

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

BARBARA SIMIĆ

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

VPLIV KRIZE NA SLOVENSKE DELNIŠKE VZAJEMNE SKLADE

Ljubljana, oktober 2009

BARBARA SIMIĆ

IZJAVA

Študentka Barbara Simić izjavljam, da sem avtor/ica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom dr. Aleša Berk Skoka, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 05.10.2009

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 PRAVNI PREDPISI S PODROČJA INVESTICIJSKIH SKLADOV	3
1.1 Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje	3
2 OPREDELITEV TEMELJNIH POJMOV	4
3 SVETOVNA GOSPODARSKA KRIZA	5
3.1 Nastanek krize	5
3.1.1 Hipotekarna in finančna kriza v ZDA	5
3.1.2 Vpliv krize na realni sektor	5
3.2 Učinek krize na Slovenijo	6
3.2.1 Učinek krize na slovenske vzajemne sklade	6
4 SISTEMATIČNO TVEGANJE TRGOV	7
4.1 Definicija sistematičnega tveganja	7
4.2 Dejavniki sistematičnega tveganja	7
4.2.1 Sprememba cen vrednostnih papirjev, ki so naložba vzajemnega sklada	7
4.2.2 Sprememba obrestnih mer na trgu denarja	8
4.2.3 Sprememba tečajev valut, na katere se glasijo naložbe vzajemnega sklada	8
4.2.4 Tveganje inflacije	8
4.2.5 Politično tveganje	8
4.2.6 Večje nihanje tečajev vrednostnih papirjev zaradi zmanjšanja likvidnosti posameznega organiziranega trga	8
4.2.7 Investiranje na manj razvite trge	8
4.3 Dejavniki sistematičnega tveganja na balkanskem trgu	9
4.3.1 Sprememba cen vrednostnih papirjev	9
4.3.2 Sprememba obrestne mere	9
4.3.3 Sprememba inflacije	9
4.3.4 Sprememba tečajev valut	10
4.3.5 Sprememba davčne zakonodaje	10
4.4 Dejavniki sistematičnega tveganja na ruskem trgu	11
4.4.1 Sprememba cen vrednostnih papirjev	11
4.4.2 Sprememba obrestne mere	11
4.4.3 Sprememba inflacije	11
4.4.4 Sprememba tečaja valute	12
4.4.5 Sprememba zakonodaje	12
4.5 Sprememba tveganj slovenskih delniških vzajemnih skladov	13
4.5.1 Tveganje spremembe cen vrednostnih papirjev	13
4.5.2 Tveganje spremembe obrestne mere	13
4.5.3 Tveganje inflacije	13
4.5.4 Tveganje spremembe tečajev valut	13
4.5.5 Politično tveganje	14
5 LIKVIDNOST SLOVENSКИH VZAJEMNIH SKLADOV	14
5.1 Analiza likvidnosti	15
5.1.1 Likvidnost delnic	15
5.1.2 Likvidnost trga kapitala	16
5.2 Sprememba likvidnosti skladov	17
6 TVEGANOST VZAJEMNIH SKLADOV Z VIDIKA VLAGATELJEV	18
6.1 Pojav »norost množice«	18
SKLEP	20
LITERARURA IN VIRI	21

UVOD

Opredelitev področja in namen dela

Svetovna gospodarska kriza, ki se je začela s finančno krizo v Združenih državah Amerike, je prizadela tudi v Sloveniji tako finančni kot realni sektor. V času pred krizo so vlagatelji svoje prihranke usmerjali v ustanove kapitalskega trga, saj so bili tečajji in borzna aktivnost visoki. Po poku finančnega balona so se tečajji delnic razpolovili ter zmanjšali zaupanje ljudi v kapitalski trg in njegove ustanove. Zaradi tega so se prihranki začeli prelivati nazaj v banke.

V diplomskem delu želim preučiti vpliv globalne krize na slovenske vzajemne sklade, s poudarkom na delniških vzajemnih skladih. Le-ti so namreč najbolj na udaru padcev tečajev delnic, zaradi tega pa se tudi zmanjšuje zaupanje vlagateljev, ki imajo v teh časih raje bolj varne depozite v bankah.

Namen diplomskega dela je tako raziskati vpliv gospodarske krize na slovenske vzajemne sklade skozi vidik splošnega poslabševanja razmer v finančnem sektorju. Skozi raziskavo želim preučiti tveganja, s katerimi se spopadajo slovenski delniški vzajemni skladi. Zaradi sistematičnega tveganja, ki je posledica svetovne gospodarske krize, se zmanjšuje likvidnost delniških vzajemnih skladov, kar pa povečuje tveganje skladov.

Cilj diplomskega dela je predstaviti razsežnost krize s poudarkom na delniških vzajemnih skladih. Zanimajo me učinki krize na sklade ter kakšne so morebitne posledice, ki jih bo kriza pustila. Proučiti nameravam tudi, s kakšnimi tveganji se spopadajo slovenski vzajemni skladi, in kako bi to lahko vplivalo na njihove poslovne rezultate. Delo bo tudi v pomoč morebitnim bodočim vlagateljem, ali se splača vlagati v delniške vzajemne sklade ali ne.

Hipoteza: Likvidnost, v smislu nezmožnosti prodaje vrednostnih papirjev, se je zaradi različnih dejavnikov, na katere vpliva sistematično tveganje, v slovenskih delniških skladih zmanjšala, kar povečuje tveganost skladov.

Pri delniških vzajemnih skladih sta donosnost ter likvidnost odvisna predvsem od treh dejavnikov: splošnih tržnih pogojev, značilnosti sektorja, v katerem ima sklad naložbe, ter od sposobnosti upravljavca sklada (Madura, 2006). Kriza na kapitalskem trgu vpliva na vsaj dva dejavnika, na splošne tržne pogoje in pogoje v sektorjih.

Izhodišča za hipotezo diplomskega dela so, da se je vsaj četrtnina vlagateljev zaradi strahu pred večjo izgubo premoženja odločilo za izstop iz delniških vzajemnih skladov. Prav tako so drastično padle vrednosti enot premoženja, zaradi česar so vlagatelji izgubili precejšen del premoženja. Predvidevam, da se večina vlagateljev zaradi slabih izkušenj več let ne bo upala vlagati v vzajemne sklade in bo denar raje vlagala v bolj klasične načine varčevanja, kot so bančni depoziti.

Kriza je zajela Slovenijo v oktobru 2008, zato bo preučevano obdobje od marca 2008 do marca 2009, saj tako zajamem obdobje pred krizo kot tudi obdobje krize. Zaradi velikega števila slovenskih delniških vzajemnih skladov se osredotočam le na tiste sklade, ki so v preučevanem obdobju dosegali najnižje donose, ter tveganje trgov, kateri so v naložbeni politiki teh skladov.

Metoda, ki jo uporabljam skozi celotno delo, je deskriptivna metoda. Uporabljena je pri opisovanju dejavnikov, ki vplivajo na tveganja vzajemnih skladov ter pri opisovanju dobljenih rezultatov raziskave.

Prvo poglavje diplomskega dela opisuje pravno področje vzajemnih skladov, zakone, ki opredeljujejo delovanje, upravljanje in nadzor nad skladi. Cilj tega poglavja je predstavitev pravne ureditve področja vzajemnih skladov.

Drugo poglavje opredeljuje temeljne pojme, ki se pojavljajo skozi celotno diplomsko delo. Izpisane so definicije teh pomembnih pojmov, ki so ključni za razumevanje celotnega diplomskega dela.

Naslednje poglavje predstavlja svetovno gospodarsko krizo. V prvem delu razlaga potek dogodkov, ki so vodili do zloma najmočnejšega gospodarstva ter kakšen vpliv ima na različne sektorje, v drugem pa opisuje vpliv svetovne gospodarske krize na slovensko gospodarstvo ter na slovenske vzajemne sklade.

Četrto poglavje razlaga sistematično tveganje. Zanima me, skozi katere dejavnike lahko to tveganje preučujemo, torej, kako vemo, da sistematično tveganje, na katerega vpliva svetovna gospodarska kriza, obstaja in se morebiti večja. Spremembe teh dejavnikov preučujem na tistih trgih ali sektorjih, v katerih so slovenski delniški vzajemni skladi v preučevanem obdobju dosegali najnižje donose. Zadnje podpoglavje združuje dejavnike sistematičnega tveganja in opisuje spremembe tveganj slovenskih delniških vzajemnih skladov.

Peto poglavje se osredotoča na likvidnost slovenskih vzajemnih skladov, oziroma na njihovo zmožnost pretvoriti sredstva v denar, in na dejavnike, ki vplivajo na likvidnost vzajemnih skladov, ter kako se je likvidnost v danem obdobju spremenila. Likvidnost vzajemnega sklada se lahko zmanjša zaradi zmanjšane likvidnosti delnic ali kapitalskega trga kot celote. Dejavniki, ki vplivajo na ti dve likvidnosti, so dejavniki sistematičnega tveganja.

Diplomsko delo do šestega poglavja razlaga likvidnost s prvega vidika nezmožnosti vzajemnega sklada, da v kratkem času proda svoje naložbe. To poglavje preučuje tveganost vzajemnih skladov z vidika vlagateljcev. Preučuje likvidnost vzajemnega sklada v zmožnosti izplačila svojih vlagateljcev. Opisuje pojav imenovan »norost množice«, zaradi katerega lahko vzajemni sklad hitro izgubi vsa svoja likvidna sredstva in zaide v resne finančne težave.

Zadnje, sedmo poglavje, je sklepni del diplomskega dela. Opisani so doseženi cilji in povzetek raziskav, ki so uporabljene v diplomskem delu za preučevanje tveganj skladov ter njihove likvidnosti. Podani so rezultati raziskav diplomskega dela ter ocena tveganosti vzajemnih skladov v prihodnosti. Skozi rezultate raziskav se v tem poglavju potrdi hipoteza diplomskega dela.

1 PRAVNI PREDPISI S PODROČJA INVESTICIJSKIH SKLADOV

V tej točki so predstavljena glavna določila zakona, ki določa pogoje delovanja vzajemnih skladov v Sloveniji in opredeljuje njihove dejavnosti.

1.1 Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje

Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (v nadaljevanju ZISDU) določa pogoje za ustanovitev investicijskih skladov in družb za upravljanje ter pogoje prodaje in investicijskih kuponov in delnic investicijskih skladov v Sloveniji. Zakon prav tako ureja način in nadzor poslovanja investicijskih skladov in družb za upravljanje.

ZISDU od 112. člena naprej opredeljuje vzajemne sklade kot ločene od premoženja družbe za upravljanje, ki ga upravlja, in je v lasti imetnikov investicijskih kuponov vzajemnega sklada. Premoženje vzajemnega sklada je razdeljeno na enake enote, vrednost te enote pa je enaka čisti vrednosti sredstev vzajemnega sklada, deljeni s številom enot vzajemnega sklada v obtoku.

Zakon opredeljuje tudi pogoje oblikovanja vzajemnih skladov, pravila upravljanja in provizije vzajemnih skladov, kamor spadajo vstopni in izstopni stroški ter provizija za upravljanje. Pravila upravljanja vzajemnega sklada pa so pomembna za vlagatelje oziroma imetnike investicijskih kuponov, saj urejajo vsebino pravnih razmerij med njimi in družbo za upravljanje.

Imetnik investicijskega kupona lahko po tem zakonu kadarkoli zahteva izplačilo odkupne vrednosti investicijskega kupona, ki jih mora vzajemni sklad odkupiti. Ta odstavek zakona pa ne velja v izjemnih primerih in če to zahtevajo posebne okoliščine, kot so na primer likvidnostni problemi. V tem primeru zaradi varstva in interesov vlagateljev v enote vzajemnega sklada, ta lahko začasno zaustavi odkup svojih enot. Sicer pa mora družba za upravljanje imetniku izplačati odkupno vrednost investicijskega kupona v petih delovnih dneh, če pravila upravljanja vzajemnega sklada ne določajo krajšega roka za izplačilo.

Zakon podrobneje opredeljuje tudi investicijske kupone ter njihove bistvene sestavine, odgovornosti družbe za upravljanje, navaja razloge in postopke likvidacije vzajemnega sklada ter preoblikovanja sklada. Zakon jasno opredeljuje tudi dokumente skladov, kot sta prospekt, ki ga mora družba za upravljanje pripraviti za krovni sklad, ter izvleček prospekta, ki se nanaša na podsklad krovnega sklada. Skladi morajo Agenciji za trg vrednostnih papirjev predložiti polletna in letna poročila ter jih javno objavljati (Uradni list, RS št. 26/2005 in 92/2007).

Zakonu ZISDU so podrejeni nekateri predpisi, ki podrobneje opredeljujejo področje investicijskih skladov. Sklepi podrobneje opredeljujejo dokumentacijo, obvestila delničarjem ter poročila investicijskih skladov. Opredeljujejo tudi izračune količnikov, ki jih morajo poleg letnih poročil skladi predložiti Agenciji za trg vrednostnih papirjev (Register predpisov RS, 2009).

V naslednjem poglavju so kratko definirani temeljni pojmi, ki se pojavljajo skozi celotno diplomsko delo in so zato pomembni za razumevanje samega diplomskega dela.

2 OPREDELITEV TEMELJNIH POJMOV

Opisani pojmi se pojavljajo skozi celotno diplomsko delo in pomagajo pri razumevanju samega dela.

Družba za upravljanje je gospodarska družba, ustanovljena izključno z namenom opravljanja storitev upravljanja investicijskih skladov (ZISDU-1-UPB1, 2005). Premoženje skladov je ločeno od premoženja družbe (Vzajemci, 2009).

Investicijski sklad je podjetje, katerega edini namen je javno zbiranje denarnih sredstev fizičnih in pravnih oseb in nalaganje teh sredstev v vrednostne papirje in druge likvidne finančne naložbe po načelih razpršitve tveganj (ZISDU-1-UPB1, 2005).

Vzajemni sklad, ali odprti investicijski sklad, zbira prihranke varčevalcev s prodajo svojih kuponov na trgu. Dobljena sredstva nato vloži v portfelj vrednostnih papirjev (Madura, 2006). Obseg izdanih kuponov vzajemnega sklada ni omejen in se jih vsak dan izda toliko, kolikor je po njih povpraševanja. Lastniki kupone lahko vnovčijo kadarkoli pri vzajemnem skladu po dnevni tržni ceni, zato je pomembno, da ima sklad vedno dovolj rezerv v denarju (Mramor, 1993).

Delniški sklad je sklad, ki prodaja deleže posameznikom in depozite vlaga naprej v delnice (Madura, 2007). V Sloveniji imajo tovrstni skladi prek 70 odstotkov delnic v portfelju. Za te sklade je značilna visoka spremenljivost vrednosti točke. Sklad je lahko specializiran za določeno ozko področje svetovnega delniškega trga, investira na primer le v nekatere države ali samo v nekatere gospodarske panoge (Vzajemci, 2009).

Poslovanje delniškega vzajemnega sklada je odvisno predvsem od treh dejavnikov: splošnih pogojev na delniškem trgu, pogojev sektorjev, v katerih ima sklad največ naložb ter od sposobnosti managementa sklada (Madura, 2006).

Točke vzajemnega sklada predstavljajo enote, na katere je razdeljeno premoženje sklada. Vrednost enote premoženja ali vrednost točke se izračuna kot količnik med čisto vrednostjo sredstev sklada in številom točk sklada v obtoku. (Po slovenski zakonodaji: vrednost sredstev na tekoči dan in število točk na prejšnji obračunski dan.) (Vzajemci, 2009).

Likvidnost ali unovčljivost je zmožnost podjetja, da lahko v zelo kratkem času vnovči sredstva za poravnane svojih obveznosti (Gallinger & Healey, 1991). Je torej možnost, da neko naložbo v kratkem roku unovčimo, oziroma dobimo zanjo denar. Za točke vzajemnih skladov običajno velja, da so popolnoma likvidne, saj se jih da kadarkoli unovčiti pri družbi za upravljanje. Če pa gre za vrednostne papirje na borzi, potem je likvidnost spremenljiva in je odvisno od dnevnega povpraševanja po posameznem papirju (Vzajemci, 2009).

Sistematično tveganje je tisto tveganje portfelja, ki ga ni moč odpraviti z razpršitvijo naložb, saj je lastno že samemu trgu, na katerem izbiramo posamezne naložbe (Vzajemci, 2009). Sistematično tveganje vpliva na poslovanje vzajemnega sklada skozi splošne tržne pogoje. Slabši kot so ti pogoji, slabše je poslovanje sklada (Madura, 2007).

Naslednje poglavje opisuje nastanek svetovne gospodarske krize in njene učinke na Slovenijo ter na slovenske vzajemne sklade.

3 SVETOVNA GOSPODARSKA KRIZA

V diplomskem delu me zanima, kakršen vpliv ima svetovna gospodarska kriza na slovenske delniške vzajemne sklade, zato je to poglavje namenjeno krizi. Poglavje opisuje nastanek krize ter učinek na Slovenijo kot celoto. V zadnjem delu poglavja je opisan še učinek krize na slovenske vzajemne sklade.

3.1 Nastanek krize

Svetovna gospodarska kriza izhaja iz finančne krize, ki je posledica hipotekarne krize v Združenih državah Amerike. V tem poglavju je opisan nastanek finančne krize in vpliv na realni sektor ter vpliv krize na Slovenijo in vzajemne sklade.

3.1.1 Hipotekarna in finančna kriza v ZDA

Do hipotekarne krize je prišlo zaradi želje finančnih menedžerjev po prenosu tveganj na druge akterje. Tveganja se lahko le prenašajo in razpršijo, zato so jih z novimi finančnimi instrumenti začeli prikrivati. Gre za proces listinjenja¹. S pomočjo listinjenja se med posojilodajalca in posojilojemalca, v konkretnem primeru kupca nepremičnine, vrine večje število posrednikov. Vsak posrednik ima svojo vlogo, vsak zahteva svojo provizijo, s čimer naraščajo stroški posla. S pretvarjanjem osnovnega posojila v vrednostne papirje, se tveganje posla razprši in skrije njegove izvore. Rezultat listinjenja je povečevanje likvidnosti in dobičkov posrednikov, tveganje pa je preneseno na končne kupce novih vrednostnih papirjev, ki ne vedo, kakšna tveganja se skrivajo v njih.

Opisani proces je napihoval tako finančni in nepremičninski balon, saj je slonel na predpostavki, da bodo posojilojemalci, torej kupci hiš, plačevali najeto hipotekarno posojilo ter da bodo cene nepremičnin še naprej rasle. Nepremičninski balon je počil v letu 2006, kar je povzročilo tudi pok finančnega balona. Posojilojemalci niso bili več sposobni odplačevati hipotek, izvedeni finančni instrumenti, izpeljani iz teh posojil, pa so postali nelikvidni. Ves proces je zmanjšal likvidnost končnih kupcev, te pa so bili večinoma banke in finančne institucije tako v ZDA kot tudi v Evropi.

3.1.2 Vpliv krize na realni sektor

Pok nepremičninskega balona se je prenesel v realni sektor gospodarstva, napihoval pa ga je tudi finančni balon zaradi pomanjkanja likvidnosti in manjše posojilne podpore gospodarstvu.

V tem sektorju se je kriza pokazala na več področjih, kot je umirjanje inflacije, manjša mednarodna menjava in počasnejša gospodarska rast, padec cen surovin, padec indeksa potrošniške klime, zmanjšanje števila novih gradenj in padec prodaje avtomobilov. Posledice te krize pa se kažejo tudi v zmanjševanju pomoči najrevnejšim državam. (Štiblar, 2008).

¹ Listinjenje je posel ali shema, pri katerem se kreditno tveganje, povezano s posamezno izpostavljenostjo ali skupino izpostavljenosti, razdeli na segmente kreditnega tveganja in ki ima naslednje značilnosti:

1. plačila v tem poslu ali shemi so odvisna od izpolnjevanja obveznosti dolžnikov pri tej izpostavljenosti ali skupini izpostavljenosti in

2. podrejenost segmentov kreditnega tveganja je podlaga za določitev porazdelitve izgub med trajanjem tega posla ali sheme (Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o bančništvu, 2009).

3.2 Učinek krize na Slovenijo

Slovenski finančni sektor in gospodarstvo nista neposredno »okužena s strupenimi vrednostnicami«, torej z vrednostnimi papirji, ki izhajajo iz drugorazrednih hipotekarnih posojil iz ZDA, kljub temu pa sta finančni in realni sektor učinke krize močno občutila.

Zaradi nizkih obrestnih mer bank so Slovenci svoje prihranke usmerjali v finančne institucije kapitalskega trga, ki so obljubljale višje donose na njihove prihranke kot banke. Po nastopu krize in drastičnem padcu borznih indeksov je večina vlagateljev preusmerila svoje prihranke nazaj v varne depozite na bankah. Institucije kapitalskega trga so se soočile z begom likvidnosti, oziroma z večjimi izplačili vlagateljev. To se lahko zgodi, če veliko, oziroma večina vlagateljev, dvigne svoje depozite, ali pa tuje banke prekinejo svoja posojila slovenskim bankam.

V realnem sektorju so najbolj občutili krizo zaposleni, ki so svoje delo izgubili, napovedana so še nadaljnja odpuščanja. Poleg tega zaupanje potrošnikov pada, slabšajo se gospodarske napovedi, zmanjšujejo se izvozna naročila, prodaja na drobno se je zmanjšala, najbolj pa se kriza pozna pri manjši prodaji avtomobilov in nepremičnin.

3.2.1 Učinek krize na slovenske vzajemne sklade

Slovenski vzajemni skladi so oktobra, ko naj bi kriza resno zajela Slovenijo, občutili rekordne odlive in zmanjšanje obsega sredstev, čemur naj bi botroval visok padec delniških tečajev na borzi in vrednosti točk vzajemnih skladov. Meseca oktobra in novembra je ta odliv znašal kar 129,1 milijona evrov (Polanič, 2008a). Poleg visokih odlivov so skladi do decembra zabeležili tudi izstop 15.000 vlagateljev, če ne upoštevamo vpliva preoblikovanja treh investicijskih družb v vzajemne sklade (Polanič, 2008b).

Največje izgube so lani prikazali skladi, ki so vlagali na trge v razvoju, bolj natančno v ruske in balkanske delnice ter v vzhodno in jugovzhodno Evropo. Izgubam se niso izognili niti tisti z naložbami v evropskih malih podjetjih (Pust, 2009a). Vendar skladi niso edini z visokimi izgubami. Vlagatelji v slovenskih skladih so v letu 2008 izgubili več kot 1,3 milijarde evrov, največ so k izgubi prispevali delniški vzajemni skladi (Polanič, 2009a).

Z letošnjim letom so skladi začeli kazati pozitivnejše trende. Kljub temu da so številke še zmeraj nizke, se je prva dva meseca povečal neto priliv v vzajemne sklade na račun večjih vlagateljev (Polanič, 2009b). Meseca aprila so se izboljšali tudi tečaji na borzi, kar po mnenju nekaterih strokovnjakov še ne pomeni rasti, po mnenju drugih pa smo na dobri poti počasnega okrevanja. Slovenski vzajemni skladi torej še vedno poslujejo v negotovih razmerah (Milič, 2009).

Svetovna gospodarska kriza je prizadela prav vse sektorje gospodarstev po svetu. S splošnim slabšanjem gospodarskih razmer, na katere posameznik ali podjetje nimata nikakršnega vpliva, se zato povečuje sistematično tveganje. Kaj to tveganje je, ter kako ga prepoznamo, je opisano v naslednjem poglavju.

4 SISTEMATIČNO TVEGANJE TRGOV

Sistematično tveganje se povečuje s splošnim slabšanjem razmer v gospodarstvu. V nadaljevanju je navedena definicija sistematičnega tveganja, njegovi dejavniki na trgu, ter raziskava teh dejavnikov na trgih, na katerih so slovenski delniški vzajemni skladi dosegali najnižje vrednosti.

4.1 Definicija sistematičnega tveganja

Sistematično tveganje ali tržno tveganje, je tisto tveganje, ki ga ni moč odpraviti z razpršitvijo naložb. Predstavlja spremembe v donosu podjetja, ki so rezultat različnih faktorjev in vplivajo na vse delnice na trgu.

Sistematično tveganje je del skupnega oziroma celotnega tveganja nekega portfelja. Nesistematično tveganje oziroma netržno tveganje, lahko podjetje zmanjša ali odpravi z razpršitvijo naložb, medtem ko na sistematično tveganje nima vpliva. To tveganje ponavadi predstavlja 40 odstotkov celotnega tveganja portfelja.

Koeficient sistematičnega tveganja nekega portfelja kaže mera beta. Beta je razmerje med donosom portfelja in tržnim donosom. Enačba za izračun bete nekega portfelja je enaka

$$\beta_{portfelj} = \sum_{j=1}^n (\text{odstotek investicije v delnico } j) \times (\beta \text{ delnice } j) \quad (1)$$

in nam pove koliko sistematično tveganje vpliva na gibanje donosa nekega portfelja oziroma odraža tendenco portfelja, da sledi tržnim gibanjem. Iz enačbe (1) je razvidno, da moramo za izračun bete portfelja poznati bete vseh delnic, ki so vanj vključene. Beta ene delnice je razmerje med donosom te delnice in tržnim donosom (Keown, Martin, Petty & Scott, 2005). Tržni donos pomeni povprečni donos delnic na nekem trgu, v Sloveniji se za to mero uporablja Slovenski borzni indeks SBI20.

V nadaljevanju so na kratko opisani dejavniki sistematičnega tveganja, ter kako lahko vplivajo na vrednost naložbe vzajemnega sklada.

4.2 Dejavniki sistematičnega tveganja

Sistematično tveganje je vedno prisotno na trgu, je težko napovedljivo ter nanj nihče nima vpliva. Opisani so dejavniki tega tveganja. Na te dejavnike vzajemni sklad nima vpliva, lahko pa se zavaruje pred njihovimi tveganji, kar pa je v času krize izziv, saj so nepredvidljivi. Iz tega razloga so tu opisani kot dejavniki sistematičnega tveganja.

4.2.1 Sprememba cen vrednostnih papirjev, ki so naložba vzajemnega sklada

Gibanje cen vrednostnih papirjev pomembno vpliva na vrednost naložb vzajemnega sklada. Tečaji vrednostnih papirjev se dnevno gibajo navzgor ali navzdol, spremembe so nepredvidljive. Obstaja tveganje, da vlagatelj ne bo dobil povrnjenega celotnega zneska naložbe, ki ga je vložil v vzajemni sklad (izvleček prospekta vzajemnega sklada Perspektiva: BalkanStox).

4.2.2 Sprememba obrestnih mer na trgu denarja

Sprememba splošne ravni obrestnih mer vpliva na tržno vrednost obveznic, kot tudi na tečaje delnic. Na tečaje delnic vpliva preko višine zahtevane stopnje donosa, torej ko se splošna obrestna mera zniža, se pričakovane stopnje donosa delnic zvišajo, in obratno, ter skozi pričakovanja o prihodnjem gibanju ekonomskih agregatov (Keown et al., 2005).

4.2.3 Sprememba tečajev valut, na katere se glasijo naložbe vzajemnega sklada

Pri spremembi tečajev valut obstaja tveganje, da se tečaj valute, na katero je vezana naložba, spremeni v obdobju od nakupa do prodaje naložbe. V primeru, da se vrednost tuje valute zniža v primerjavi z evrom, se vrednost naložbe zmanjša, čeprav se cena vrednostnih papirjev ne spremeni (Keown et al., 2005).

4.2.4 Tveganje inflacije

Pri višji inflaciji obstaja tveganje razvrednotenja naložb oziroma njihove nižje realne donosnosti. To pomeni, da bo kupna moč prihrankov v vzajemnem skladu ob izplačilu nižja od pričakovane (prospekt krovnega sklada KD Krovni sklad).

4.2.5 Politično tveganje

Politično tveganje je tveganje spremembe vrednosti naložbe, zaradi odločitve vlade tuje države. Med politično tveganje sodi sprememba davčne zakonodaje, ter tako vpliva na višino obdavčitve posameznika, kot tudi na višino obdavčitve posameznih naložb vzajemnega sklada (Keown et al., 2005).

4.2.6 Večje nihanje tečajev vrednostnih papirjev zaradi zmanjšanja likvidnosti posameznega organiziranega trga

Na trgih z nizko likvidnostjo lahko že majhna količina kupljenih in prodanih vrednostnih papirjev pomembneje vpliva na tržno ceno le-teh. Cenovna nihanja so na teh trgih lahko zaradi večjih nakupov pri rastočih tečajih in večjih prodaj pri padajočih tečajih še bolj izrazita (izvleček prospekta vzajemnega sklada Perspektiva: BalkanStox).

Manjša likvidnost trga poveča tudi likvidnostno tveganje. To pomeni, da investicije ni mogoče v kratkem času pretvoriti v denar, torej prodati. Na likvidnost investicije vpliva razvitost sekundarnega trga. Manj ali slabše kot je ta razvit, večja je verjetnost likvidnostnega tveganja (Keown et al., 2005).

4.2.7 Investiranje na manj razvite trge

Kadar so naložbe vzajemnega sklada v skladu z naložbeno politiko usmerjene v finančne instrumente, s katerimi se trguje na manj razvitih trgih, ali v izdajatelje iz teh držav, obstajajo višja tveganja glede politične, ekonomske, verske in socialne nestabilnosti ter neugodnih sprememb zakonodaje. Zaradi možnosti nelikvidnosti teh trgov je povečano likvidnostno tveganje, če pride do znatnih zakasnitev v poravnava ali do nezmožnosti strank, da poravnajo posle s finančnimi instrumenti, je povečano tudi tveganje poravnave. Zaradi regijske omejitve vzajemnih skladov na taka področja, vrednost sredstev vzajemnih skladov

lahko na kratek rok zelo niha, zato se tak sklad smatra kot bolj tvegan (izvleček prospekta vzajemnega sklada Perspektiva: BalkanStox).

V nadaljevanju so preučeni zgoraj opisani dejavniki sistematičnega tveganja tistih trgov, v katerih so slovenski delniški vzajemni skladi z naložbami izgubili največ. Trga z najnižjimi donosi v preučevanem obdobju sta Balkan in Rusija (Pust, 2009b). Države ki so preučevane na balkanskem trgu so tiste, ki se pojavljajo v vseh vzajemnih skladih z naložbeno politiko usmerjeno na balkanski trg, to so Slovenija, Hrvaška, Bosna in Hercegovina, Srbija in Makedonija.

Pri vzajemnih skladih, ki so ozko geografsko usmerjeni, kot so v mojem primeru na Balkan in Rusijo, obstaja tveganje koncentracije, kar pomeni, da ekonomski dejavniki na izdajatelje vrednostnih papirjev delujejo enosmerno, s tem pa tudi na tečaje njihovih finančnih instrumentov. Zaradi tega je vpliv teh dejavnikov na donosnost sklada večji kot bi bil, če bi bile naložbe bolj razpršene (prospekt krovnega sklada KD Krovni sklad).

4.3 Dejavniki sistematičnega tveganja na balkanskem trgu

V trenutku, ko je svetovna finančna kriza zajela države Balkana, se je to odrazilo tudi v dejavniki sistematičnega tveganja. Preučila sem dejavnike petih držav, v katere vlagajo slovenski delniški vzajemni skladi, ki imajo naložbeno politiko usmerjeno na Balkan.

4.3.1 Sprememba cen vrednostnih papirjev

Sprememba cen vrednostnih papirjev vpliva na vrednost naložbe vzajemnega sklada. Vsaka od preučevanih držav ima indeks, ki meri donosnost celotnega organiziranega kapitalskega trga. Večje spremembe teh indeksov kažejo v povprečju večje spremembe vrednosti vrednostnih papirjev nekega trga. Tako je v proučevanem obdobju, to je od marca 2008 do marca 2009, slovenski borzni indeks SBI20 izgubil približno 65 odstotkov svoje vrednosti. Več izgube so imeli indeksi ostalih držav. Zagrebški CROBEX, sarajevski SASX-10, beograjski BELEX15 ter makedonski MBI10 so v preučevanem obdobju prikazali kar okoli 80 odstoten padec vrednosti. Tako visoki padci temeljnih borznih tečajev lahko drastično zmanjšajo vrednost naložbe vzajemnega sklada.

4.3.2 Sprememba obrestne mere

Na spremembo tečajev vrednostnih papirjev vpliva tudi sprememba obrestne mere na trgu denarja. Z nižjo obrestno mero se povešajo pričakovane stopnje donosa vrednostnih papirjev. V Sloveniji se je ključna obrestna mera, ki jo določa Evropska centralna banka, v preučevanem obdobju znižala za 60 odstotkov, to je iz 3,75 odstotkov na 1,50 odstotke. Manjša nižanja obrestnih mer so zaznali tudi v Bosni in Hercegovini za 7,14 odstotkov in v Srbiji za 4,51 odstotke. Na hrvaškem in v Makedoniji pa se je obrestna mera povišala, v obeh državah za približno 7 odstotkov, kar znižuje pričakovano stopnjo donosa vrednostnih papirjev.

4.3.3 Sprememba inflacije

Visoka inflacija lahko razvrednoti naložbo ob prodaji vrednostnih papirjev. V Sloveniji je bila v preučevanem obdobju inflacija 3,1 in je med preučevanimi državami najbolj stabilna, zaradi tega pa tudi najmanj tvegana. Na hrvaškem je leta 2008 znašala inflacija v povprečju 6,1, v

prvem četrtletju 2009 pa se je znižala na 3,8. V ostalih treh državah je inflacija bolj nepredvidljiva z visokimi nihanji. V Bosni in Hercegovini je tako v letu 2008 znašala 7,4%, za leto 2009 pa je predvidena povprečna stopnja inflacije 5,0%. V Srbiji je bila višja, in sicer 11,7% v letu 2008 in 10,0% v letu 2009. Največja nihanja pa so v Makedoniji. Povprečna stopnja inflacije je v letu 2008 znašala 8,3 odstotke, za leto 2009 pa napovedujejo 1,0 odstotek. V državah z večjim nihanjem inflacije obstaja tveganje, da bo ob prodaji naložbe realna vrednost nižja, večje.

4.3.4 Sprememba tečajev valut

Tako kot spremembe obrestnih mer tudi nihanja tečajev valut, na katere se glasijo naložbe vzajemnega sklada, vplivajo na vrednost naložb. Ker valutnega tveganja slovenskih vzajemnih skladov pri naložbah v Sloveniji ni, sem opazovala spremembe valutnih tečajev ostalih držav v primerjavi z evrom. Z izjemo Bosne in Hercegovine, katere tečaj je stalni oziroma fiksni na evro, so se spremenili vsi ostali tečaji. Hrvaška kuna je v preučevanem obdobju deprecirala iz 7,26 kune/evro na 7,43 kune na evro. Prav tako je depreciral srbski dinar iz 83,46 dinarja/evro z začetka obdobja na 94,78 na koncu obdobja. Depreciacija kune in dinarja za Hrvaško in Srbijo pomeni, da se je uvoz podražil in izvoz pocenil, kar poveča konkurenčnost teh dveh držav in njun neto izvoz se poveča.

Nasprotno pa se je zgodilo z makedonskim denarjem. Denar je v obdobju apreciral proti evru iz 61,88 denarja/evro na 61,26 denarja/evro. Apreciacija denarja proti evru pomeni cenejši uvoz za Makedonijo in dražji izvoz. Apreciacija denarja oziroma depreciracija evra proti denarju znižuje vrednost naložb slovenskih vzajemnih skladov v Makedoniji.

4.3.5 Sprememba davčne zakonodaje

Davčna zakonodaja se v vseh petih državah v preučevanem obdobju ni drastično spremenila oziroma davčne stopnje obdavčitve posameznikov in investicijskih družb so ostale nespremenjene.

Tveganje balkanskega trga se je v obdobju povečevalo tudi zaradi zmanjšanja posojil s strani zahodnoevropskih držav. Na padanje tečajev borznih indeksov pa vplivajo tudi slabi makroekonomski podatki. Srbija je povečala zunanjetrgovinski primanjkljaj, Bosna in Hercegovina je dosegla celo rekordni primanjkljaj pri 1,1 milijardi evrov. Poleg teh dveh držav pa se tudi na Hrvaškem hitro povečuje brezposelnost (Skladi, 2009).

Zaradi boljše preglednosti sprememb dejavnikov sistematičnega tveganje, sem spremembe strnila v spodnji tabeli.

Tabela 1: Spremembe dejavnikov tečajnega tveganja petih držav balkanskega trga v obdobju od marca 2008 do marca 2009

Država	Sprememba cen vrednostnih papirjev	Sprememba obrestne mere	Sprememba inflacije	Sprememba tečajev valut	Sprememba zakonodaje
Slovenija	-65% (SBI20)	-60%	+3,10%	/	Ni sprememb
Hrvaška	-85% (CROBEX)	+7%	-38%	Depreciacija 2,34%	Ni sprememb
Bosna in Hercegovina	-88% (SASX-10)	-7,14%	-32,4%	Ni sprememb	Ni sprememb
Srbija	-81% (BELEX15)	-4,51%	-15,5%	Depreciacija 13,6%	Ni sprememb
Makedonija	-82% (MBI10)	+7%	-88%	Apreciacija 1%	Ni sprememb

Viri: Ljubljanska borza, SURS, Izvozno okno, Banka Slovenije, Zagrebačka burza, Državni zavod za statistike Republike Hrvatske, Hrvatska narodna banka, Sarajevska berza-burza, Centralna banka Bosne i Hercegovine, Beogradska berza, Narodna banka Srbije, Makedonska berza.

4.4 Dejavniki sistematičnega tveganja na ruskem trgu

Gospodarska kriza je rusko gospodarstvo zelo prizadela. Večino ruskega izvoza predstavlja nafta in surovine, cene teh pa so se v času krize zelo znižale (Indirekt, 2009). V nadaljevanju so opisani dejavniki sistematičnega tveganja za rusko gospodarstvo.

4.4.1 Sprememba cen vrednostnih papirjev

Podobno kot pri balkanskih državah, so se spremenile tudi cene vrednostnih papirjev v Rusiji. Ruski borzni indeks RTSI, ki vlaga v največja podjetja ruskega trga, je v preučevanem obdobju izgubil okoli 66 odstotkov svoje vrednosti. To pomeni, da so se za toliko v povprečju zmanjšale naložbe slovenskih delniških skladov, ki vlagajo na ruski trg.

4.4.2 Sprememba obrestne mere

Ruska obrestna mera se je v preučevanem obdobju nekoliko zvišala. Marca 2008 je znašala 10,25 odstotkov, marca 2009 pa je zrasla na 13 odstotkov. Sprememba v obrestni meri torej znaša 26 odstotkov. Pričakovana stopnja donosa se je torej nekoliko znižala.

4.4.3 Sprememba inflacije

Rusija se spopada z visoko inflacijo. Kot velja za balkanske države, so tudi tu prisotna nihanja inflacije. Povprečna letna stopnja inflacije 2008 je znašala 14,1 odstotka, napoved za leto 2009 pa je malo nižja, in sicer 13,6 odstotka. Visoka inflacija pomeni nižjo vrednost naložb ob prodaji vrednostnih papirjev.

4.4.4 Sprememba tečaja valute

Ruski rubelj je od marca 2008 do marca 2009 izgubil na vrednosti. Marca 2008 je bil devizni tečaj 36,8995 rubljev/evro, marca 2009 pa je dosegel vrednost 44,6107 rubljev/evro, kar pomeni, da je v tem obdobju izgubil približno 20 odstotkov vrednosti. Za obrambo valute je Rusija sicer že januarja 2009 porabila več kot 100 milijard dolarjev, zaradi česar so se ji precej zmanjšale devizne rezerve (Indirekt, 2009). Devalvacija rublja je slaba za ruska podjetja, ki so se pred krizo zadolževala v tujini, največ v ameriških dolarjih. Nasprotno pa je šibkejši rubelj pozitiven za podjetja, ki so usmerjena v izvoz, največ na področju primarnih surovin (Ceereport, 2008).

4.4.5 Sprememba zakonodaje

Rusija ima dva zakona, ki opredeljujeta področje finančnih institucij in davkov, povezanih z vrednostnimi papirji. Prvi zakon se imenuje Zvezni zakon o delniških družbah, ki je bil zadnjič spremenjen leta 1995, torej v preučevanem obdobju ni doživel nobenih sprememb. Drugi zakon je Zvezni zakon o davku na posle z vrednostnimi papirji iz leta 1995, zadnjič pa je bil spremenjen leta 2001. Davčna zakonodaja se torej na preučevanem področju v preučevanem obdobju ni spreminjala.

Rusija spada med trge v razvoju, kar pa v času krize lahko prinese probleme. Eden takih problemov je slaba informacijska učinkovitost, kar lahko podcenjuje ali precenjuje vrednosti delnic na trgu. Drugi tak problem pa je slaba likvidnost trga. Struktura gospodarstva je zelo odvisna od cen nafte, plina in drugih industrijskih surovin. Sestava ruskega delniškega trga je skoncentrirana na podjetja iz omenjenih gospodarskih panog, in je zato zelo pod vplivom dobičkonosnosti in rasti teh dejavnosti, kot tudi gibanja cen energentov in surovin. Pri Rusiji je visoko tudi politično tveganje, zaradi česar je tveganje celotnega gospodarstva toliko večje. Ruski politični sistem se še vedno zelo vmešava v gospodarstvo, vlagatelje pa so prestrašili tudi z vojnimi posegi (Hieng, 2009).

Po mnenju upravljavcev premoženja in ekonomistov, bodo trgi v razvoju potrebovali več časa za normalizacijo gospodarstva kot razviti trgi, čeprav so razlike med samimi trgi v razvoju. Problem pri teh trgih je predvsem pomanjkanje likvidnosti, umik kapitala in recesija. Vendar pa, ko bo zmanjkalo zanimivih naložb na razvitih trgih, se bo denar zopet začel prelivati na trge v razvoju, kjer imajo potencial predvsem večja imena in močnejše ekonomije razvijajočih se trgov (Hren & Polanič, 2008).

Tabela 2: Sprememba dejavnikov sistematičnega tveganja v Rusiji v obdobju od marca 2008 do marca 2009

Država	Sprememba cen vrednostnih papirjev	Sprememba obrestne mere	Sprememba inflacije	Sprememba tečajev valut	Sprememba zakonodaje
Rusija	-66% (RTSI)	+26%	-3,5%	Devalvacija 20,9%	Ni sprememb

Vir: Ruska borza, Ruska centralna banka, The World Law Guide, Izvozno okno.

V tem poglavju so bili opisani dejavniki sistematičnega tveganja ter njihove spremembe na dveh trgih, balkanskem in ruskem. V naslednjem poglavju pa preučujem, kako so te spremembe vplivale na likvidnost vzajemnih skladov. Zanima me torej sprememba likvidnosti slovenskih delniških vzajemnih skladov, do katere je prišlo zaradi spremembe dejavnikov sistematičnega tveganja.

4.5 Sprememba tveganj slovenskih delniških vzajemnih skladov

To poglavje opisuje tveganja vzajemnih skladov ter kako se tveganja lahko povečajo ob spremenjenih dejavnikih sistematičnega tveganja in kako spremembe vplivajo na likvidnostno tveganje.

Manjša likvidnost skladov pomeni povečanje likvidnostnega tveganja naložb. Likvidnostno tveganje naložb pomeni, da finančnih instrumentov iz portfelja sklada ne bo mogoče pravočasno unovčiti ali pa jih bo mogoče unovčiti le po nižjih tečajih od tistih, po katerih so ovrednoteni v portfelju. Težave z likvidnostjo so lahko posledica omejene unovčljivosti samega finančnega instrumenta, ali pa nelikvidnosti trga, na katerem se z instrumentom trguje (Prospekt krovnega sklada KD krovni). Tveganje likvidnosti preučevanih skladov obstaja, saj za preučevane trge na splošno velja nižja likvidnost.

4.5.1 Tveganje spremembe cen vrednostnih papirjev

Tveganje spremembe cen vrednostnih papirjev se je v obdobju povečalo, saj so v povprečju vsi tečaji izgubili več kot polovico svoje vrednosti. S padanjem te vrednosti se zmanjšujejo sredstva skladov, ki so naložena v vrednostne papirje s padajočo vrednostjo. To posledično povečuje tveganost vzajemnih skladov, saj zmanjšuje njihovo likvidnost.

4.5.2 Tveganje spremembe obrestne mere

Višina obrestne mere vpliva na pričakovan donos vrednostnih papirjev. Nižja obrestna mera pospešuje delovanje gospodarstva in v danih razmerah bi bilo primerno, da se temeljna obrestna mera zniža, kar pa se ni zgodilo na vseh preučevanih trgih. Nižja obrestna mera povečuje pričakovan donos vrednostnih papirjev. Ker pa se na večini trgov ni občutno znižala, nekje se je celo povišala, se je obrestno tveganje povečalo. Zaradi tega se je povečalo tudi tveganje skladov.

4.5.3 Tveganje inflacije

Tveganje inflacije se zvišuje z višanjem inflacije, saj lahko pride do razvrednotenja naložb. Iz podatkov je razvidno, da je večina držav imela visoko deflacijo. Daljše deflacije oziroma padanje cen, povezujemo z gospodarskimi krizami. Tako kot visoka inflacija, tudi deflacija negativno vpliva na gospodarstvo, saj zaustavlja gospodarsko aktivnost. Čeprav deflacija neposredno naložb ne razvrednoti, pa dolgoročno vpliva na ohlajanje gospodarstva, zaradi česar se znižujejo tečaji vrednostnih papirjev. Tveganje inflacije torej ostaja med tveganji preučevanih vzajemnih skladov.

4.5.4 Tveganje spremembe tečajev valut

Tveganje spremembe tečajev valut obstaja pri naložbah vzajemnih skladov v tujino. Medtem ko je v času krize deprecijacija tuje valute glede na domačo pozitivna za tujo državo, pa je

apreciacija tista, ki znižuje vrednosti naložb domačih vzajemnih skladov v tujino. Nizko apreciacijo ima le ena država, Makedonija. Tveganje spremembe valute obstaja, vendar pa je to tveganje minimalno.

4.5.5 Politično tveganje

Tveganje spremembe zakonodaje vpliva na višino naložbe z višjim obdavčenjem ali spremembo pogojev poslovanja investicijskih družb. Vendar pa se v nobeni od držav zakonodaja ni bistveno spremenila, zato ostaja le minimalno tveganje spremembe zakonodaje.

Poleg teh tveganj sta na balkanskem in ruskem trgu prisotna deželno in politično tveganje. Deželno tveganje je potencialna finančna izguba, do katere pride zaradi makroekonomskega in/ali političnega položaja v državi. Politično tveganje spada med deželna tveganja, predstavlja pa vlagateljevo izpostavljenost do tveganja izgube zaradi vpliva države. Poleg tega je tu tudi tveganje suverenosti, kateremu so podvržene države v razvoju. Ta se pojavi, ko države ne poravnajo svojih obveznosti in se pri tem ni mogoče opreti na pravni sistem, ker je vlada »suverena« in izvaja svojo pravno avtoriteto (Samuelson & Nordhaus, 2002, str. 255).

Tveganje koncentracije je prisotno v vseh preučevanih vzajemnih skladih, saj imajo naložbeno politiko ozko opredeljeno na določeno geografsko območje. Ker naložbe niso razpršene, je ekonomski vpliv negativnih dejavnikov na donosnost teh skladov večji, kot bi bil, če bi bile razpršene. To tveganje je prisotno, saj so skladi z ozko usmerjenimi naložbami na balkanski in ruski trg v preučevanem obdobju izgubili več od povprečja vseh slovenskih vzajemnih skladov.

Tveganja so se torej povečala v slovenskih delniških vzajemnih skladih. V naslednjem poglavju pa me zanima, kako se je spremenila likvidnost, oziroma zmožnost prodaje naložb vzajemnih skladov zaradi teh povečanih tveganj.

5 LIKVIDNOST SLOVENSkih VZAJEMNIH SKLADOV

V tem poglavju je opisana likvidnost slovenskih delniških vzajemnih skladov, saj obstajajo dokazi, da so jim dejavniki sistematičnega tveganja zmanjšali likvidnost. To so skladi z naložbeno politiko usmerjeno na balkanski in ruski trg.

Kot je podano že v drugem poglavju, vzajemni sklad združuje premoženje večjega števila oseb, ki ga upravlja družba za upravljanje, z namenom oplemenititi zaupana sredstva. Likvidnost pa je možnost, da neko naložbo kadarkoli v kratkem času unovčimo, oziroma dobimo zanjo denar. Po slovenski zakonodaji je rok za izplačilo iz vzajemnega sklada 5 delovnih dni od prejema zahteve za izplačilo na družbi za upravljanje. DZU mora izplačila opraviti po vrstnem redu prejema zahtevkov.

Likvidnostno tveganje je tveganje, da vzajemni sklad zaradi omejene likvidnosti naložb na trgu vrednostnih papirjev s posamezno naložbo ne more trgovati, oziroma lahko z njo trguje le po občutno slabših pogojih od tistih, po katerih so te naložbe ovrednotene. Likvidnostno tveganje za vlagatelja v vzajemni sklad pomeni, da vlagatelj ne more v zakonsko predpisanih rokih vplačevati in zahtevati oziroma prejeti izplačila iz vzajemnega sklada (Abančna DZU Delniški Balkan, letno poročilo 2008).

Konec leta 2008 so slovenski borzni holdingi ostali že skoraj brez likvidnih sredstev, saj so za financiranje tekočih obveznosti že morali najemati nova, dražja posojila. V tem letu so cene delnic na vseh borzah, kot je to podano v poglavju 4, padle, kar je zmanjšalo kapital ob nespremenjenih dolgovih, zaradi česar se je izrazito poslabšala finančna slika številnih holdinških družb (Polanič & Cirman, 2008).

Zaradi slabšanja razmer na balkanskih trgih so skladi z naložbeno politiko na območje balkanskega trga izgubili znatno več od povprečja. Balkanska podjetja so se večinoma financirala s posojili, zdaj pa je problem refinanciranje posojil ter visoka zadolženost, kar ogroža njihov obstoj in posledično vpliva tudi na borzne padce. V povprečju so slovenski delniški vzajemni skladi z naložbeno politiko na Balkan izgubili 64,9 odstotka vrednosti v letu dni, kar je 22,6 odstotkov več od povprečja vseh delniških skladov. V prvih dveh mesecih letošnjega leta so izgubili 7,7 odstotkov več kot povprečje delniških skladov, le letošnja izguba je znašala 10,9 odstotkov (Polanič, 2009c).

5.1 Analiza likvidnosti

V tej točki je opisana likvidnosti vzajemnih skladov v smislu nezmožnosti prodaje vrednostnih papirjev na trgu. Ta likvidnost je odvisna od likvidnosti delnic, ki so v portfelju sklada, ter likvidnosti trga kapitala, na katerega vlaga vzajemni sklad.

5.1.1 Likvidnost delnic

5.1.1.1 Definicija likvidnosti delnice

Likvidnost delnice pomeni zmožnost nakupa ali prodaje določene delnice na določenem trgu. Likvidnost delnic merimo s povprečnim številom poslov, opravljenih v določenem obdobju. Višje število povprečnega števila poslov pomeni več trgovanja z določenimi delnicami v obdobju. Več kot se z neko delnico trguje, bolj je likvidna, število pa mora biti vedno večje od ena.

Dodaten kazalnik likvidnosti neke delnice je povprečni dnevni vrednostni obseg sklenjenih poslov, ki mora znašati enako ali več kot 2.000,00 evrov. Da je neka delnica likvidna, mora dosegati vsaj enega izmed teh dveh kriterijev, torej povprečno število poslov v obdobju mora biti več kot ena, ali povprečni dnevni vrednostni obseg več kot 2.000,00 evrov.

Bolj podroben kazalnik likvidnosti delnic pa je globina trga, ki se jo meri po CGT, oziroma celotni globini trga. Ta kazalnik nam pove, za koliko se spremeni cena vrednostnega papirja ob vnosu tržnega naročila v vrednosti 7.500,00 evrov. Vrednost celotna globine trga se meri in prikazuje v baznih točkah, kjer je 100 baznih točk enako enemu odstotku spremembe cene. Celotna globina trga mora znašati manj ali enako 1.000 baznih točk, kar pomeni, da se cena ob vnosu tržnega naročila ne sme spremeniti za več kot 10 odstotkov (Ljubljanska borza, 2009)

Poleg zgoraj naštetih kazalnikov, pa se tržno likvidnost delnice lahko izračuna tudi s kazalnikom tržne likvidnosti delnic. Enačba za ta kazalnik je:

$$\text{Tržna likvidnost delnice} = \text{letni promet} \times 100 / \text{tržna kapitalizacija}, \quad (2)$$

kjer tržna kapitalizacija pomeni skupno tržno vrednost vseh delnic podjetja in se jo izračuna

kot zmnožek števila delnic podjetja in tržno vrednostjo delnice (Mramor, 2000). Tržna kapitalizacija predstavlja mnenje investorjev o neto vrednosti družbe, ne glede na njene računovodske izkaze (Finančni slovar, 2000).

5.1.1.2 Sprememba likvidnosti delnic

Dva od načinov merjenja likvidnosti delnic sta povprečno število opravljenih poslov v nekem obdobju ter povprečni dnevni vrednostni obseg sklenjenih poslov. Zaradi različnih velikosti kapitalskih trgov preučevanih držav ter zaradi boljše preglednosti velikega obsega podatkov sem analizirala 15 delnic, ki so jih kupili vzajemni skladi z naložbeno politiko usmerjeno na balkanski in ruski trg v letu 2008, ter preučila odstotne spremembe teh dveh kazalcev.

V preučevanem obdobju se je povprečno število opravljenih poslov v vsakem mesecu vztrajno nižalo. Največji znižanji opravljenih poslov sta zabeležili Hrvaška in Rusija. Sledi Slovenija, z manjšim znižanjem, ter Srbija in Makedonija. Porast povprečnega števila opravljenih poslov pa je zabeležila Bosna in Hercegovina.

Povprečni dnevni vrednostni obseg poslov se je v vseh preučevanih državah prav tako znižal. Vrednostni obseg opravljenih poslov se je najbolj znižal v Sloveniji in Makedoniji. Zaradi zmanjšanja obeh kazalcev v preučevanem obdobju sklepam, da se je likvidnost delnic na splošno zmanjšala.

Čeprav 15 delnic ni reprezentativen vzorec portfelja vzajemnega sklada, pa se vse delnice pojavljajo v skoraj vseh portfeljih preučevanih skladov. Od preučevanih delnic je najbolj likvidna slovenska Krka, najmanj pa ruska Sberbank, s katero se tudi med preučevanimi delnicami največ dni ni trgovalo.

5.1.2 Likvidnost trga kapitala

5.1.2.1 Definicija likvidnosti trga

Likvidnost kapitalskega trga je definirana kot zmožnost trgovanja brez dodatnih stroškov ali vpliva na ceno vrednostnega papirja. Likvidnost trga ima časovno komponento (neodložljivost), je povezana s tržnimi stroški in ima vpliv na ceno vrednostnih papirjev. Tržna likvidnost je odvisna tudi od količine vrednostnih papirjev, s katerimi želimo trgovati.

Tržna likvidnost ima tri pomembne lastnosti: tesnost (tightness), prožnost (resiliency) in globino (depth). Tesnost se nanaša na odklone cen ob transakcijah od učinkovite cene. Kaže razsežnost cen med ponudbo in povpraševanjem, ki jo določi vzdrževalec likvidnosti. Prožnost kaže hitrost, ki jo potrebuje cena, da se po odklonu vrne na učinkovito raven. Za določitev hitrosti kazalec potrebuje oceno ravnotežne cene. Tretja lastnost, globina, pa pove količino sredstev, s katerimi lahko trgujemo pri trenutni ceni na trgu, brez vpliva na ceno. Kot mera globine trga se uporablja vpliv oziroma odstotna razlika v ceni ob določeni količini spremembe sredstev na trgu.

Za oceno likvidnosti trga kapitala ne obstaja ena sama enačba, lahko jo ocenimo glede na likvidnost vrednostnih papirjev na trgu. Seštevek likvidnosti vseh vrednostnih papirjev nam pove likvidnost trga. Likvidnost trga je tako lahko seštevek števila sklenjenih poslov v obdobju, vrednostni obseg poslov ali tržna kapitalizacija (Deželan, 2001).

5.1.2.2 Sprememba likvidnosti kapitalskih trgov

Likvidnost kapitalskega trga je torej odvisna od likvidnosti delnic, s katerimi se na trgu trguje. Likvidnosti petnajstih delnic, ki so preučevane, so se v preučevanem obdobju zmanjšale. Kazalec, ki je uporabljen za preučevanje likvidnosti kapitalskih trgov, je povprečni dnevni vrednostni obseg sklenjenih poslov na trgu po mesecih. Manjši kot je kazalec, manjša je likvidnost.

Povprečni dnevni vrednostni obseg se je na vseh preučevanih kapitalskih trgih, torej Slovenije, Hrvaške, Bosne in Hercegovine, Srbije, Makedonije ter Rusije, v preučevanem obdobju zmanjševal. Največji padec vrednosti dnevnega obsega sklenjenih poslov je zabeležila Rusija, in sicer 87 odstotkov. Srbija in Makedonija sta v obdobju izgubili malo več kot 60 odstotkov vrednosti, Slovenija 54 odstotkov, ter Hrvaška 45 odstotkov. Največja nihanja pa je v preučevanem obdobju imela Bosna in Hercegovina, v povprečju pa je izgubila le 13 odstotkov vrednostnega obsega sklenjenih poslov.

Kazalec, ki pokaže upadanje trgovanja na kapitalnem trgu je nižanje vrednosti borznega indeksa države. Borzni indeksi vseh preučevanih držav so se v obdobju znižali za več kot 60 odstotkov. Borzni indeksi kažejo splošno gibanje cen delnic na borzi. Nižanje vrednosti dnevnega obsega sklenjenih poslov in nižanje vrednosti borznih indeksov kažeta zaostrovanje razmer na trgu in manjšo likvidnost kapitalskega trga.

5.2 Sprememba likvidnosti skladov

Likvidnost vzajemnih skladov v smislu nezmožnosti prodaje vrednostnih papirjev se je v preučevanem obdobju zmanjšala. Manjša likvidnost delnic kot tudi manj likvidni kapitalski trgi otežujejo vzajemnim skladom, da hitro oziroma v kratkem roku prodajo svoje naložbe, zaradi česar se poveča tveganje vlagateljev, da ne bodo dobili izplačanih investicijskih kuponov takrat, ko bi jih želeli prodati. Če pa bi skladi želeli vseeno kupiti kupone v kratkem času, bi zaradi manj likvidnega trga svoje naložbe lahko prodali le ob zmanjšani ceni naložb.

Likvidnost sklada pa se zmanjša tudi s spremembo tečajev valut, na katere se glasijo naložbe vzajemnih skladov. Ko tuja valuta aprecira, oziroma domača valuta deprecira, se zmanjša vrednost naložb vzajemnega sklada. Ne glede na to, kakšno vrednost domače valute sklad naloži v tujo valuto, je devizni tečaj tisti, ki na dan izplačila določi vrednost naložbe.

Likvidnost vzajemnega sklada pa se lahko spremeni tudi zaradi drugih dejavnikov. Eden takih je dvig vlog varčevalcev. Ob hitrem padanju vrednosti vrednostnih papirjev in ob velikem izplačevanju naloženih sredstev, lahko vzajemni sklad izgubi dobršen del likvidnosti. Od meseca novembra 2008 se je kazal trend izplačil iz vzajemnih skladov. Brez upoštevanja vpliva preoblikovanja nekaterih družb, je le do decembra izstopilo 15.000 slovenskih vlagateljev. Zaradi izplačil vlagateljem so se likvidna sredstva vzajemnim skladom zmanjšala (Polanič, 2008b).

Likvidnost vzajemnih skladov se je zmanjšala zaradi zmanjšane obsega trgovanja z delnicami ter na kapitalnih trgih na splošno. V naslednjem poglavju pa me zanima, ali zmanjšana likvidnost v smislu nezmožnosti hitre prodaje naložb vzajemnega sklada zmanjšuje likvidnost oziroma zmožnost izplačila vlagateljev.

6 TVEGANOST VZAJEMNIH SKLADOV Z VIDIKA VLAGATELJEV

Zaradi nekaterih povečanih tveganj slovenskih delniških vzajemnih skladov z naložbeno politiko na Balkan in v Rusijo, se poveča tveganje teh skladov, da postanejo plačilno nesposobna, oziroma, da ne bodo mogla izplačati svojih vlagateljev. Zanimajo me spremembe na teh trgih, ki bi lahko privedle do take situacije, da vlagatelji ne bodo dobili vrnjenih svojih vložkov. Z drugimi besedami, prva poglavja preučujejo likvidnost vzajemnih skladov za prodajo svojih naložb, to poglavje pa preučuje likvidnost oziroma zmožnost izplačila svojih vlagateljev.

Do nezmožnosti izplačila vlagateljev lahko pride z nadaljnjim poslabševanjem razmer na trgih, torej s povečevanjem sistematičnega tveganja. Kot je že povedano v prejšnjih poglavjih, bodo trgi v razvoju, kamor spadata Balkan in Rusija, potrebovali več časa za okrevanje. Trga lahko postaneta nelikvidna zaradi večjih ustavitvev posojil s strani razvitejših držav. Nelikvidnost trga bi se prenesla na nelikvidnost skladov in tako ti ne bi mogli več izplačati vlagateljev.

Prav tako je trend sprememb tečajev vrednostnih papirjev nepredvidljiv. Ob nadaljevanju padanja te vrednosti bi se še bolj zmanjšala sredstva vzajemnih skladov, kar pa posledično lahko privede do nelikvidnosti sklada. Poleg teh tveganj je v obravnavanih trgih vedno prisotno tveganje spremembe zakonodaje in politično tveganje.

6.1 Pojav »norost množice«

Ta tveganja so prisotna na trgih, v katerih imajo skladi naložbe. Obstaja pa tudi tveganje, ki je prisotno na domačem trgu. Čeprav naj bi veljalo, da vlagatelji na naložbe gledajo objektivno, pa se vidik zaradi različnih razlogov lahko spremeni in vlagatelji reagirajo čustveno. Izraz za ta pojav je *The Madness of Crowds* oziroma norost množice. Značilno za množico vlagateljev je, da kupujejo vrednostne papirje ko tem vrednost raste, in prodajajo ko vrednost pada. Ko cena vrednostnih papirjev začne rasti, se povpraševanje po njih poveča, kar dodatno potisne cene navzgor.

Ko cene vrednostnih papirjev začnejo padati, se množica vlagateljev lahko odzove intuitivno in v kratkem času zahtevajo izplačila. Zaradi tega lahko tako banke kot skladi hitro ostanejo brez likvidnih sredstev, torej so nezmožna izplačati vse vlagatelje (Rugg, 1986). Ker pa ima sklad lahko naložena sredstva tudi v manj likvidnih vrednostnih papirjih, taka situacija lahko privede do tega, da ostane na kratek rok nelikviden.

Slovenski delniški vzajemni skladi so v preučevanem obdobju zaznali več izstopov iz skladov kot vstopov. Po podatkih, objavljenih na spletni strani Agencije za trg vrednostnih papirjev, se je število vlagateljev v preučevanem obdobju, torej od marca 2008 do marca 2009, zmanjševalo. Izjemi sta mesec september in oktober 2008, ko se je število vlagateljev povečalo zaradi preoblikovanja treh investicijskih družb v vzajemne sklade, in sicer Infond, Infond 1 ter Maksima (Polanič, 2008b). Podatki o številu vlagateljev so zaradi boljše preglednosti predstavljeni v spodnji tabeli in grafikonu.

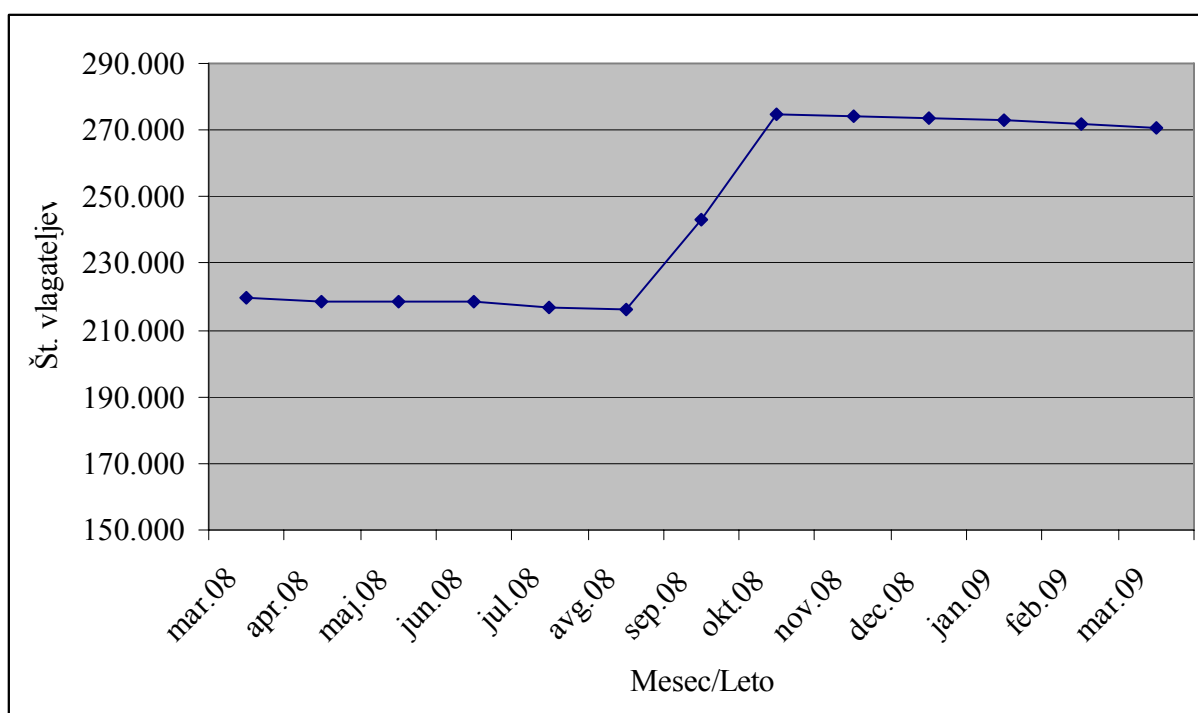
Tabela 3: Število vlagateljev s slovenskih delniških vzajemnih skladih v obdobju od marca 2008 do marca 2009

Mesec/Leto	Mar.08	Apr.08	Maj.08	Jun.08	Jul.08	Avg.08	Sep.08
Število vlagateljev	219.836	218.435	218.761	218.303	216.624	216.023	242.946

Mesec/Leto	Okt.08	Nov.08	Dec.08	Jan.09	Feb.09	Mar.09
Število vlagateljev	274.928	273.905	273.385	272.795	271.870	270.682

Vir: Agencija za trg vrednostnih papirjev.

Slika 1: Sprememba števila vlagateljev v slovenskih delniških vzajemnih skladih v obdobju od marca 2008 do marca 2009



Vir: Agencija za trg vrednostnih papirjev.

Kot je razvidno iz Slike 3, se je število vlagateljev v vseh mesecih, razen mesecev september in oktober, zmanjševalo. Razlog bi lahko bil nezaupanje in strah vlagateljev, vendar pa se naval množice ni zgodil, kar pomeni, da ni bilo velikega odliva vlagateljev iz slovenskih delniških skladov v preučevanem obdobju.

Do navala pa najverjetneje tudi v prihodnosti ne bo prišlo. Klub temu, da se je tveganost skladov povečala v preučevanem obdobju, pa se razmere očitno ne bodo drastično poslabšale. Rusko gospodarstvo naj bi že kazalo pozitivne rasti v avgustu 2009, najbolj zaradi višanja cen nafte, od katerih je to gospodarstvo v veliki meri odvisno (Vzajemci: Rusija izstopa iz recesije, 2009). Čeprav balkanski trgi še ne kažejo okrevanja, je pričakovati, da bodo sledili razvitim državam, pri katerih pa se okrevanje že kaže.

SKLEP

Gospodarska kriza pomeni upočasnjevanje gospodarstva, zmanjševanje glavnih ekonomskih agregatov ter slabšanje ekonomskih napovedi. Ta dejstva povečujejo sistematično, oziroma tržno tveganje. To je tveganje, ki je dano samemu trgu in nanj tako podjetja kot posamezniki nimajo vpliva.

Dejavniki sistematičnega tveganja so sprememba cen vrednostnih papirjev, sprememba obrestne mere in inflacije, sprememba tečajev valut ter sprememba zakonodaje. Ob poslabšanju teh dejavnikov se poveča sistematično tveganje nekega trga. Na preučevanih trgih, to sta Balkan in Rusija, so se ti dejavniki v obdobju od marca 2008 do marca 2009 poslabšali, zaradi česar se je sistematično tveganje povečalo.

Slovenski delniški vzajemni skladi, ki vlagajo na trga Balkana in Rusije, so se spopadali z višjimi tveganji kot skladi z drugačno naložbeno politiko. Povečanje vseh tveganj vzajemnih skladov pa zmanjšuje likvidnost sklada, torej poveča tveganje, da sklad svojih sredstev ne bo mogel pretvoriti v denar v kratkem času. Povečano sistematično tveganje torej zmanjšuje likvidnost skladov.

Sprememba likvidnosti skladov se kaže s spremembo likvidnosti delnic, ki so v portfeljih skladov, in s spremembo likvidnosti kapitalskih trgov, kateri so v njihovih naložbenih politikah. Likvidnosti delnic so se v preučevanem obdobju zmanjšale, posledično so se zmanjšale tudi likvidnosti kapitalskih trgov. Zaradi teh zmanjšanih likvidnosti, se je zmanjšala likvidnost skladov v smislu nezmožnosti prodaje svojih naložb.

Zaradi teh povečanih tveganj, zmanjšane likvidnosti in slabih napovedih za prihodnost, so vlagatelji v teh skladih zahtevali izplačila. Povečalo se je torej tveganje likvidnosti skladov do poravnave svojih obveznosti do vlagateljev. Čeprav so se izplačila v preučevanem obdobju povečala, do navala na vzajemne sklade ni prišlo. To pomeni, da je relativno nizko število vlagateljev zahtevalo izplačilo skozi celotno preučevano obdobje. Likvidnost skladov do vlagateljev zaradi tega ni bila resno ogrožena.

Kljub izboljševanju ekonomskih agregatov v sredini leta 2009, nekateri ekonomisti še ne vidijo konca krize. Vendar pa so zaradi tega izboljševanja bolj optimistične tudi napovedi, kar vrača zaupanje vlagateljev v kapitalski trg. Naval množice na vzajemne sklade pa je z optimističnimi napovedmi vse manj verjeten.

Skozi raziskavo v diplomskem delu sem dosegla prvotno zastavljene cilje dela. Učinek krize na delniške sklade se je skozi sistematično tveganje povečal. Posledice krize, kot je nižja vrednost naložb in manjše število vlagateljev, bodo vidne še nekaj časa, vsaj skozi pot okrevanja gospodarstev.

Poleg doseženih ciljev dela, se je skozi raziskavo potrdila tudi hipoteza dela. Likvidnost, v smislu nezmožnosti prodaje vrednostnih papirjev, se je v slovenskih delniških vzajemnih skladih zmanjšala. Na to likvidnost vplivajo dejavniki sistematičnega tveganja, ki so se v preučevanem obdobju poslabšali. Nižja likvidnost povečuje tveganost skladov, da v zakonsko določenem roku ne morejo izplačati svojih vlagateljev.

LITERARURA IN VIRI

- 1 *Abančna DZU Delniški Balkan, letno poročilo 2008.* Najdeno 4. avgusta 2009 na spletnem naslovu http://vzajemci.com/images/Vzajemci/factsheeti/letno_porocilo_2008/381_letno_porocilo_2008.pdf
- 2 *Aktualni pregled kapitalskega trga v Srednji in Vzhodni Evropi ceereport* (december 2008). Najdeno 3. avgusta 2009 na spletnem naslovu http://www.raiffeisen.si/uploads/market_reports/cee_report_01_09.pdf
- 3 *Arhiv vrednosti VP in indeksov.* Najdeno 31. julija 2009 na spletnih naslovih <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?sid=FOoXEgmGW6cw0Hsl&doc=1298&date1=01.03.2008&date2=31.12.2008&SecurityId=AB07&IndexOrSecurity=%24SBI20&x=30&y=9> in <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?sid=FOoXEgmGW6cw0Hsl&doc=1298&date1=01.01.2009&date2=31.03.2009&SecurityId=AB07&IndexOrSecurity=%24SBI20&x=19&y=0>
- 4 *Beogradska berza (BELEX15).* Najdeno 31. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.belex.rs/>
- 5 *Definicije vzajemnega sklada, delniškega sklada in vrednosti točke premoženja.* Najdeno 17. aprila 2009 na spletnem naslovu http://vzajemci.com/vz_slovar.php
- 6 *Devizni tečaj bosanske konvertibilne marke.* Najdeno 31. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.cbbh.ba/index.php?id=4&year>
- 7 *Devizni tečaj hrvaške kune.* Najdeno 31. julija na spletnem naslovu <http://www.hnb.hr/tecajn/htecajn.htm>
- 8 *Devizni tečaj makedonskega denarja.* Najdeno 31. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.bsi.si/podatki/eksot-tec.asp?MapaId=1231>
- 9 *Devizni tečaj ruskega rublja.* Najdeno 3. avgusta 2009 na spletnem naslovu <http://www.cbr.ru/eng/publ/BBS/Bbs0903e.pdf>
- 10 *Devizni tečaj srbskega dinarja.* Najdeno 31. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.nbs.rs/internet/latinica/scripts/kl.html>
- 11 Deželan, S. (2001). *The Impact of Institutional Investors on Equity Markets and Their Liquidity.* Amsterdam: Timbergen Institute Research series.
- 12 *Državni zavod za statistiku Republike Hrvatske.* Najdeno 31. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.dzs.hr/>
- 13 *Finančni slovar.* Najdeno 25. septembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.financnislovar.com/definicije/trzna-kapitalizacija.html>
- 14 Gallinger, G.W. & Healey, P.B. (1991). *Liquidity analysis and management.* Addison-Wesley Publishing Company, Inc.

- 15 Hieng, Ž. (2009, 6. julij). *Vzhodna Evropa kot naložbena destinacija – priložnosti in tveganja*. KD Finančna točka. Najdeno 3. avgusta 2009 na spletnem naslovu <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=12913>
- 16 Hren, B. & Polanič M. (2008, 5. november). Trgi v razvoju bodo počasneje okrevali. *Dnevnik*, str. 25.
- 17 *Izvleček prospekta vzajemnega sklada Perspektiva: BalkanStox*. Najdeno 25. junija 2009 na spletnem naslovu http://beta.financna-tocka.si/files/PEBS/09_06_04_Izvlecek_prospekta_P-BS_cistopis-1240228390.pdf
- 18 Keown, A.J., Martin, J.D., Petty, J.W. & Scott, D.F. (2005). *Financial Management: Principles and Applications* (10th ed.) New Jersey: Pearson Education International, Inc.
- 19 *Ključna obrestna mera Evropske centralne banke*. Najdeno 27. septembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/stats/monetary/rates/html/index.en.html>
- 20 Madura, J. (2006). *Financial markets and institutions* (7th ed.). Mason Ohio: Thomson/South-Western
- 21 Madura, J. (2007). *Personal finance* (3rd ed.). Boston: Pearson Education International, Inc.
- 22 *Makedonska berza* (MBI10). Najdeno 31. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.mse.org.mk/Indicies.aspx?Index=MBI10>
- 23 Milič, M. (2009, april). Ole, skok na borzi! Kako naprej? *Moje finance*, 4, 7-12.
- 24 Mramor, D. (1993). *Uvod v poslovne finance*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
- 25 Mramor, D. (2000). *Trg kapitala v Sloveniji: prikazi, analize, mnenja*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
- 26 *Obrestna mera Rusije*. Najdeno 3. avgusta 2009 na spletnem naslovu <http://www.tradingeconomics.com/Economics/Interest-Rate.aspx?Symbol=RUB>
- 27 Polanič, M & Cirman, P. (2008, 25. november). Holdingi že skoraj brez likvidnih sredstev. *Dnevnik*, str.19.
- 28 Polanič, M. (2008a, 18.november). V dveh mesecih iz domačih skladov pobrali 130 milijonov evrov. *Dnevnik*, str.19.
- 29 Polanič, M. (2008b, 16.december). Domači vzajemni skladi letos že ob 1,3 milijarde. *Dnevnik*, str. 22.
- 30 Polanič, M. (2009a, 19.januar). Vlagatelji v domačih skladih ob več kot 1,2 milijarde evrov. *Dnevnik*, str.17.

- 31 Polanič, M. (2009b, 17.marec). Pozitivni prilivi v vzajemne sklade. *Dnevnik*, str. 22.
- 32 Polanič, M. (2009c, 25. februar). Balkanske borze padle na nove najnižje vrednosti. *Dnevnik*, str. 24.
- 33 *Portal tržišta kapitala BiH* (SASX-10). Najdeno 31. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.capitalmarket.ba/TRGOVANJE/IndeksSASX10/tabid/163/jezik/hr-HR/Default.aspx>
- 34 *Pregled trgovine u 2008. godini*. Najdeno 31. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.zse.hr/UserDocsImages/reports/ZSE-2008.pdf>
- 35 *Prospekt krovnega sklada KD Krovni sklad*. Najdeno 7. avgusta 2009 na spletnem naslovu <http://beta.financna-tocka.si/files/KDGA/1240583144-1240835312.pdf>
- 36 *Prospekt krovnega sklada Krovni sklad Abančna DZU* (2009, 20. februar). Najdeno 8. avgusta 2009 na spletnem naslovu <http://www.abancna-dzu.si/sys/cmspage.aspx?MapaId=36405>
- 37 Pust, B. (2009a, 14.januar). Skladi v letu borznega potopa. *Denar & Svet nepremičnin*, 1, str. 21.
- 38 Pust, B. (2009b, 14.januar). Skladi v letu borznega potopa. *Denar&Svet nepremičnin*, str. 21.
- 39 Register predpisov Republike Slovenije. Najdeno 3. septembra 2009 na spletnem naslovu <http://zakonodaja.gov.si/>
- 40 *Rubelj na najnižji ravni v zadnjih 11 letih* (29.1.2009). Najdeno 3. avgusta 2009 na spletnem naslovu http://www.indirekt.si/novice/svet/rubelj_na_najnizji_ravni_v_zadnjih_11_letih/122107
- 41 Rugg, D.D. (1986). *Mutual funds* (3rd ed.). Illinois: Dow Jones-Irwin.
- 42 *Rusija izstopa iz recesije* (2009, 24. avgust). Najdeno 25. avgusta 2009 na spletnem naslovu http://vzajemci.com/vz_article.php?ArticleID=19249
- 43 *Ruska borza* (RTSI). Najdeno 2. avgusta 2009 na spletnem naslovu <http://www.rts.ru/en/index/stat/dailyhistory.html?code=RTSI>
- 44 *Ruska zakonodaja*. Najdeno 3. avgusta 2009 na spletnem naslovu <http://www.lexadin.nl/wlg/legis/nofr/oeur/lxwerus.htm>
- 45 Samuelson, P.A. & Nordhaus, W.D. (2002). *Ekonomija*. Zagreb: GV Založba.
- 46 *Sestava premoženja delniških vzajemnih skladov* (marec 2009). Najdeno 14. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://www.a-tvp.si/Documents/Delni%C5%A1kiVS.pdf>

- 47 *Sestava premoženja delniških vzajemnih skladov*. Najdeno 17. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://www.a-tvp.si/Documents/delni%C5%A1ki.pdf>
- 48 *Statistični indikatorji Bosne in Hercegovine*. Najdeno 31. julija 2009 na spletnem naslovu http://www.izvoznookno.si/podatki/bih/statisticni_indikatorji/
- 49 *Statistični indikatorji Makedonije*. Najdeno 31. julija 2009 na spletnem naslovu http://www.izvoznookno.si/podatki/mkd/statisticni_indikatorji/
- 50 *Statistični indikatorji Srbije*. Najdeno 31. julija 2009 na spletnem naslovu http://www.izvoznookno.si/podatki/srb/statisticni_indikatorji/
- 51 *Stopnja inflacije Bosne in Hercegovine*. Najdeno 7. avgusta 2009 na spletnem naslovu <http://cbbh.ba/index.php?id=622> in http://www.izvoznookno.si/podatki/bih/statisticni_indikatorji/
- 52 *Stopnja inflacije na Hrvaškem*. Najdeno 7. avgusta 2009 na spletnih naslovih <http://www.hnb.hr/statistika/hstatistika.htm> in <http://www.hnb.hr/publikac/bilten/informacija/htromjesečno.pdf>
- 53 *Stopnja inflacije v Rusiji*. Najdeno 7. avgusta 2009 na spletnem naslovu http://www.izvoznookno.si/podatki/rus/statisticni_indikatorji/
- 54 *Stopnja inflacije v Sloveniji*. Najdeno 7. avgusta 2009 na spletnem naslovu http://www.stat.si/indikatorji_preracun_inflacija.asp
- 55 Štiblar, F. (2008). *Svetovna kriza in slovinci: kako jo preživeti*. Ljubljana: ZRC SAZU
- 56 *Valutna kriza na Vzhodu* (Skladi, 2009). Najdeno 1. avgusta 2009 na spletnem naslovu <http://www.skladi.com/novice.php?novica=777>
- 57 Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (uradno prečiščeno besedilo ZISDU1-UPB1) (2005). *Uradni list RS*. (Št. 26/2005, 15.3.2005).
- 58 Zakon o spremembah in dopolnitvah Zakona o bančništvu (Zban-1c) (2009). *Uradni list RS*. (Št. 19/2009, 13.3.2009).
- 59 Zakon o spremembah in dopolnitvah Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1B). (2007). *Uradni list RS*. (Št. 92/2007, 10.10.2007).