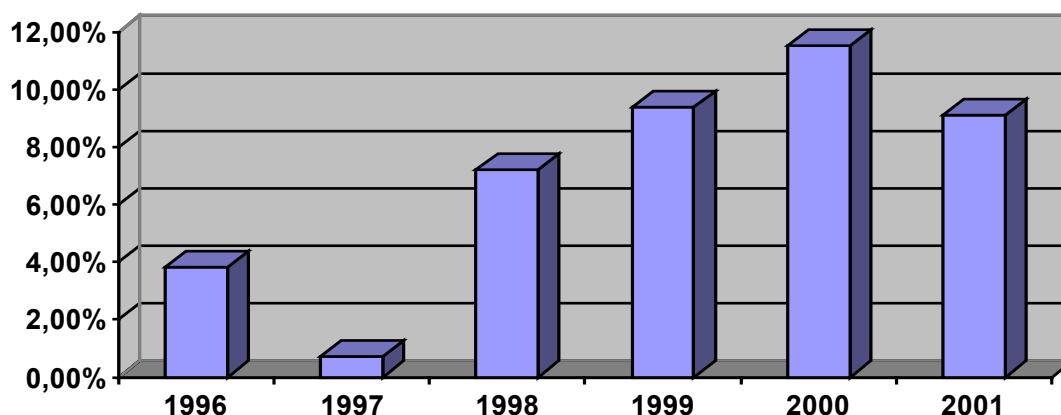
PRILOGA 14

Slika 9: čisti dobiček italijanskih bank (vzorec 102 bank) v milijonih evrov



Vir: ABI, Rapporto sul sistema bancario italiano, 2002.

Slika 10: ROE italijanskih bank(vzorec 102 bank)



Vir: ABI, Rapporto sul sistema bancario italiano, 2002.

PRILOGA 15

Tabela 6: gibanje števila in vrednosti izdanih državnih vrednostnih papirjev in poslovnih obveznic

Leto	KOTIRANE DRŽAVNE OBVEZNICE IN OBVEZNICE DRUŽB										
	Število vrednostnih papirjev					Nominalni kapital					
	Državni v.p.	Obveznice		Obvezn. EuroMOT	Skupaj	Sprememba v %	Državni v.p. mio eur	Obveznice mio eur	Obvez. EuroMOT mio eur	Skupaj mio eur	Sprememba v %
		Ita.	Tuje								
1980	34	793	41	868		21167	29832		50999		
1981	39	851	31	921	6,1 %	25273	29934		55207	8,3 %	
1982	36	966	29	1033	12,2 %	24479	32061		56540	2,4 %	
1983	59	1103	28	1190	15,2 %	54020	35110		89130	57,6 %	
1984	72	1158	29	1259	5,8 %	89285	36832		126116	41,5 %	
1985	77	1144	31	1252	-0,6 %	113567	36258		149825	18,8 %	
1986	96	1117	26	1239	-1,0 %	156686	35676		192370	28,4 %	
1987	123	1133	24	1280	3,3 %	198698	37892		236590	23,0 %	
1988	163	1114	20	1297	1,3 %	238246	41261		279506	18,1 %	
1989	196	1150	21	1367	5,4 %	285352	42107		327468	17,2 %	
1990	190	1113	19	1322	-3,3 %	303158	40500		343658	4,9 %	
1991	196	1081	18	1295	-2,0 %	365124	30805		404929	17,8 %	
1992	184	974	19	1177	-9,1 %	449714	37756		487470	20,4 %	
1993	163	834	15	1012	-14,0 %	483747	32997		516744	6,0 %	
1994	167	815	9	991	-2,1 %	542602	31887		574489	11,2 %	
1995	167	703	6	876	-11,6 %	652391	31206		683598	19,0 %	
1996	205	621	6	832	-5,0 %	909485	39264		948729	38,8 %	
1997	190	544	13	747	-10,2 %	926449	46592		973040	2,6 %	
1998	254	480	15	649	-13,1 %	949887	54402		1004288	3,2 %	
1999	139	472	21	632	-2,6 %	962434	68239		1030673	2,6 %	
2000	128	437	47	612	-3,2 %	976169	72397	18223	1048567	1,7 %	
2001	117	403	36	556	-9,2 %	998537	76997	31686	1075535	2,6 %	

Vir: Banca d'Italia, Relazione annuale 2001, 2002.

SLOVARČEK TUJIH IZRAZOV

A	
anticipazioni passive	pasivna nakazila
B	
Banca di Sicilia	Sicilska banka
Banca d'Italia	Banka Italije, centralna banka
Banca Nazionale del Regno d'Italia	Državna banka Kraljevine Italije
Banca Nazionale Toscana	Toskanska državna banka
Banca Toscana di Credito	Toskanska kreditna banka
bancassicurazione	prodaja zavarovalnih polic preko bančnih okenc
Banco di Napoli	Neapeljska banka
borsa ordinaria	redna borza
buoni del Tesoro poliennali – BTp	večletne zakladne obveznice
buoni ordinari del Tesoro – BOT	kratkoročne državne obveznice
C	
capitale di rischio	tvegani kapital
certificati del Tesoro zero-coupon – CTz	brezkuponski zakladni zapisi
certificati di credito del Tesoro – CcT	kreditni zakladni zapisi
Commissione nazionale per la societa' e la borsa – CONSOB	Nacionalna komisija za družbe in borzo
D	
divorzio	ločitev
E	
Economic and monetary union – EMU	Evropska monetarna unija
European central bank – ECB	Evropska centralna banka
European monetary institute – EMI	Evropski monetarni institut
European monetary sistem – EMS	Evropski monetarni sistem
European system of central banks – ESCB	Evropski sistem centralnih banke
Executive board	Izvršilni svet
F	
Ferrovie dello Stato	državne železnice
fondazione	fundacija
fondazione di origine bancaria, fondazione bancaria	bančna fundacija
G	
General Council	Generalni odbor
Governing Council	Upravni odbor
H	
harmonized indeks fo consumer prices – HICP	harmoniziran indeks cen na drobno
I	
Istituto di emissione	Institut za emisijo denarja
M	
marginie di interesse	marža obrestnih mer
massimali all'espansione del credito	maksimumi širjenja kreditov
Mercato dei Covered Warrant – MCW	trg nakupnih bonov
Mercato dei futures – MIF	trg terminskih pogodb
Mercato delgli strumenti derivati – IDEM	trg izvedenih finančnih instrumentov

Mercato interbancario telematico dei depositi – MID Mercato italiano borsa – MIB Mercato ristretto Mercato telematico azionario – MTA Mercato telematico dei contratti a premio Mercato telematico dei titoli di Stato Mercato telematico delle obbligazioni Mercato telematico delle opzioni – MTO Ministero del Tesoro Ministro del Tesoro	medbančni elektronski trg depozitov italijanski borzni indeks Ozek trg Elektronski delniški trg Elektronski trg pogodb s premijo Elektronski trg državnih vrednostnih papirjev Elektronski trg obveznic Elektronski trg opcij zakladno ministrstvo zakladni minister
N	
national central banks Nuovo mercato	Nacionalne centralne banke Novi trg
O	
offerta pubblica di vendita – Opv operazioni di sconto over the counter	javna ponudba delnic reeskont trg preko okenc
P	
piccole medie imprese promotori di servizi finanziari	majhna in srednja podjetja pospeševalci finančnih storitev
S	
segmento titoli con alti requisiti – STAR società di Intermediazione Mobiliare società di investimento a capitale variabile società fiduciaria Società interbancaria per l'automazione società per azioni – S.p.A. società per la gestione del risparmio - SGR	segment delnic z visokimi sposobnostmi borznoposredniška hiša družba za investiranje s spremenljivim kapitalom fiduciarna družba Medbančna družba za avtomatizacijo delniška družba družba za upravljanje
T	
Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia Testo unico finanziario Trans european automated real-time gross-settlement express transfer system - TARGET	Enotni bančni akt, Enotno besedilo Enotno finančno besedilo Transevropski avtomatizirani bruto ekspresni plačilni sistem
V	
vincolo di portafoglio	portfeljska obveza