

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**ALTERNATIVNE NALOŽBE: SUBSTITUT ALI KOMPLEMENT  
TRADICIONALNIM OBLIKAM NALOŽB?**

Ljubljana, maj 2008

ALEŠ ANŽLOVAR

## **IZJAVA**

Študent Aleš Anžlovar izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Aleša Berka Skoka, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 5.5. 2008

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

# KAZALO

<b>1. UVOD</b> .....	1
<b>2. OPREDELITEV ALTERNATIVNIH NALOŽB</b> .....	2
2.1. DEFINICIJA ALTERNATIVNIH NALOŽB.....	2
2.2. VRSTE ALTERNATIVNIH NALOŽB.....	2
2.3. ZGODOVINA IN RAZVOJ DEJAVNOSTI.....	3
2.4. RAZŠIRJENOST, OBSEG IN POMEN DEJAVNOSTI .....	4
<b>3. ANALIZA ALTERNATIVNIH NALOŽB</b> .....	6
3.1. TEHNIKE INVESTIRANJA .....	6
3.1.1. Nekrita prodaja.....	7
3.1.2. Varovanje pred tveganjem .....	8
3.1.3. Finančni vzvod .....	9
3.1.4. Arbitraža.....	10
3.1.5. Izvedeni finančni instrumenti.....	11
3.2. STRATEGIJE INVESTIRANJA .....	12
3.2.1. Strategije relativne vrednosti.....	12
3.2.2. Dogodkovne strategije.....	13
3.2.3. Oportunistične strategije .....	13
3.2.4. Preostale strategije.....	14
3.2.5. Uspešnost strategij.....	14
3.2.6. Delež strategij v premoženjih vlagateljev .....	16
3.3. PREDNOSTI ALTERNATIVNIH NALOŽB .....	16
3.3.1. Možnost povečanih donosov .....	16
3.3.2. Povečana razpršitev sredstev.....	17
3.3.3. Zmanjšana odvisnost od tržnih nihanj.....	18
3.3.4. Druge prednosti.....	18
<b>4. VKLJUČEVANJE ALTERNATIVNIH NALOŽB V PREMOŽENJE VLAGATELJA</b> .....	19
4.1. TEORIJA OPTIMIZACIJE PREMOŽENJA.....	19
4.2. POSLEDICE VKLJUČEVANJA POSAMEZNE VRSTE ALTERNATIVNE NALOŽBE V PREMOŽENJE .....	24
4.2.1. Vključitev hedge sklada v premoženje.....	24
4.2.2. Vključitev skladov privatnega kapitala v premoženje .....	27
4.2.3. Vključitev nepremičnin v premoženje .....	30
4.2.4. Vključitev blaga v premoženje.....	33
4.2.5. Vključitev skladov terminskih pogodb v premoženje.....	36

4.3. SESTAVA PREMOŽENJA Z RAZLIČNIMI DELEŽI IN SESTAVO ALTERNATIVNIH OBLIK NALOŽB .....	38
4.3.1. Premoženje, sestavljeno iz izključno tradicionalnih naložb.....	38
4.3.2. Premoženje, sestavljeno iz "optimalnega" deleža alternativnih naložb .....	39
4.3.3. Premoženje, sestavljeno iz izključno alternativnih naložb.....	42
4.4. PRIMER MODELA POSTOPKA VKLJUČEVANJA ALTERNATIVNIH NALOŽB V PREMOŽENJE NEPROFITNE IZOBRAŽEVALNE USTANOVE.....	43
4.4.1. Izbira.....	44
4.4.2. Opazovanje.....	44
4.4.3. Ocenjevanje.....	46
4.4.4. Poročanje.....	46
<b>5. KRITIKA IN ZADRŽKI PRI VKLJUČEVANJU ALTERNATIVNIH NALOŽB V PREMOŽENJE .....</b>	<b>46</b>
5.1. SLABOSTI.....	46
5.1.1. Zmanjšana likvidnost .....	46
5.1.2. Provizije .....	47
5.1.3. Davki .....	48
5.1.4. Nezavarovanost naložb ter povečano tveganje .....	48
5.1.5. Neredno in netočno ocenjevanje vrednosti naložb.....	48
5.1.6. Druge slabosti.....	49
5.2. ZADRŽKI PRI VKLJUČEVANJU ALTERNATIVNIH NALOŽB V PREMOŽENJE.....	50
<b>6. SKLEP.....</b>	<b>52</b>
<b>LITERATURA .....</b>	<b>54</b>
<b>VIRI.....</b>	<b>55</b>

# 1. UVOD

Alternativne oblike naložb so relativno heterogena skupina naložb, katerih pomen in predvsem obseg vloženih sredstev sta v zadnjih dvajsetih letih rasli z veliko hitrostjo. Vzrok za ta trend gre iskati predvsem v občasno padajočih trendih tradicionalnih oblik naložb in krizah globalnih trgov. V času takih pojavov vlagatelji iščejo alternativne vire doseganja primernih donosov. Prav zgoraj omenjena heterogenost, dinamičnost in relativno kratka prisotnost dejavnosti (prvi hedge sklad je ustanovil Alfred Winslow Jones leta 1949) pa pojasnjujejo tudi odsotnost enotne definicije. Tako so se strokovnjaki »zadovoljili« z razlago, da v kategorijo alternativnih naložb spadajo naložbe, ki zahtevajo aktivno upravljanje in znanje o finančnih trgih in inštrumentih. Pri svojem poslovanju in doseganju ciljev alternativne oblike naložb uporabljajo edinstvene tehnike in strategije investiranja, ki s seboj prinašajo edinstvene prednosti, kakor tudi slabosti.

Namen diplomskega dela je predstaviti alternativne oblike naložb in skozi primere skrajnih premoženj ter vključevanja posameznih oblik alternativnih naložb v premoženja ugotoviti vlogo alternativnih naložb v primerjavi s tradicionalnimi oblikami naložb. Ugotavljal sem ali edinstvene lastnosti in način poslovanja alternativnih oblik naložb omejujejo njihovo uporabo ali pa so enakovredna zamenjava za tradicionalne naložbe.

V drugem poglavju sem predstavil alternativne naložbe. To vključuje definiranje le-teh, njihovo razdelitev, ciklični razvoj dejavnosti in prikaz povečevanja pomena. Tretje poglavje je posvečeno analizi alternativnih oblik naložb. Podrobnejše so predstavljene tehnike investiranja, ki jih uporabljajo upravitelji alternativnih naložb za doseganje naložbenih ciljev. V nadaljevanju so po kategorijah predstavljene tudi strategije, ki so edinstvene za alternativne oblike naložb. Na koncu so predstavljene še prednosti alternativnih naložb v primerjavi s tradicionalnimi naložbami. Četrto poglavje je bistven del diplomskega dela in vsebuje predstavitev teorije optimizacije premoženja, kar v nadaljevanju omogoča razumevanje posledic vključevanja posameznih vrst alternativnih naložb v premoženje. Del poglavja je posvečen predstavitvi dveh skrajnih premoženj (tradicionalnega in alternativnega) in premoženja z »optimalnim« deležem alternativnih naložb v premoženju.

Na koncu je podan tudi primer modela vključevanja alternativnih naložb v premoženje za neprofitne izobraževalne ustanove, ki jim pomaga ustvariti postopke, s katerimi si olajšajo izbiro in nadzor nad alternativnimi naložbami v njihovem premoženju.

V petem poglavju je predstavljena temna plat alternativnih naložb, ki vključuje glavne slabosti, ki le-te spremljajo. Poleg tega so podane tudi omejitve, zahteve in skrita tveganja, ki jih prinaša investiranje v alternativne naložbe. Zaradi nepogoste uporabe slovenskih izrazov za določene termine je kot priloga dodan tudi slovarček tujih izrazov.

## **2. OPREDELITEV ALTERNATIVNIH NALOŽB**

### **2.1. DEFINICIJA ALTERNATIVNIH NALOŽB**

Alternativne naložbe so kategorija sredstev, ki jih označujejo kompleksni, nelikvidni in netočno ocenjeni vrednostni papirji. Informacije o lastnini in sofisticirane investicijske strategije ponujajo možnost višjih donosov kot tradicionalne oblike naložb (Frequently Used Terms, 2007).

Alternativne naložbe so profesionalno upravljana sredstva, ki imajo nizko korelacijo s tradicionalnimi oblikami naložb (Attalus Capital Glossary, 2007).

Alternativne naložbe vključujejo: blago, hedge sklade (ali strategije absolutnega donosa), nepremičninske sklade, sklade privatnega kapitala in sklade tveganega kapitala. Imeli naj bi nizko korelacijo s tradicionalnimi oblikami naložbe. Vendar pa zaradi hitro spreminjajočega okolja ta definicija že v tem trenutku ni več popolnoma primerna in se s časom spreminja (Wikipedia, 2007).

Za alternativne naložbe torej obstaja mnogo opredelitev, ki z različno podrobnostjo definirajo to dejavnost. Zaradi odsotnosti enotne definicije nekateri avtorji opredeljujejo alternativne oblike naložb kot to, kar niso; torej naložbe v delnice, obveznice, tradicionalne investicijske sklade in druge vrednostne papirje. Alternativne naložbe torej niso naložbe v vrednostne papirje s katerimi javno trgujemo. Lahko tudi rečemo, da so alternativne naložbe tiste naložbe, katerih upravljanje zahteva aktiven pristop, pogojen z znanjem o trgih in finančnih instrumentih ter so zaradi svoje zapletenosti in strukture neprimerne za povprečnega vlagatelja. Naložbe v zasebna podjetja, nove tehnologije in različni finančni inštrumenti so primer naložb, ki jih lahko uvrščamo v alternativne oblike naložb. Ugotovimo lahko tudi, da kljub pomanjkanju enotne definicije alternativne naložbe izpolnjujejo pogoje za uvrstitev v samostojen naložbeni razred<sup>1</sup>.

### **2.2. VRSTE ALTERNATIVNIH NALOŽB**

Na splošno lahko alternativne naložbe razdelimo na alternativna sredstva in alternativne strategije. Večina avtorjev, upraviteljev in svetovalnih družb pod pojmom alternativne naložbe razume alternativna sredstva ali pa skupek alternativnih sredstev in strategij. Med alternativna sredstva uvrščamo (Schneewis, Karavas, Georgiev, 2002, str. 2):

- hedge sklade,
- sklade privatnega kapitala,
- nepremičninske sklade,

---

<sup>1</sup> Naložbeni razred je skupina naložb s enakimi lastnostmi, ki na določenem trgu reagirajo na podoben način in so podvržene istim pravilom in regulaciji.

- sklade terminskih pogodb,
- denarne sklade,
- blago (plin, nafta, minerali, dragi kamni, vrhunska vina, umetnine, starine itd.),
- druga alternativna sredstva.

Med alternativne strategije (več o strategijah v poglavju 3.2., str. 10) pa prištevamo (Hedge Fund Research, 2007):

- Equity Market Neutral,
- Fixed Income Arbitrage,
- Convertible Arbitrage,
- Distressed,
- Merger Arbitrage,
- Emerging Markets,
- Equity Long/Short,
- Global Macro,
- Sector,
- druge strategije.

### 2.3. ZGODOVINA IN RAZVOJ DEJAVNOSTI

Zametki alternativnih naložb segajo nekaj stoletij nazaj, ko so kmetje že pred žetvijo zavarovali določen del pridelka na račun izgube dela dobička iz naslova prodaje pridelka. Nekateri prve korenine skladov tveganega kapitala povezujejo celo že s Thalesom de Milletom in kasneje z Vascom da Gamo ter Krištofom Kolumbom (History, 2003).

Začetki pravih alternativnih naložb pa segajo nekaj manj kot 60 let v preteklost. Leta 1949 je Alfred Winslow Jones<sup>2</sup> zbral 100.000\$ in poskušal minimizirati tveganje z uporabo strategije dolgih in kratkih pozicij. Prav tako je preko uporabe vzvoda izboljševal svoje donose. Tako je kot prvi upravitelj, ki je uporabil kombinacijo kratkih pozicij, vzvoda, deljenja tveganje preko družbe z vlagatelji in vzpodbujevalne provizije na podlagi dosežkov, postal oče hedge skladov in začetnik alternativnih naložb (A Brief History of the Hedge Fund, 2005).

Nadaljnji razvoj vseh investicijskih oblik alternativnih naložb pa kaže zelo podobno sliko. Viden je trend vzponov in padcev; vzponi so večinoma pričnejo z uspehom določenega sklada ali podjetja, ki povzroči pretirane pozitivne odzive in dodatne naložbe, padci pa so v večini primerov posledica odmevnega neuspeha znanega sklada ali podjetja in/ali neugodnih gospodarskih trendov. Leta 1966 je revija Fortune v članku predstavila naložbo, (že prej omenjeni hedge sklad) ki je imela slabih 20 odstotnih točk večjo donosnost v zadnjih petih

---

<sup>2</sup> Alfred Winslow Jones (1901-1989) je bil sociolog in finančni novinar. V štiridesetih letih prejšnjega stoletja je bil urednik revije Fortune, kjer je objavil nekaj pomembnih člankov (npr. Fashions in Forecasting). Njegov sklad je bil poznan po nadpovprečnih stopnjah donosa.

letih kot vzajemni skladi. Kot posledica je do leta 1968 delovalo že okrog 140 hedge skladov. Vendar se je zaradi doseganja čim višjih donosov, mnogo od teh skladov odločilo za bolj tvegane strategije na osnovi dolgoročnega vzvoda, kar je vodilo do velikih izgub skladov v letih 1969-70. Nekaj let pozneje je zaradi neugodnih trendov na trgu mnogo od teh skladov prenehalo s poslovanjem. Podobne cikle lahko zaznamo tudi v primerih skladov tveganega in privatnega kapitala.

Alternativne naložbe so trenutno v porastu, kljub nekaj ne tako oddaljenim katastrofam (LTCM<sup>3</sup>, Tiger, Quantum itd). Prav zaradi povečane popularnosti, obsega sredstev investiranih v njih ter lažjega dostopa »povprečnega« vlagatelja do alternativnih naložb, pa so vse večji pritiski k povečanju transparentnosti in regulacije dejavnosti. Tako je leta 2004 SEC<sup>4</sup> v ZDA sprejela spremembe v zakonu, ki sedaj naročajo upraviteljem hedge skladov, da se registrirajo kot svetovalci za naložbe, kar posledično pomeni, da mora sklad med drugim redno poročati o svojih dosežkih in ustvariti in se držati določenega etičnega kodeksa. Vsem ukrepov navkljub pa lahko predvidevamo, da se bo cikel vzponov in padcev v dejavnosti nadaljeval.

## 2.4. RAZŠIRJENOST, OBSEG IN POMEN DEJAVNOSTI

Alternativne naložbe so dejavnost, v kateri je trenutno vloženih nekaj tisoč milijard dolarjev. Največji del, 1.400 milijard dolarjev (Global Markets: Deutsche Bank; 2006 Alternative Investment Survey, 2006, str. 3), teh sredstev je naloženih v več kot 8000 hedge skladih, ki izkazujejo tudi največjo povprečno letno rast med vsemi oblikami alternativnih naložb. Po predvidevanjih je bilo v letu 2007 v hedge sklade investiranih nadaljnjih 110 milijard dolarjev. Ta rast hedge skladov je tudi glavni vzrok splošne rasti vseh alternativnih naložb. Največji delež rasti hedge skladov lahko pripišemo porajajočim azijskim trgom in Japonski.

Dve drugi veliki skupini alternativnih naložb, skladi privatnega kapitala in nepremičnine, ohranjata relativno enakomeren delež v premoženjih vlagateljev, medtem ko delež hedge skladov raste (Slika 1 na str. 5).

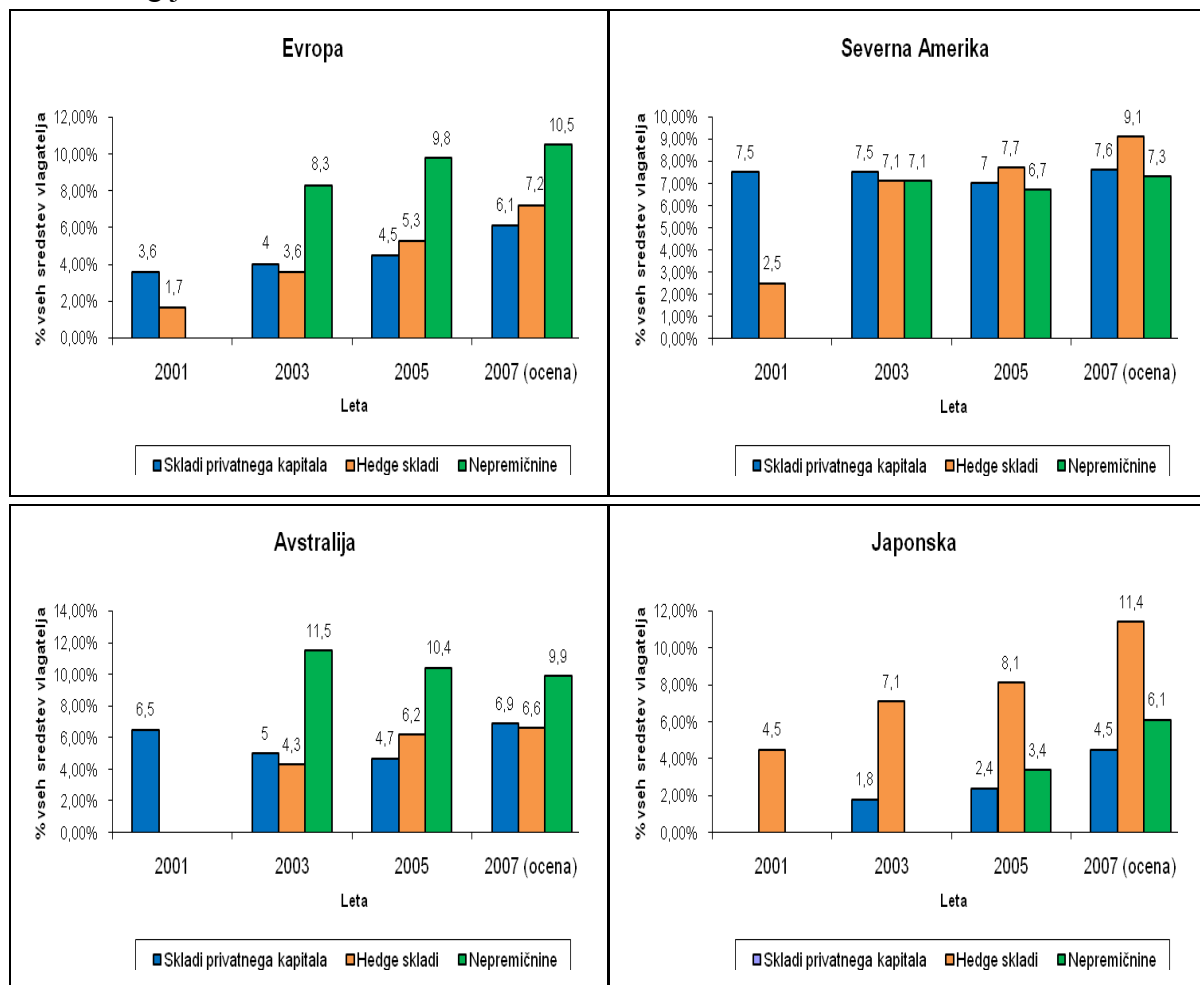
---

<sup>3</sup> LTCM (ang. *Long-Term Capital Management*) sklad je bil ustanovljen leta 1993. Med ustanovitelji so bili John Meriwether in ugledna Nobelova nagrajenca s področja ekonomije Myron Scholes in Robert C. Merton. Sklad so upravljali mnogi ugledni ekonomisti in poslovneži. Deloval je po načelih teorij razvitih s strani njenih upraviteljev. Uporabljal je arbitražo (iskanje cenovnih nesorazmerij) ter v veliki meri finančni vzvod. Myron Scholes je celo izjavil: «LTCM sklad bo ogromen sesalnik, ki bo posesal drobiž, ki ga bodo ostali spregledali.» Zaradi nekaj nepredvidenih dogodkov (ruska finančna kriza) in lukenj v teoriji, na kateri je slonelo delovanje sklada, je sklad utrpel ogromne izgube. Zaradi velike zadolženosti (omenjajo se razmerja do 500:1) je bilo izpostavljen kapital v vrednosti 1400 milijard dolarjev. Zaradi nevarnosti zloma svetovnega finančnega trga je septembra 1998 Federal Reserve Bank of New York skupaj s 15 ostalimi bankami z intervencijo preprečila popoln propad sklada in svetovno finančno katastrofo. LTCM sklad še danes velja za največji in najbolj znan primer propada sklada alternativnih naložb (Wikipedia, 2007).

<sup>4</sup> SEC (ang. *Securities And Exchange Commission*) je vladna komisija v ZDA, ustanovljena s strani Kongresa. Njena naloga je uravnati trge vrednostnih papirjev, varovati vlagatelje in nadzorovati prevzemne posle. Komisija je sestavljena iz 5 komisarjev, pristojnih za različna področja.



Slika 1: Trenutna in napovedana povprečna namenitev sredstev v alternativne naložbe po regijah



Opomba: Za nepremičnine v letu 2001 in na Japonskem 2003 ni podatkov.

Sredstva vložena v hedge sklade v Avstraliji in v sklade privatnega kapitala na Japonskem so vzeta iz manjšega vzorca anketirancev.

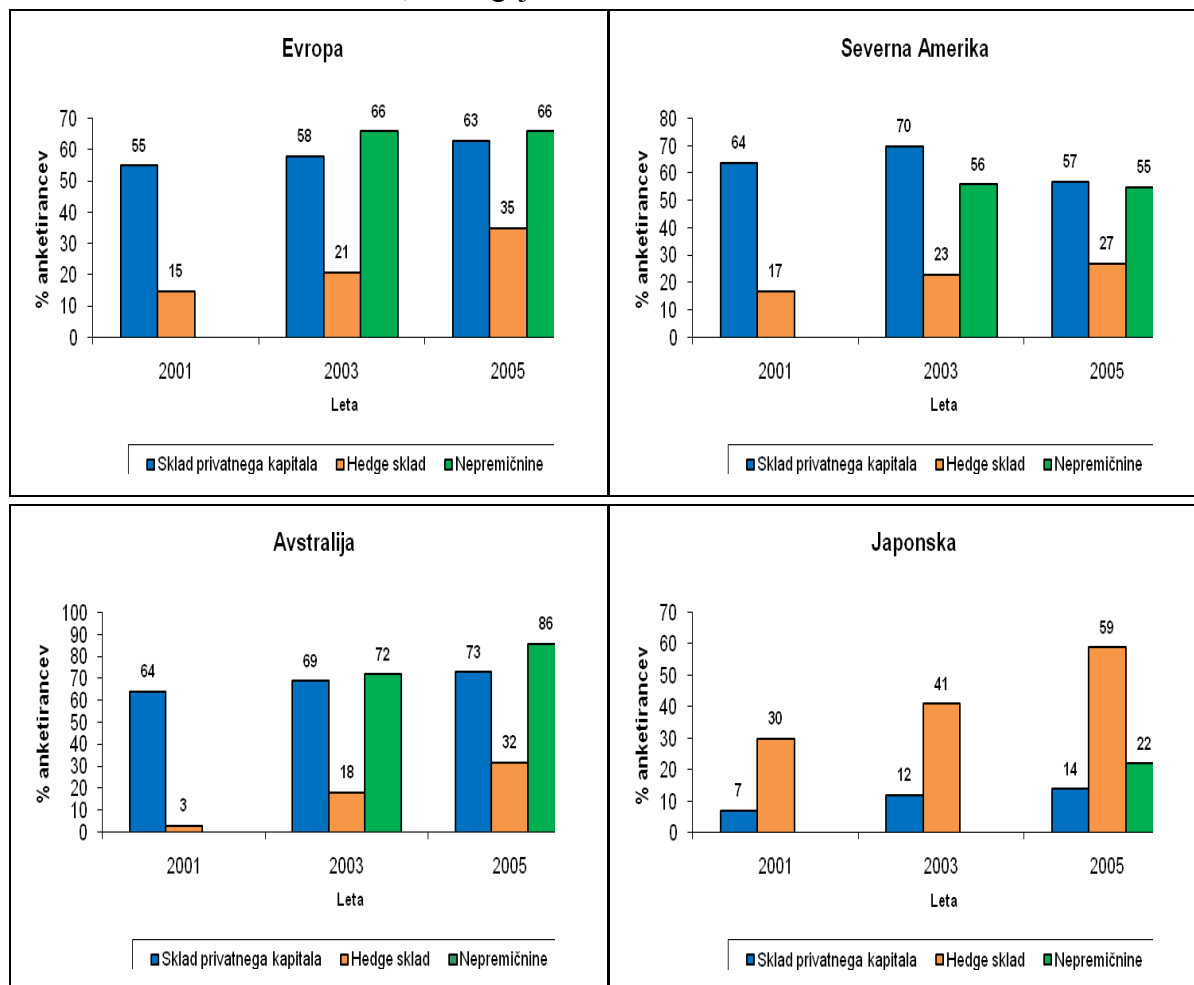
Vir: 2005/2006 Russell Survey on Alternative Investment, 2005.

Banke, zavarovalnice, krovni skladi, pokojninski skladi, zavodi, vladne institucije in podjetja predstavljajo veliko večino vlagateljev, ki vlagajo v alternativne naložbe. Lahko opazimo, da velik del institucij vlaga v sklade privatnega kapitala in nepremičnine, vse več pa se jih odloča tudi za hedge sklade. Situacija je zaradi drugačnih makroekonomskih gibanj<sup>5</sup> nekoliko specifična le na Japonskem (Slika 2 na str. 6).

Poleg omenjenih institucij omembe vreden delež predstavljajo še premožni posamezniki (ang. *High Net Worth Individuals*). 60% premožnih posameznikov namreč vlaga v alternativne naložbe, polovici teh alternativne naložbe predstavljajo 10 ali več odstotni delež v premoženju. Mlajši premožni moški so bolj nagnjeni k bolj tveganim naložbam kot premožne starejše ženske (Benner, 2007).

<sup>5</sup> Japonska je bila zaradi napačnih fiskalnih in monetarnih potez države v devetdesetih letih prejšnjega stoletja v dolgotrajni fazi gospodarske stagnacije. Poleg tega je trg privatnega kapitala šele v procesu razvoja, kar vodi do nadpovprečnih investicij v hedge sklade.

Slika 2: Odstotek anketirancev, ki vlagajo v alternativne naložbe



Opomba: Za nepremičnine v vseh območjih (2001) in na Japonskem (2003) ni podatkov.  
Anketirano je bilo 327 velikih organizacij.

Vir: 2005/2006 Russell Survey on Alternative Investment, 2005.

### 3. ANALIZA ALTERNATIVNIH NALOŽB

Kot poudarjajo mnoge definicije alternativnih naložbe, le-te pridobivajo potencialne prednosti v primerjavi s tradicionalnimi oblikami naložb preko sofisticiranih tehnik in strategij investiranja. V tem poglavju so opisane najbolj pogosto uporabljane tehnike investiranja. Predstavljene so tudi glavne tri skupine strategij investiranja. Ob koncu poglavja so opisane prednosti alternativnih naložb v primerjavi s tradicionalnimi oblikami naložb.

#### 3.1. TEHNIKE INVESTIRANJA

Tehnike investiranja so orodja, s kombinacijo katerih upravitelji sestavijo posamezno alternativno naložbeno strategijo. Ohlapna zakonodaja<sup>6</sup> omogoča upraviteljem uporabo naložbenih tehnik, ki omogočajo doseganje edinstvenih učinkov. V diplomskem delu so

<sup>6</sup> Velja predvsem za ZDA in »off-shore« obnočja. Trend popuščanja striktnne regulative je prisoten tudi v več članicah EU.

predstavljeni: nekrita prodaja, varovanje pred tveganjem, finančni vzvod, arbitražna in izvedeni finančni instrumenti.

### **3.1.1. Nekrita prodaja**

Nekrita prodaja pomeni izposojijo po mnenju vlagatelja precenjenega vrednostnega papirja, ponavadi od borzno posredniške družbe in prodajo le-tega vrednostnega papirja. Upravitelj realizira donos v primeru pričakovanega padca cen, saj v tem primeru kupi vrednostne papirje po znižani ceni ter jih vrne. Razlika med prvotno prodajno in trenutno nakupno ceno je donos na enoto vrednostnega papirja.

Ponavadi lahko vlagatelj drži kratko pozicijo, ki je rezultat nekrite prodaje, kolikor časa hoče. V nekaterih primerih pa borzno posredniške družbe potrebujejo vrednostne papirje, kar vlagatelja prisili v pokritje dolga. Obstajata dva razloga za uporabo nekrite prodaje:

#### **1. Špekulacija**

V tem primeru vlagatelj poskuša doseči dobiček na račun precenjene delnice ali trga. Najbolj znan primer je špekuliranje Georga Sorosa<sup>7</sup> ob upadu vrednosti britanskega funta. Velika Britanija je v tistem času popustila pritiskom drugih evropskih držav in uvedla prosto drseči tečaj. Soros je 6. septembra 1992 tako tvegala 10 milijard funtov in preko noči zaslužil 2 milijardi funtov.

#### **2. Varovanje pred tveganjem**

Nekateri upravitelji uporabljajo kratke pozicije za varovanje dolgih pozicij v ostalih naložbah.

Uporaba nekrite prodaje je na relativno slabem glasu. Nekateri uporabo te tehniko krivijo za upade trga, še posebej tistega v letu 1987<sup>8</sup>. Zelo aktualna je tudi uporaba tehnike »short and distort«, kjer si vlagatelj sposodi delnice podjetja, proti kateremu kasneje sproži negativno kampanjo, ki zniža ceno delnice. Ta pojav se je pričel širiti po pojavu malih vlagateljev, ki trgujejo preko spleta. Prav zato so bile in so v veljavi številne omejitve, ki preprečujejo in omejujejo zlorabo in neprimerno uporabo nekrite prodaje. Do julija 2007 je bilo v ZDA v veljavi »uptick or zero plus tick« pravilo<sup>9</sup>, ki je preprečevalo pospeševanje upada cen vrednostnega papirja zaradi uporabe nekrite prodaje (Investopedia, 2007).

---

<sup>7</sup> George Soros (1930-), rojen na Madžarskem, je s strani mnogih strokovnjakov priznan kot eden največjih vlagateljev. V letih 1970-2000 je upravljal sklad Quantum, ki je v tem času dosegal kar 30% povprečno letno donosnost. Njegova poteza 6. septembra 1992 je priznana kot eno najuspešnejših trgovanj v zgodovini.

<sup>8</sup> 19. oktober 1987 ali Črni ponedeljek. Dan, v katerem je indeks DJIA (Dow Jones Industrial Average) izgubil kar 22% svoje vrednosti. Do konca meseca je večina trgov vrednostnih papirjev po svetu izgubila več kot 20%. Še danes ni znan vzrok takratne krize, poznano je le, da je masovna panika poslabšala situacijo. Danes imajo trgi prav zaradi takratnega dogodka vključene dodatne varovalne mehanizme, ki naj bi preprečili ponovitev take krize.

<sup>9</sup> Pravilo, ki je v primeru trgovanja s kratkimi pozicijami narekovalo, da mora biti posel sklenjen po ceni, ki je višja kot cena prejšnjega posla.

Kljub vsemu pa se nekriti prodaji pripisujejo tudi pozitivne lastnosti. Nekrita prodaja povečuje likvidnost, znižuje cene precenjenim vrednostnim papirjem in povečuje učinkovitost trga (Short Selling, 2007). Prav tako naj bi nekrita prodaja predstavljala prvo linijo obrambe pred finančnimi prevarami. Poudariti je potrebno, da je nekrita prodaja tvegana. Za to obstaja več razlogov:

- Na dolgi rok cene večine vrednostnih papirjev rastejo. Tudi inflacija zvišuje cene vrednostnih papirjev. Uporaba nekrite prodaje torej pomeni investirati v nasprotno smer splošnega toka trga.
- Izgube so neomejene. Cena lahko bistveno naraste, kar pomeni zelo visoke izgube. V nasprotnem primeru so donosi omejeni na investiran znesek (primer bankrota podjetja).
- Kadar začne cena vrednostnega papirja rasti in poskuša večje število vlagateljev, ki uporabljajo nekrito prodajo, pokriti svoj dolg, pride do še večje rasti cene vrednostnega papirja.
- Obstaja tudi tveganje, da ugotovite precenjenost vrednostnega papirja prekmalu. To pomeni, da je vlagatelj v času do padca cene vrednostnega papirja ranljiv. Tečejo mu obresti, lahko pride do odpoklica (ang. *Call Away*) itd.

V Tabeli 1 vidimo oba možna scenarija ob uporabi nekrite prodaje. Uporabniki te tehnike poskušajo z uporabo različnih kazalcev predvideti primerne kandidate. Kljub vsem naporom pa ostaja nekrita prodaja negotova in tvegana tehnika. Med tveganja med drugim uvrščamo tržno, valutno, panožno in kreditno tveganje. Vendar pa lahko po drugi strani na ta način izgubo pri eni naložbi nadoknadimo z dobičkom pri drugi naložbi.

Tabela 1: Primer scenarijev dviga in padca cene delnice pri uporabi nekrite prodaje

Cena delnice pade na 60€		Cena delnice naraste na 140€	
Izposoja 200 delnic po ceni 100€	20.000€	Izposoja 200 delnic po ceni 100€	20.000€
Kupljeno nazaj po 60€	12.000€	Kupljeno nazaj po 140€	28.000€
Obresti (vključena provizija)	144€	Obresti (vključena provizija)	144€
Dobiček	<b>7.856€</b>	Izguba	<b>-8.144€</b>
Predpostavke: časovno obdobje je 1 mesec, mesečna obrestna mera 0,64% (izračun na komforni način), provizija 0,08%			

Vir: Short Selling, 2007; Lasten izračun.

### 3.1.2. Varovanje pred tveganjem

Naložbe vlagateljev so podvržene najrazličnejšim tveganjem. Tehnika varovanja pred tveganjem upraviteljem premoženj, institucijam in posameznikom omogoča zmanjšanje izpostavljenosti naložbe tveganju ali tveganjem. Varovanje pred tveganjem je večinoma sestavljeno iz kombinacije izvedenih finančnih instrumentov (največkrat opcijske pravice in termske pogodbe) in nekrite prodaje.

Recimo, da si vlagatelj lasti delnice podjetja A. Čeprav ima zanesljive podatke, da bo podjetje na dolgi rok doseglo pozitivne rezultate, ga skrbijo kratkoročna nihanja oziroma splošni padci v panogi podjetja A. Da bi se zavaroval pred tem padcem vrednosti delnice, vlagatelj kupi prodajno opcijo, s katero si zagotovi določeno prodajno ceno delnice. Tako tudi v primeru padca vrednosti delnice izgubo premosti z dobičkom iz naslova prodajne opcije (A Beginner's Guide To Hedging, 2007).

Možna je tudi uporaba terminskih pogodb. Podjetje B skrbi nihanje cene bistvene surovine za njihov izdelek. V primeru rasti cene te surovine bi bilo podjetje v precejšnjih težavah. Zato podjetje sklene terminsko pogodbo, ki jim omogoča nakup surovine po določeni ceni na določen datum v prihodnosti. Na ta način so se zavarovali pred nihanjem cene surovine. V primeru rasti cene, bodo imeli dostop do prvotno dogovorjene cene. Seveda pa v primeru padca cene surovine tudi nastanejo dodatni stroški, ki jih v primeru nezavarovanja ne bi bilo (A Beginner's Guide To Hedging, 2007).

Zaradi raznolikosti opsijskih pravic in terminskih pogodb se lahko vlagatelj zavaruje pred celo množico tveganj v različnih pojavnih oblikah, obstajajo celo zavarovanja proti vremenu. Seveda pa ima zavarovanje pred tveganjem svojo ceno. Lahko gre za strošek opsijske pravice ali izgubo potencialnega dobička. Prav zato mora vlagatelj opraviti skrbno analizo, v kateri ovrednoti prednosti in slabosti zavarovanja pred tveganjem.

### **3.1.3. Finančni vzvod**

Finančni vzvod pomeni izposojanje denarja ali vrednostnih sredstev za nakup finančnih naložb z namenom potencialnega povečanja donosnosti naložbe. Vlagatelj uporabi finančni vzvod v primeru, ko računa, da bo povečana potencialna donosnost presegla stroške dolga v času trajanja izposoje. Finančni vzvod lahko dosežemo preko ostalih tehnik investiranja (opsijske pravice, terminske pogodbe, nekrita prodaja itd), višina vzvoda pa je odvisna od strategij investiranja.

Recimo, da ima vlagatelj 1000€, ki jih je pripravljen vložiti v naložbo. S temi sredstvi lahko kupi 10 delnic podjetja A. Z investiranjem teh 1000€ v pet opsijskih pogodb pa ima vlagatelj kontrolo nad 500 delnicami podjetja A (Investopedia, 2007).

Seveda pa z uporabo finančnega vzvoda prihaja tudi povečano tveganje. Poleg možnosti večje donosnosti se vzporedno povečujejo tudi potencialne izgube. V primeru neugodne izida naložbe za vlagatelja sta obrestna mera in kreditno tveganje lahko pogubna za vlagatelja oziroma njegovo naložbo. Najbolj znan primer je sklad LCTM iz leta 1998, ki ni bil zmožen poravnati obveznosti iz dolga, vlagatelji pa so izgubili del svojega premoženja. Višina vzvoda se razlikuje glede na strategijo. Tako se pri uporabi dolgih in kratkih pozicij giblje okrog 2:1, pri uporabi arbitraže pa tudi razmerje 50:1 ni nič nenavadnega.

### 3.1.4. Arbitraža

Arbitraža je v svoji najčistejši obliki nakup vrednostnega papirja na enem trgu in takojšnje prodaje na drugem trgu z namenom ustvarjanja donosa iz naslova cenovnega nesorazmerja oziroma razlike v ceni. Ta vrsta arbitraže zahteva kršitev enega izmed naslednjih treh pogojev:

- Isti vrednostni papir mora imeti na vseh trgih enako ceno,
- Vrednostni papirji z identičnim denarnim tokom morajo imeti enake cene,
- Vrednostni papir z znano ceno v prihodnosti (preko terminske pogodbe) mora imeti v sedanjosti prihodnjo ceno znižano za donosnost netvegane naložbe.

Treba je vedeti, da so cenovna nesorazmerja vrednostnih papirjev izredno majhna. Prav zato imajo upravitelji in finančne institucije, ki uporabljajo arbitražo, najvišjo stopnjo uporabe finančnega vzvoda. Prav zaradi te ekstremne uporabe finančnega vzvoda in tveganja povezanega s tem, je uporaba arbitraže tradicionalnim skladom zelo omejena ali celo prepovedana. Končni rezultat arbitraže je odprava cenovnega nesorazmerja. Prav zaradi tega razloga mnogi avtorji navajajo, da arbitraža povečuje učinkovitost trga.

Arbitraža pa se pojavlja v več oblikah. Ena izmed oblik je prevzemna arbitraža oziroma arbitraža tveganja. Recimo, da je cena delnice podjetja A 10€. Podjetje B želi kupiti podjetje A in objavi prevzemno ponudbo, ki je 15€ za delnico podjetja A. To pomeni, da so delnice podjetja A vredne 15€, vendar se z njimi še vedno trguje po vrednosti 10€ na delnico. Trgovanje zatem dvigne ceno delnice na 14€. To pomeni, da še vedno obstaja razlika 1€ - priložnost za arbitražo tveganja. Tveganja seveda obstaja v obliki neuspešnega poskusa prevzema, kar ceno delnice vrne na prvotno vrednost 10€ (Kuepper, 2007).

Zgoraj opisanemu primeru arbitraže rečemo tudi prevzemna arbitraža, ki je najbolj pogosta oblika arbitraže. V večini primerov vključuje podcenjeno podjetje, ki je tarča prevzemne ponudbe. Ponudba dvigne ceno delnice podjetja na realen nivo in omogoča uporabnikom arbitraže doseganje donosov. Kot sem že omenil, pa je s tem povezano tudi tveganje neuspeha prevzema, kar lahko privede celo do znižanja cene delnice in izgub uporabnika arbitraže.

Vlagatelji si pri oceni tveganja in ustreznosti naložbe pomagajo z različnimi enačbami in računalniškimi programi. Ena najbolj znanih enačb je Grahamova enačba prevzemne arbitraže, ki ugotavlja optimalno razmerje donosa in tveganja (Kuepper, 2007):

$$\text{letna stopnja donosa} = (U \cdot D - I \cdot (100\% - U)) / L \cdot C \quad (1)$$

Kjer so:

$U$  = pričakovana možnost uspeha (v %)

$D$  = pričakovana donosnost v primeru uspeha (prevzemna – trenutna cena, v %)

$I$  = pričakovana možnost neuspeha (trenutna – prvotna cena, v %)

$L$  = čas držanja arbitraže (čas do prevzema izražen v letih)

$C$  = trenutna cena delnice

Rahlo spremenjena različica te enačbe se uporablja za naslednjo obliko arbitraže. To je likvidnostna arbitraža. Tu vlagatelj izkoristi razliko med knjigovodsko vrednostjo vrednostnega papirja in trenutno tržno vrednostjo. Uporabljajo jo velike institucije, ki kupijo podjetje po podcenjeni ceni, ga nato likvidirajo ali prodajo po delih ter s tem realizirajo dobiček. Enačba, ki je vlagatelju v pomoč pri ocenjevanju tveganja in donosa, je:

$$\text{letna stopnja donosa} = (U * DI - I * (100\% - U)) / L * C \quad (1a)$$

Kjer so:

$U$  = pričakovana možnost uspeha (v %)

$DI$  = pričakovana donosnost v primeru uspeha (v%)

$I$  = pričakovana možnost neuspeha (v%)

$L$  = čas držanja arbitraže (čas do likvidacije, izražen v letih)

$C$  = trenutna cena delnice

Veliko manj razširjena oblika arbitraže je trgovanje v parih. Ta oblike arbitraže temelji na močni korelaciji med dvema vrednostnima papirjema. Ko najdemo tak par, počakamo na 5-7% razmik v ceni, ki traja vsaj 2 do 3 dneve. Naslednji korak je uporaba kratkih in dolgih pozicij. Ceni se kasneje vrnete na podoben nivo, kar nam omogoča realizacijo dobička.

### 3.1.5. Izvedeni finančni instrumenti

Premoženja skladov in institucij, ki vlagajo v alternativne naložbe, so sestavljene tudi iz naložb v izvedene finančne naložbe, med katerimi so najbolj razširjene opcijske pravice in terminske pogodbe.

Opcijska pravica je posebna pravica, prodana s strani ene stranke drugi stranki, ki kupcu daje pravico (ne dolžnost), da kupi ali proda vrednostni papir po določeni ceni znotraj določenega časovnega obdobja ali na določen datum (Investopedia, 2007).

Terminska pogodba je finančna pogodba, ki kupca zavezuje k prodaji določenega sredstva (blago, finančni instrument itd.) po vnaprej določeni ceni in datumu. Terminske pogodbe prav tako določajo lastnosti (kvaliteto, kvantiteto) sredstev, ki so predmet pogodbe. Primarni funkciji terminskih pogodb sta varovanje pred tveganjem in špekulacija glede prihodnjega gibanja cene določenega sredstva (Investopedia, 2007).

## 3.2. STRATEGIJE INVESTIRANJA

Dostop do in uporaba posebnih strategij investiranja omogoča upraviteljem alternativnih naložb in skladov doseganje edinstvenih priložnosti glede donosnosti in tveganja. Večina avtorjev in svetovalnih podjetij te strategije uvršča v tri glavne kategorije: strategije relativne vrednosti, dogodkovne strategije in oportunistične strategije. Nekateri avtorji uporabljajo nekoliko drugačna poimenovanja in/ali uvrščajo neuvrščene strategije v posebno kategorijo preostalih strategij. V diplomskem delu je uporabljena klasifikacija strategij po CISDM-uju<sup>10</sup>.

### 3.2.1. Strategije relativne vrednosti

Strategije relativne vrednosti temeljijo na nakupu podcenjenih in prodaji precenjenih vrednostnih papirjev znotraj konteksta minimiziranja tržnega tveganja pripadajočega vrednostnemu papirju. Vrednostni papirji so lahko napačno ocenjeni glede na podoben vrednostni papir, skupino vrednostnih papirjev ali glede na trg na splošno. Upravitelji za ugotavljanje napačnih vrednosti uporabljajo temeljne, matematične in tehnične analize. Pod strategije relativne vrednosti uvrščamo naslednje strategije:

#### 1. Tržno nevtralne strategije

Tržno nevtralne strategije (ang. *Equity Market Neutral*) so strategije, ki izkoriščajo nesorazmerja med cenami posameznih vrednostnih papirjev. Z uporabo kratkih in dolgih pozicij se nevtralizira izpostavljenost tržnemu tveganju. Primer te strategije bi bilo premoženje sestavljeno iz dolgih pozicij v najboljših podjetjih ter kratkih pozicij v podjetjih, ki kažejo znake slabosti in posledično upada vrednosti.

#### 2. Strategije stalnega donosa

Strategije stalnega donosa (ang. *Fixed Income Arbitrage*) so strategije, ki izkoriščajo cenovna nesorazmerja med povezanimi fixed income vrednostnimi papirji, medtem ko nevtralizirajo izpostavljenost tveganju obrestne mere. Obstaja tudi mnogo pod strategij, ki se razlikujejo glede na vrsto investiranih vrednostnih papirjev.

#### 3. Strategije spremenljive arbitraže

Strategije spremenljive arbitraže (ang. *Convertible Arbitrage*) so strategije, ki uporabljajo dolge pozicije za zamenljive vrednostne papirje (ponavadi obveznice) in se poskušajo zavarovati pred tveganjem s prodajo kratkih pozicij delnic, za katere lahko zamenjamo zgoraj omenjene obveznice. Večina upraviteljev uporabi tudi finančni vzvod, večinoma do razmerja 6:1.

---

<sup>10</sup> CISDM (The Center for International Security and Derivative Markets) je raziskovalna organizacija, ki se zavzema za povečanje razumevanja in raziskovanja alternativnih naložb, večje povezave strokovnjakov iz prakse in akademikov in je založnik vse bolj priznane revije *Journal of Alternative Investments*.



### 3.2.2. Dogodkovne strategije

Dogodkovne strategije predstavljajo naložbe v priložnosti, ki nastanejo zaradi transakcijskih dogodkov, kot so: združitve, ustanovitve odvisnega podjetja, prevzem ali pripojitev, reorganizacija, dokapitalizacija itd. Vsi ti izredni poslovni dogodki povzročajo negotovost prihodnosti in upravitelji, ki so sposobni napovedati možne izide dogodkov, lahko dosežejo povečane donose. Pod dogodkovne strategije uvrščamo naslednje strategije:

#### 1. Strategije, usmerjene v podjetja v težavah

Strategije, usmerjene v podjetja v težavah (ang. *Distressed*) so strategije, ki investirajo v vrednostne papirje podjetij, ki se ali pa je pričakovano, da se bodo soočali z operativnimi in/ali finančnimi težavami. Težave se lahko pojavijo v obliki bankrota, reorganizacije, izrazito zmanjšane prodaje itd. Vrsta investicij in uporaba finančnih instrumentov je odvisna od upravitelja.

#### 2. Strategije prevzemne arbitraže

Strategije prevzemne arbitraže (ang. *Merger Arbitrage*) so strategije, ki vključujejo investicije v podjetja, ki so predmet združitve, notranjih odkupov ali sovražnih prevzemov. V takem primeru ponavadi pride do porasta vrednosti delnice podjetja, ki je tarča prevzema, odkupa ali združitve. Delnica podjetja/kupca pa rahlo izgubi na vrednosti. Upravitelji tako uporabijo dolge pozicije za ciljno podjetje in kratke pozicije za podjetje/kupca. Mnogi upravitelji v strategijo vključijo tudi varovanje pred tržnim tveganjem.

### 3.2.3. Oportunistične strategije

Oportunistične strategije ne temeljijo na predpostavki minimiziranja tržnega tveganja. Vključujejo nakup podcenjenih vrednostnih papirjev in prodajo precenjenih vrednostnih papirjev ter prinašajo visoko stopnjo tveganja. Pod oportunistične strategije uvrščamo naslednje strategije:

#### 1. Strategije, usmerjene na razvijajoče trge

Strategije, usmerjene na razvijajoče trge strategije (ang. *Emerging Markets*) so strategije, ki vključujejo investicije v vrednostne papirje podjetij iz razvijajočih oziroma porajajočih trgov. Investicije večinoma uporabljajo dolge pozicije. Porajajoči trgi vključujejo države v Latinski Ameriki, Vzhodni Evropi, bivših republikah Sovjetske Zveze, Afriki in delih Azije. Upravitelji menjajo delež investicij v določeni regiji glede na razmere na trgih in stil upravljanja. Obstajajo tudi strategije, ki vključujejo investiranje samo v določeno regijo, npr. Emerging Markets – Asia (Hedge Fund Research, 2007)

#### 2. Strategije dolgih/kratkih pozicij

Strategije dolgih/kratkih pozicij (ang. *Equity Long/Short*) so strategije, ki uporabljajo dolge in kratke pozicije glede na tržne trende (rastoči ali padajoči tečaji).

### 3. Globalne makro strategije

Globalne makro strategije (ang. *Global Macro*) so strategije, ki uporabljajo špekulativne stave na pričakovana gibanja cen, obrestnih mer, tujih valut in cen blaga. Makro upravitelji za sodelovanje na izbranih trgih uporabljajo celo vrsto instrumentov. Uporaba finančnega vzvoda je nadpovprečna. Upravitelji dosegajo dobičke, kadar pravilno ocenijo vpliv političnih sprememb, gibanja globalnega povpraševanja in ponudbe in drugih makroekonomskih gibanj.

### 4. Sektorske strategije

Sektorske strategije (ang. *Sector*) so strategije, ki se osredotočajo na investicije v določen sektor gospodarstva. Uporabljajo se dolge in kratke pozicije. Upravitelji se poslužujejo finančnih instrumentov. Investicije so prav tako lahko razporejene preko celotnega sektorja ali specializirane v pod sektorju. Iščejo se sektorji z nadpovprečno dolgoročno rastjo glede na celotno gospodarstvo. Najbolj priljubljeni sektorji so energija, biotehnologija, finance, tehnologija, biomedicina in mediji.

#### 3.2.4. Preostale strategije

Sem avtorji in svetovalne ter investicijske hiše uvrščajo strategije, ki po njihovih kriterijih ne spadajo v glavne tri kategorije strategij. Pod preostale strategije lahko uvrstimo: strategija regulacije D, strategija krovnega sklada s svojimi podstrategijami (konzervativna strategija, strategija razpršitve, tržno – obrambna strategija), strategija tuje valute itd.

#### 3.2.5. Uspešnost strategij

Za ugotavljanje uspešnosti posameznih strategij alternativnih naložb sem vzel podatke CISDM za obdobje 1990-2005.

Tabela 2: Dosežki strategij alternativnih naložb in tradicionalnih naložb v obdobju 1990-2005

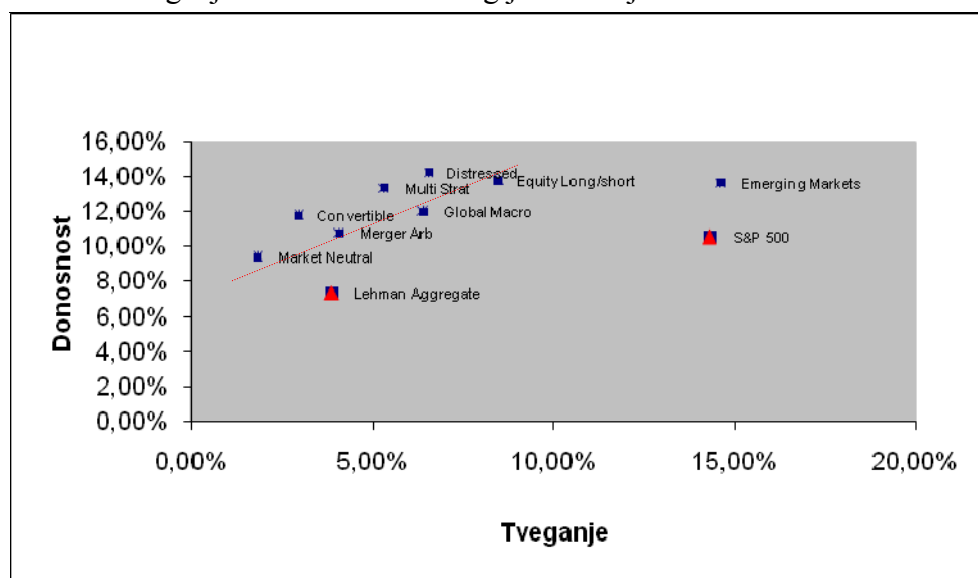
	Povprečna letna donosnost	Povprečni standardni odklon	Sharpov koeficient
<b>Strategije relativne vrednosti</b>			
Market Neutral	9,40%	1,84%	2,86
Convertible Arbitrage	11,77%	2,96%	2,58
<b>Dogodkovne strategije</b>			
Distressed	14,27%	6,54%	1,55
Multi Strategy	13,36%	5,33%	1,73
Merger Arbitrage	10,80%	4,10%	1,62
<b>Oportunistične strategije</b>			
Emerging Markets	13,66%	14,61%	0,65
Equity Long/Short	13,77%	8,47%	1,14
Global Macro	12,01%	6,41%	1,23
<b>Tradicionalne naložbe</b>			
S&P 500	10,55%	14,32%	0,45
Lehman Aggregate	7,36%	3,88%	0,83

Vir: The Benefits of Hedge Funds, 2006, str. 11.

Indeksi posameznih strategij predstavljajo uspešnost strategij, uspešnost tradicionalnih naložb je prikazana z indeksoma S&P 500<sup>11</sup> in Lehman Aggregate<sup>12</sup>.

V Tabeli 2 je razvidno, da strategije z večjim tveganjem dosegajo višje stopnje donosnosti. Na Sliki 3 je zelo jasno razvidno linearno razmerje med tveganjem in donosnostjo alternativnih strategij. Edini osamelec je strategija Emerging Markets, ki je za svojo stopnjo donosnosti nadpovprečno tvegana. Opazimo lahko tudi podpovprečno uspešnost tradicionalnih naložb v tem obdobju.

Slika 3: Tveganje in donosnost strategij v obdobju 1990-2005



Vir: The Benefits of Hedge Funds, 2006, str. 12.

Tabela 3: Doprinos alternativnih strategij k donosnosti in tveganju premoženja

Ime strategije	Delniško premoženje	Obvezniško premoženje
Convertible Arbitrage	Razpršitev tveganja	Razpršitev tveganja
Market Neutral	Razpršitev tveganja	Razpršitev tveganja
Distressed	Povečanje donosnosti	Razpršitev tveganja
Multi Strategy	Povečanje donosnosti	Razpršitev tveganja
Merger Arbitrage	Povečanje donosnosti	Razpršitev tveganja
Emerging Markets	Povečanje donosnosti	Razpršitev tveganja
Equity Long/Short	Povečanje donosnosti	Razpršitev tveganja
Global Macro	Povečanje donosnosti	Povečanje donosnosti

Vir: The Benefits of Hedge Funds, 2006, str. 14.

Strategije relativne vrednosti izkazujejo nizko korelacijo z ostalimi strategijami in so primerne za razpršitev tako tradicionalnih kot premoženj, sestavljenih iz naložb hedge skladov. Po drugi strani dogodkovne in oportunistične strategije izkazujejo zmerno ali visoko korelacijo z delniškimi in obvezniškimi indeksi in relativno višjo korelacijo od z ostalimi

<sup>11</sup> S&P 500 ali Standard & Poor's 500 je vodilni kazalnik delniškega trga v ZDA. Vključuje delnice 500 podjetij, ki so izbrane s strani S&P indeks odbora tj. analitikov in ekonomistov iz Standard & Poor's.

<sup>12</sup> Lehman Aggregate je vodilni indeks za obveznice v ZDA, ki ga uporablja kar 90% vlagateljev.

strategijami. Posledično te strategije prispevajo k povečanju donosnosti premoženja in ne k razpršitvi tveganja. K razpršitvi tveganja prispevajo strategije, ki imajo stopnjo korelacijo z delniškimi premoženji manjšo od 0,40 in z obvezniškimi premoženji manjšo od 0,25. Strategije, ki izkazujejo višje stopnje korelacije od zgoraj omenjenih s tradicionalnimi premoženji, prispevajo k povečanju donosnosti premoženja.

### 3.2.6. Delež strategij v premoženjih vlagateljev

Deutsche Bank je v svoji raziskavi (2006) anketirala 900 organizacij<sup>13</sup>, katerih investicije znašajo dve tretjini naloženih sredstev v dejavnosti hedge skladov. Najbolj razširjena strategija je Equity Long/Short, ki jo ima v svojem premoženju kar 89% vlagateljev, ki so se odzvali na anketo. Sledijo Event Driven z 68%, Multi-strategy s 65% in Macro s 63%.

Tabela 4: Spremembe deležev strategij v premoženjih vlagateljev za leto 2007

Ime strategije	Ohranitev deleža	Zmanjšanje deleža	Povečanje deleža
Equity Long/Short	47%	17%	36%
Event Driven	54%	5%	41%
Multi-strategy	61%	13%	26%
Macro	60%	8%	32%
Credit Long/Short	61%	5%	41%
Convertible Arbitrage	68%	4%	28%
Market Neutral	65%	5%	30%
Distressed	56%	11%	33%
Statistical Arbitrage	69%	7%	24%

Vir: Deutsche Bank Alternative Investment Survey, 2006.

Opažen je trend rahlega zmanjševanja najbolj priljubljenih strategij iz preteklosti in povečevanje deležev bolj »eksotičnih« strategij. Namen teh premikov je povečana razpršitev tveganja premoženj vlagateljev. Opazimo lahko tudi zmanjševanje priljubljenosti Multi strategij in povrnitev zaupanja v strategijo Convertible Arbitrage.

## 3.3. PREDNOSTI ALTERNATIVNIH NALOŽB

### 3.3.1. Možnost povečanih donosov

Kakor pri vseh vrstah naložb, vam tudi pri alternativnih naložbah nihče ne more zagotoviti stopnje donosa. Kljub temu se mnogi finančni strokovnjaki strinjajo, da povprečna stopnja donosa alternativnih naložb presega povprečno stopnjo donosa tradicionalnih naložb (Appleby, 2006).

Stopnje donosa alternativnih naložb se seveda razlikujejo glede na vrsto investicijske oblike, geografsko umeščenost investicije in vrsto drugih dejavnikov. Raziskava podjetja Russell o

<sup>13</sup> V vzorec je zajetih več kot 1000 vlagateljev iz 700 organizacij, ki so izpolnili spletno anketo. Poleg tega so bili opravljeni intervjuji v več kot 200 organizacijah, ki so pomagali ustvariti končno sliko raziskave.

alternativnih naložbah nam pokaže povprečno letno stopnjo donosa za hedge sklade in nepremičnine med 5 in 8%, skladi privatnega kapitala pa dosegajo celo 10-15% povprečno letno stopnjo donosa (vsi podatki veljajo za obdobje od 2005 do 2007).

Večji povprečna stopnja donosa alternativnih naložb je za vlagatelje še posebej dobrodošla in zaželena v času padajočih tečajev in stopenj donosov tradicionalnih naložb. Takrat lahko upravitelji alternativnih naložb preko strategij, ki ostalim niso na voljo dosegajo nadpovprečne rezultate.

### 3.3.2. Povečana razpršitev sredstev

Razpršitev sredstev je tehnika, ki nam pomaga zmanjšati tveganje z vlaganjem sredstev v različne naložbene razrede, ki imajo čim manjšo medsebojno korelacijo. Kljub zmanjšanemu tveganju pa se ohranijo možnosti za potencialno visok donos. Seveda pa z razpršitvijo sredstev ne moremo odstraniti vsega tveganja. Poznamo 2 vrsti tveganja (The Importance Of Diversification, 2007):

- **Sistematično** ali **tržno** tveganje, ki vpliva na vsako podjetje. Vključuje tveganja, ki so povezana z inflacijo, političnimi nestabilnostmi, vojnami, obrestno mero, menjalnim tečajem... Sistematičnega tveganja ne moremo zmanjšati ali odpraviti z razpršitvijo sredstev; je tveganje s katerim se morajo vlagatelji pač sprijazniti.
- **Nesistematično** tveganje je specifično za določeno podjetje, panogo, trg ali državo. Najpogostejša vzroka nesistematičnega tveganja sta poslovno in finančno tveganje. Sem spadajo sezonski in panožni cikli, moč konkurence, sprememba preferenc potrošnikov itd. Nesistematično tveganje lahko zmanjšamo z razpršitvijo sredstev.

Finančni strokovnjaki nam za tradicionalne oblike naložb svetujejo premoženje sestavljeno iz 15-20 različnih delnic. Zaradi nizke korelacije s tradicionalnimi oblikami naložb, so alternativne naložbe zelo primerna izbira za dodatno razpršitev premoženja. Še posebej primerna investicijska oblike so nepremičnine. Nepremičnine so se izkazale kot zanesljiva naložba v različnih stanjih konjunktornega cikla, mnogo ljudi sodeluje na nepremičninskem trgu, poleg vsega pa imajo nepremičnine relativno nizko korelacijo z vrednostnimi papirji. Za naložbo v nepremičnine ni potreben nakup zgradbe ali zemljišča, temveč le naložba v nepremičninski naložbeni sklad. Omeniti velja tudi zavarovanje pred inflacijo. Največkrat zavarovanje pred inflacijo sestavljajo naložbe v surovine (predvsem zlato) in nepremičnine. Vlagatelj z naložbami, katerih donosnost je v obdobju povišane inflacije nadpovprečna, izničuje negativne učinke inflacije.

Vlagatelj pa se mora zavedati tudi pasti, ki jo prinaša razpršitev sredstev. Prevelika razpršenost sredstev (ang. »*diworsification*«) pomeni, da smo v premoženje uvrstili preveč različnih naložb. V tem primeru imajo posamezne naložbe premajhen učinek, da bi lahko vplivale na donosnost premoženja. Pogosto se taka premoženja začnejo obnašati kot indeksi

skladov. V primeru, da se tveganja posameznih (nepotrebnih) naložb prekrivajo, lahko pride do dodajanja tveganj. Veliko število različnih investicij pogosto tudi poveča provizije in stroške investiranja (McWhinney, 2005).

### **3.3.3. Zmanjšana odvisnost od tržnih nihanj**

Alternativne naložbe izkazujejo potencialno nadpovprečne donose v času padajočih donos delnic in obveznic, zastojev gospodarske rasti itd. V takem primeru nam alternativne naložbe nevtralizirajo padajoče donose ali pa jih celo spremenijo v pozitivni donos naše naložbe. Hedge in skladi terminskih pogodb ter že prej omenjene nepremičnine so najpogostejša izbira za stabilizacijo našega premoženja v primeru nihanj trga ali gospodarstva. Dražbene hiše zaznavajo tudi povečano povpraševanje in prodajo dragocenih zbirk vin in umetnin. Premožni vlagatelji v svoja premoženja vključujejo tudi zlato in platino. Povpraševanje po alternativnih naložbah, predvsem hedge skladih je še posebej močno na Japonskem, kjer prav zaradi dolgoletne stagnacije gospodarstva vlagatelji poskušajo prek alternativnih naložb priti do višje in bolj zanesljive rasti svoji naložb (Merrill Lynch: Merrill Lynch and Capgemini Report Sharp Increases in Wealthy North American and Asian Investors, 2003). Še en dokaz, da alternativne naložbe zvišujejo donosnost naših naložb v časih, ko delnice in obveznice izkazujejo podpovprečen donos glede na zgodovinsko povprečje, so premožni zasebni vlagatelji<sup>14</sup>. V letu 2002 je njihovo število naraslo za 2,1%, njihovo skupno premoženje pa za 3,6%, kljub temu, da so trgi izkazovali padajoče donose (World Wealth Report, 2003, str. 2).

### **3.3.4. Druge prednosti**

Zaradi izredno dobrih zaslužkov dejavnost privablja sposobne upravitelje, predvsem iz investicijskega bančništva in drugih tradicionalnih oblik naložb. Ker upravljanje alternativnih naložb zaradi svojih značilnosti dopušča fleksibilnost pri doseganju ciljev, lahko nadpovprečno sposobni upravitelji uveljavijo svojo kvaliteto in znanje. Skladi v tej dejavnosti so bolj odvisni od dosežkov posameznika, tako da ima upravitelj tudi večjo moč in možnost izkazovanja svojih dosežkov.

Z uporabo novih strategij, finančnih produktov in načinov trgovanja lahko skladi alternativnih naložb dosežejo hitrejši reakcijski čas v različnih tržnih razmerah in nudijo vlagateljem dostop do manj razvitih trgov. Prav tako lahko z uporabo dolgih in kratkih pozicij in finančnega vzvoda povečujejo donosnost naložbe.

---

<sup>14</sup> Premožen zasebni vlagatelj je oseba, ki ima premoženje v vrednosti 1 milijon dolarjev; iz tega premoženja so izključene nepremičnine.

## 4. VKLJUČEVANJE ALTERNATIVNIH NALOŽB V PREMOŽENJE VLAGATELJJA

### 4.1. TEORIJA OPTIMIZACIJE PREMOŽENJA

Vsak vlagatelj si želi doseči kar najvišjo stopnjo donosnosti s svojo naložbo. Seveda se kot protiutež pojavi tveganje, ki ga je vlagatelj pripravljen sprejeti. Pričakovana donosnost in tveganje, merjeno z varianco ali standardnim odklonom, sta dve glavni lastnosti premoženja. Visoka donosnost v veliki večini primerov s sabo prinaša tudi visoko tveganje. Prav zato je strukturiranje primerne premoženja še toliko bolj pomembno.

Tveganje primerne premoženja je lahko samo polovica seštevka tveganj naložb v premoženju. To dosežemo z izkoriščanjem korelacijskih vzorcev med posameznimi naložbami. Pri odločanju glede primerne kombinacije tveganja in donosnosti moramo upoštevati želje vlagateljev, kajti različni profili oziroma značaji vlagateljev se zadovoljijo z različnimi stopnjami donosnosti ter so pripravljeni prevzeti nase različne stopnje tveganja.

Optimizaciji premoženja lahko rečemo tudi optimizacija povprečne variance. Izraz povprečen se nanaša na pričakovano donosnost, varianca pa je mera tveganja, ki se nanaša na premoženje. Matematični problem optimizacije premoženja lahko izrazimo na več načinov, osnovni problemi pa so identični (Fernando, 2000, str. 2):

- Minimiziraj tveganje za določeno pričakovano donosnost,
- Maksimiziraj pričakovano donosnost za določeno tveganje,
- Minimiziraj tveganje ne glede na pričakovano donosnost,
- Minimiziraj tveganje in maksimiziraj pričakovano donosnost glede na določen faktor izogibanja tveganju,
- Maksimiziraj pričakovano donosnost ne glede na določeno tveganje,
- Minimiziraj pričakovano donosnost ne glede na tveganje.

Zgoraj navedeni problemi imajo seveda lahko tudi različne dodatne omejitve. Tretji problem nam poda rešitve z minimalno varianco, kar je primerno za previdne vlagatelje. Uporablja se tudi za primerjavo z drugimi premoženji. Peti problem nam pokaže zgornjo mejo donosnosti, kar je prav tako primerno za primerjave. Šesti problem pa se nanaša na najslabši možen izid. Kadar se razmere na trgu spremenijo ali pa vlagatelj spremeni nagnjenost k tveganju, se pokaže potreba po spremembi premoženja. Te dodatne stroške moramo prav tako imeti v mislih pri strukturiranju optimalnega premoženja (Fernando, 2000, str. 2).

Iz vsega navedenega lahko sklepamo, da človeška intuicija ni dovolj za strukturiranje premoženja. Leta 1952 je profesor Harry Markowitz<sup>15</sup> v reviji *Journal of Finance* objavil članek z naslovom *Oblikovanje premoženja*. V njem je pokazal, kako lahko znižamo standardni odklon donosnosti z izbiro naložb z nizko medsebojno korelacijo. Markowitzev model je še danes pogosto uporabljan v praksi, vendar ima pomanjkljivosti, ki so pri vključevanju alternativnih naložb v model še posebej opazne. Včasih je nemogoče najti natančne podatke za preteklost, prav tako pa se meja učinkovitosti<sup>16</sup> (linija, ki povezuje kombinacije premoženj z maksimalnim donosom ob določenem tveganju) s časom spreminja (McClure, 2006).

CAPM model (ang. *Capital Asset Pricing Model*) temelji na Markowitzovem modelu s tem, da upošteva dodatno predpostavko učinkovitega trga kapitala. Pričakovanja udeležencev trga glede donosnosti in tveganja so homogena, kar seveda pomeni veliko pomanjkljivost pri ocenjevanju alternativnih naložb, saj le-te uporabljajo prav nasprotno predpostavko (ekskluzivne informacije). Model prav tako temelji na »močnih« predpostavkah in ima vrsto drugih pomanjkljivosti, vendar je kljub vsemu eden temeljev določanja cene tveganja (Berk et al., 2004, str. 64).

Model omogoča izračun ocene zahtevane donosnosti naložbe. Izhaja iz netvegane naložbe oziroma donosnosti ( $r_f$ ), ki ji doda tržno premijo za tveganje ( $r_m - r_f$ ), pomnoženo s koeficientom  $\beta$ :

$$r_s = r_f + (r_m - r_f) * \beta \quad (2)$$

$r_s$  = donosnost naložbe,

$r_f$  = donosnost netvegane naložbe,

$r_m$  = tržna donosnost,

$(r_m - r_f)$  = tržna premija za tveganje.

Koeficient  $\beta$  izraža sistematično tveganje. Izračuna se ga z regresijsko analizo. Beta 1 nam pove, da se bo vrednostni papir odzival na spremembe v skladu s povprečjem trga. Beta nad 1 nam pove, da bo vrednostni papir bolj nestanovitni kot povprečje trga in obratno. Mnoge strategije alternativnih naložb se osredotočajo na obvladovanje bete. Strokovnjaki pa so uvedli tudi  $\alpha$ , ki meri sposobnost upravitelja.  $\alpha$  1 nam tako sporoča, da je sklad dosegel za 1% boljše rezultate kot njegov indeks primerljivosti.

CAPM pa je za alternativne naložbe pomemben tudi ali predvsem zaradi Sharpovega koeficienta. Le-ta izhaja iz CAPM modela. Pri nastanku tako CAPM modela kot Sharpovega

---

<sup>15</sup> Harry Markowitz (1927-) je leta 1990 prejel Nobelovo nagrado iz ekonomije za pionirsko delo na področju teorije finančne ekonomije.

<sup>16</sup> Na meji učinkovitosti ležijo optimalna premoženja. Premoženja pod mejo niso optimalna, saj je mogoče doseči večjo donosnost ob enakem tveganju, premoženja nad mejo pa niso mogoča.



koeficienta je bistveno vlogo William F. Sharpe, ki je za razvoj modela 1990 prejel Nobelovo nagrado.

Sharpov koeficient nam pove, ali so donosi premoženja posledica pravih naložbenih odločitev ali le posledica višjega tveganja, kateremu je bilo premoženje izpostavljeno. Je zelo koristno merilo, kajti čeprav ima premoženje ali sklad večje donose od primerljivih tekmecev, to še ne pomeni da gre za dobro naložena sredstva. Višji kot je koeficient, boljši so dosežki premoženja ali sklada na enoto prevzetega tveganja.

$$SK = \frac{r_p - r_f}{\sigma} \quad (3)$$

$r_p$  = pričakovana donosnost premoženja,  
 $r_f$  = donosnost netvegane naložbe,  
 $\sigma$  = standardni odklon premoženja.

Problem pri Sharpovem koeficientu je, da pri standardnem odklonu upošteva tako negativne kot pozitivne odklone od donosnosti premoženja. Zato je Frank A. Sortino razvil kazalnik, katerega standardni odklon meri le negativni odklon donosnosti in tako ne kaznuje premoženja zaradi pozitivnih odklonov oziroma potenciala rasti. Lahko rečemo, da je Sortinov koeficient izboljšana verzija Sharpovega koeficienta:

$$SoK = \frac{r_p - r_f}{\sigma_n} \quad (3a)$$

$r_p$  = pričakovana donosnost premoženja,  
 $r_f$  = donosnost netvegane naložbe,  
 $\sigma_n$  = standardni odklon za negativne donosnosti premoženja.

Poleg zgoraj omenjenih koeficientov poznamo še nekaj kazalnikov, ki skušajo optimizirati premoženje in nam olajšati izbiro pri naložbenih izbirah ter odločitvah. Tako poznamo še Treynorjev koeficient<sup>17</sup>, Jensenovo merilo<sup>18</sup>, Treynor-Blackov model<sup>19</sup> itd.

Težava pri vseh zgoraj omenjenih merilnikih je, da so precej primernejši za ugotavljanje optimalnega premoženja, ki vključuje velike, dobro razpršene in likvidne naložbe, med katere se alternativne naložbe ne uvrščajo. Sharpov koeficient, ki je najpogosteje uporabljan izmed naštetih merilnikov, tako postane le eden izmed kazalnikov, s katerimi si pomagamo pri optimizaciji premoženja, ki vključuje ali je sestavljen izključno iz alternativnih naložb.

<sup>17</sup> Treynorjev koeficient je podoben Sharpov, s tem da za mero tveganja uporablja beto.

<sup>18</sup> Jensenovo merilo meri, če premoženje dosega »primerne« donose glede na tveganje. Pozitivna vrednost merila pomeni, da je vlagateljevo premoženje nadpovprečno glede razmerja donos/tveganje v primerjavi s trgom.

<sup>19</sup> Treynor-Blackov model poskuša ugotoviti optimalno kombinacijo pasivno in aktivno vodenih sredstev v premoženju. Vrednostni papirji z manjšim nesistematičnim tveganjem imajo prednost v tem modelu, ki tudi na splošno daje prednost naložbam z nizkim tveganjem in nizko donosnostjo.

Mnogo hedge skladov dosega majhne pozitivne donose z občasnimi velikimi negativnimi donosi. Dokler se tak negativen donos ne zgodi, ima sklad visok Sharpov koeficient, ki pa daje zavajajoč podatek. Pred propadom sklada LCTM 1998 je le-ta imel Sharpe koeficient 4.35, kar bi nakazovalo na zelo učinkovito naložbo. Prav tako s Sharpovim koeficientom ne moremo oceniti likvidnosti naložbe. Tako lahko skladi in premoženja z velikim deležem nepremičnin z navidezno manjšo nestanovitnostjo izkazujejo višje koeficiente. Serijska korelacija<sup>20</sup> je pojav, ki ima blažilen učinek na Sharpov koeficient in lahko povzroči, da je lahko koeficient precenjen tudi do 65% (Lo, 2002).

Ugotovimo lahko, da so vsi zgoraj omenjeni merilniki primernejši za merjenje donosnosti in tveganja naložb, ki so likvidne in imajo normalno porazdelitev donosov. V primeru, ko premoženje vključuje ali pa je sestavljeno iz dinamičnih alternativnih naložb, uporabimo kombinacijo merilnikov in podatkov, ki nam lahko prikažejo naložbo z več perspektiv in nam olajšajo odločitve. Investicijska družba Morningstar recimo za merjenje hedge skladov uporablja: standardni odklon, Sharpov koeficient, Sortinov koeficient, število mesecev z negativno donosnostjo, število mesecev s pozitivno donosnostjo, donosnost v najslabšem mesecu, najvišji padec, nesimetričnost in stopnja pogostnosti (The Sharpe Ratio Can Oversimplify Risk, 2007).

Zaradi ogromne množice merilnikov, indeksov in podatkov si je v današnjem času optimizacijo premoženja skoraj nemogoče predstavljati brez optimizacijskih računalniških programov. Sodobni programi za obdelavo podatkov, kot sta MATLAB in Financial Toolbox nam lahko celo omilita ali odpravita nekatere slabosti merilnikov. Tako lahko na podlagi statističnih modelov ocenijo manjkajoče podatke iz preteklosti ali sledijo premikom krivulje učinkovitosti (Taylor, 2006, str. 1).

Kljub naprednim pripomočkom in popravljenim merilnikom pa je treba vedeti, da je teorija optimizacije še vedno le teorija. V praksi se največkrat izkaže, da je uspešnost premoženja odvisna od znanja in časa, ki ga vlagatelj posveti optimiziranju premoženja. Dober primer tega je Warren Buffett<sup>21</sup>, ki je pripadnik šole vrednostnega investiranja. Ustanovitelj te šole je Benjamin Graham<sup>22</sup>, temelji pa principu, da vlagatelji iščejo naložbe, ki so podcenjene oziroma imajo nižjo ceno kot je njihova resnična vrednost. Iščejo torej investicije, ki imajo potencial, ki še ni bil odkrit. Warren Buffett torej ne išče takojšnjega kapitalskega dobička, temveč investicijo (največkrat kar večinsko lastništvo podjetja), ki bo na dolgi rok sposobna uresničiti ugotovljeni potencial. Največja spretnost je pri tem pristopu potrebna pri ugotavljanju prave vrednosti investicije.

---

<sup>20</sup> Serijska korelacija je pojav, ko so zaporedne vrednosti v časovni vrsti soodvisne med sabo.

<sup>21</sup> Warren Buffett je lastnik družbe Berkshire Hathaway, ki je družba z večinskim deležem za vse njegove naložbe. Buffett je najpremožnejši Zemljan po podatkih revije Forbes za leto 2008 in velja za največjega vlagatelja vseh časov. Znan je tudi po ogromnih dobrodelnih prispevkih.

<sup>22</sup> Benjamin Graham (1894-1976) je bil ugleden ekonomist in finančni analitik. Kot profesor na Columbia University je vplival na mnoge študente, ki so kasneje postali zelo uspešni vlagatelji. Je tudi avtor knjige The Intelligent Investor, ki je eno najpomembnejših del na področju investicij.

Pri ugotavljanju prave vrednosti podjetja Warren Buffett uporablja naslednje bistvene korake (Warren Buffett: How He Does It?, 2005):

1. Ali je podjetje konstantno dosegalo dobre rezultate?  
To ugotavlja na podlagi kazalca ROE<sup>23</sup> za zadnjih 5 do 10 let.
2. Ali se je podjetje izogibalo pretiranemu zadolževanju?  
Stopnja zadolženosti nam pove, kolikšen del poslovanja je financiran s tujimi sredstvi. V izbor pridejo podjetja, ki niso pretirano zadolžena, saj zadolženost prinaša nestanovitnost donosov in potencialno visoke stroške obresti.
3. Ali je stopnja dobičkonosnosti visoka? Ali se povečuje?  
Dobičkonosnost je pomemben dejavnik, vendar je pomembno, da z rastjo podjetja ta stopnja raste. To pomeni, da so upravitelji učinkoviti pri nadzoru stroškov poslovanja. Oba dejavnika analiziramo tudi za obdobje preteklih 5 let.
4. Koliko časa delnice podjetja že kotirajo na borzi?  
V izbor pridejo podjetja, ki so prisotna že 10 ali več let. To pomeni, da so prestala test časa. Seveda pa na podlagi preteklih vrednosti delnic podjetja ne smemo sklepati o prihodnjih trendih.
5. Ali so produkti podjetja odvisni od ene surovine ali materiala?  
Buffett v veliki večini primerov ne investira v podjetja, katerega izdelki ali storitve so odvisni od ene surovine ali materiala. To pomeni odvisnost, ki lahko v primeru pomanjkanja ali zvišanja cene te surovine ali materiala prinese nestanovitnost in težave v poslovanju. Prav tako se Buffett izogiba podjetjem, ki nimajo konkurenčne prednosti nad konkurenti oziroma se njihovi izdelki ali storitve v ničemer ne razlikujejo od konkurenčnih.
6. Ali se delnica podjetja prodaja 25% ceneje kot je njena prava vrednost?  
To je bistveni korak. Prejšnjih 5 točk nam poda osnovo, na podlagi katere se mora oceniti ali je cena delnice podcenjena. Treba je vedeti, da je prava vrednost podjetja precej višja od knjižne vrednosti podjetja. Razliko med tržno in knjižno vrednostjo imenujemo intelektualni kapital, ki je vir neotipljivih (tudi nematerialnih) sredstev podjetja, ki se pogosto niti ne pojavljajo v bilanci stanja (Pučko, 2001, str. 312).

Končna ugotovitev je, da pri metodi Warrena Buffetta v najožji izbor pridejo podjetja oziroma investicije, ki so podcenjene glede na njegovo analizo in imajo potencial glede donosnosti in rast za prihodnost. Bistvena razlika glede na teorijo optimiziranja premoženja je v tem, da se Buffettova metoda ne zanaša in ozira na indekse in povprečja trga, temveč uporabi znanje pri

---

<sup>23</sup> ROE (Return on Equity) pomeni donosnost lastniškega kapitala. Kazalec je primeren za primerjavo dobičkonosnosti med podjetji in med časovnimi obdobji.

analizi, ki se v izhodiščnih predpostavkah razlikuje od teoretskih spoznanj (Warren Buffett: How He Does It?, 2005).

## 4.2. POSLEDICE VKLJUČEVANJA POSAMEZNE VRSTE ALTERNATIVNE NALOŽBE V PREMOŽENJE

### 4.2.1. Vključitev hedge sklada v premoženje

Hedge skladi so splošno definirani kot investicije, ki ponujajo zmožnosti upravljanja tveganja in donosnosti, ki jih težko ali pa sploh ne moremo pridobiti s tradicionalnimi naložbami v delnice in obveznice. Te zmožnosti so jim omogočane zaradi možnosti uporabe širšega spektra finančnih instrumentov, trgov nedostopnih tradicionalnim oblikam naložb in uporabe strategije dolgih in kratkih pozicij. Posledično nam torej hedge skladi ponujajo dodatne priložnosti donosa v različnih gospodarskih okoljih in trendih. Ko torej vključujemo hedge sklade v premoženje, pričakujemo:

- Priložnost donosov v gospodarskih okoljih, do katerih tradicionalne oblike naložb nimajo dostopa ali pa imajo omejene zmožnosti,
- Priložnosti zmanjševanja tveganja tradicionalnim naložbam že prisotnih v premoženju.

Dobro poučeni vlagatelj<sup>24</sup> ima 3 možnosti investiranja v hedge sklad. Lahko investira sredstva na račun pod pristojnostjo sklada ali ločeni račun pod njegovo pristojnostjo. Drugi način je investiranje v sklad skladov, kar pomeni naložbo v izbrane hedge sklade. Tretja možnost je naložba v indekse hedge skladov znanih podjetij, ki ponujajo to storitev (Dow Jones, Tremont, HFR).

Tabela 5: Primerjava lastnosti premoženj z in brez hedge skladov v obdobju 1990-2005

	CISDM EqW indeks <sup>25</sup>	S&P 500	Lehman U.S. Aggregate	MSCI World <sup>26</sup>	Lehman Global Aggregate
Letna donosnost	15,13%	10,55%	7,36%	7,26%	7,26%
Letni standardni odklon	6,97%	14,32%	3,88%	14,29%	5,22%
Sharпов koeficient	1,58	0,45	0,83	0,22	0,60
Največji padec vrednosti	-11,61%	-44,73%	-5,15%	-46,31%	-7,24%
Korelacija s CISDM EqW indeksom	1,00	0,70	0,1	0,67	0,02

<sup>24</sup> Dobro poučeni vlagatelj (ang. Qualified Investor) je oseba, ki ima premoženje večje od 1 milijona dolarjev ali letni osebni dohodek višji od 200.000 dolarjev.

<sup>25</sup> CISDM Equal Weighted Hedge Fund Index meri povprečno uspešnost hedge skladov, ki poročajo v CISDM Hedge Fund bazo podatkov. Indeks je bil ustvarjen januarja 1990.

<sup>26</sup> MSCI World je globalni delniški indeks, ki ga vzdržuje Morgan Stanley Capital International. Zajema vrednostne papirje iz 23 držav in je začel poročati decembra 1969.

»nadaljevanje Tabele 5«

	Premoženje 1	Premoženje 2	Premoženje 3	Premoženje 4
Letna donosnost	9,22%	10,41%	7,53%	9,05%
Letni standardni odklon	7,69%	7,17%	8,11%	7,41%
Sharpov koeficient	0,66	0,87	0,42	0,66
Največji padec vrednosti	-16,32%	-13,46%	-19,61%	-15,76%
Korelacija s CISDM EqW indeksom	0,68	0,78	0,60	0,71

Legenda:

Premoženje 1 = 50% S&P 500 in 50% Lehman U.S. Aggregate

Premoženje 2 = 40% S&P 500, 40% Lehman U.S. Aggregate in 20% CISDM Eqw indeks

Premoženje 3 = 50% MSCI in 50% Lehman Global Aggregate

Premoženje 4 = 40% MSCI, 40% Lehman Global Aggregate in 20% CISDM Eqw indeks

Vir: The Benefits of Hedge Funds, 2006, str. 9.

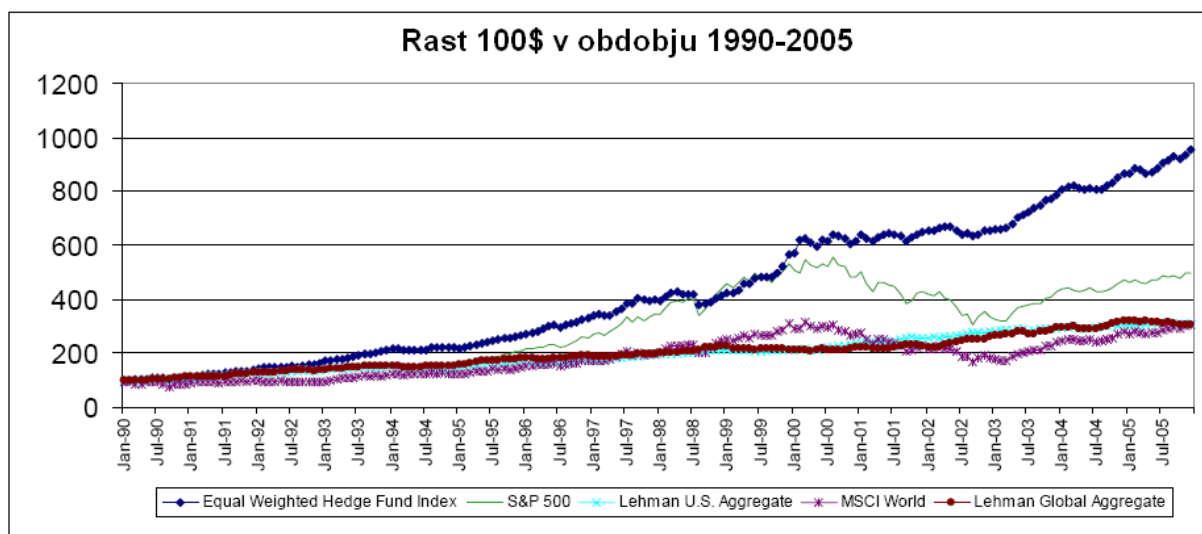
Lahko vidimo, da vključitev hedge skladov v dve različni premoženji sestavljeni iz delnic in obveznic prinaša koristi, ki se izražajo tako v porastu donosnosti kot znižanju tveganja. Dodatno lahko opazimo tudi povečanje Sharpovega koeficienta, zmanjšanje maksimalnih padcev vrednosti in seveda povečano korelacijo z indeksom CISDM EqW.

Omeniti velja tudi, da se kažejo razlike glede donosnosti in tveganja med hedge skladi, ki uporabljajo manj tvegane in donosne strategije relativne vrednosti, srednje tvegane in donosne dogodkovne strategije in najbolj tvegane in donosne oportunistične strategije. Naštete strategije imajo tudi različne stopnje korelacije s tradicionalnimi naložbami.

Tako ne moremo vseh strategij enoznačno oznaniti kot razprševalce tveganja in izboljševalce donosnosti. Pri premoženjih, ki vključujejo delnice in imajo korelacijo z določeno strategijo hedge skladov višjo od 0,4, ugotavljamo, da dodajanje alternativne naložbe le zmanjša tveganja, ne prispeva pa k zvečanju donosnosti. Podobno velja za premoženja, ki vključujejo obveznice, s tem da je v tem primeru mejna vrednost korelacije 0,25.

To pomeni, da s slabo izbiro naložbe lahko izničimo potencialne prednosti dodajanja hedge skladov v premoženje in podvajamo lastnosti naložb, ki so že v premoženju.

Slika 4: Primerjava indeksa CISDM EqW z indeksi tradicionalnih naložb v obdobju 1990-2005



Vir: The Benefits of Hedge Funds, 2006, str. 10.

Hedge skladi kažejo dobre rezultate tudi kot samostojna naložba. Tudi v obdobju od sredine leta 2000 do konca leta 2002, v času padajočih stopenj donosov tradicionalnih naložb, je hedge skladom uspelo ohraniti majhne, toda pozitivne stopnje donosa.

Tabela 6: Rezultati skladov hedge skladov v letih 2001-2005

	Letna donosnost	Letni standardni odklon	Sharpov koeficient	Največji padec vrednosti	Korelacija z CISDM Fund of Fund Index	Korelacija z CISDM EqW Index
CISDM Fund of Fund Index <sup>27</sup>	5,97%	2,75%	1,40	-2,43%	1,00	0,87
CISDM EqW Index	9,11%	5,10%	1,37	-5,29%	0,87	1,00
S&P 500	0,54%	14,94%	-0,11	-38,87%	0,53	0,81
Lehman Aggregate	5,87%	4,00%	0,94	-3,55%	-0,04	-0,16
Lehman U.S. Corp High Yield <sup>28</sup>	8,86%	8,82%	0,77	-12,01%	0,60	0,67

Vir: The Benefits of Hedge Funds, 2006, str. 16.

Kot lahko vidimo v Tabeli 6, sta donosnost in tveganje CISDM indeksa skladov hedge skladov manjša od CISDM indeksa hedge skladov. To je pričakovano, saj:

- Indeks krovnih skladov vključuje večje število hedge skladov kot indeks hedge skladov,

<sup>27</sup> CISDM Fund of Fund Index meri srednjo uspešnost skladov hedge skladov, ki poročajo v CISDM Hedge Fund bazo podatkov. Indeks je bil ustvarjen januarja 1990.

<sup>28</sup> Lehman U.S. Corporate High Yield je obvezniški indeks, ki je bil ustvarjen leta 1986. Oznaka High Yield pomeni, da imajo obveznice nizko srednjo kreditno oceno pri ocenjevalnih podjetjih (npr. kreditna ocena mora biti nižja kot BB+ pri S&P).

- Skladi skladov zaračunavajo dodatno provizijo, ki zmanjšuje donosnost,
- Skladi skladov vlagajo v naložbe, ki ponujajo večjo razpršitev ter posledično manjšo donosnost in manjše tveganje.

Ugotovimo torej lahko, da vključitev hedge skladov v premoženje pozitivno vpliva na donosnost in tveganje premoženja. Večina empiričnih raziskav v analizah preučuje vpliv vključevanja do 20% hedge skladov ali ostalih alternativnih naložb. Ta odstotek predstavlja psihološko mejo, saj zaradi v poglavju 3 omenjenih slabosti hedge skladov oziroma alternativnih naložb vlagatelji ne želijo preseči te meje. Opozoriti je potrebno tudi na izbiro ustreznega hedge sklada ali skladov. Primerni so skladi, ki imajo nizko korelacijo z našimi dosedanjimi naložbami, saj le tako lahko izkoristimo prednosti vključitve hedge sklada ali skladov v premoženje. Skrbno preverjanje podatkov, poznavanje ciljev, ki jih vlagatelj hoče doseči s svojim premoženjem, poznavanje lastnih preferenc glede likvidnosti, časovne vezave in tveganja ter znanje so dejavniki, ki nepogrešljivi pri postopku vključitve hedge sklada ali skladov v premoženje.

#### **4.2.2. Vključitev skladov privatnega kapitala v premoženje**

Privatni kapital je oznaka za naložbe, ki na dolgi rok vlagateljem ponujajo nadpovprečne donose v primerjavi s tradicionalnimi oblikami naložb. Možnost dodatne premije pri donosih izhaja iz sodelovanja na ogromnem in hitro rastočem trgu zasebnih podjetij, ki ni na voljo navadnemu vlagatelju. Dodatna stopnja donosa se prav tako ustvarja preko aktivnega sodelovanja pri upravljanju in odločitvah o poslovanju omenjenih zasebnih podjetij (The Benefits of Private Equity, 2006, str. 2).

Sklad privatnega kapitala je pogosto strukturiran kot družba z komplementarjem in komandistom. Sklad sredstva pridobi z vložki komandista. Ko družba doseže prej dogovorjeno velikost, se zapre in investiranje ni več mogoče.

Poleg investiranja v sklad privatnega kapitala obstajata še dva načina vlaganja v privatni kapital, in sicer naložba v sklad skladov privatnega kapitala in neposredna naložba v zasebna podjetja. Vsak način zahteva drugačno raven znanja. Največ znanja, sredstev in drugačne tehnike ocenjevanje zahteva neposredna naložba v zasebno podjetje, ki je tako primerna le za izkušene vlagatelje. Za vse ostale sta drugi dve obliki bolj primerni, s tem da sklad skladov privatnega kapitala ponuja večjo razpršitev, manj zbiranja podatkov in manjšo minimalno vstopno naložbo kot sklad privatnega kapitala. Seveda pa mora vlagatelj v tem primeru plačati dodatno provizijo. Ko torej vključujemo naložbe privatnega kapitala v premoženje, pričakujemo:

- Povečanje možnosti dolgoročnih stopenj donosnosti, ki niso na voljo s tradicionalnimi oblikami naložb,

- Zagotovitev določene dodatne stopnje razpršitve k premoženju, ki vsebuje tradicionalne oblike naložb in/ali ostale oblike alternativnih naložb.

Pri privatnem kapitalu gre torej za naložbe v podjetja, katerih delnice ne kotirajo na borzi. Nakup deleža je zasebna transakcija. Kupec deleža lahko doseže dobiček preko kasnejše prodaje deleža tekmeču ali drugemu skladu privatnega kapitala, združitvijo s tekmečem ali pa z prehodom na borzo. Naložbe privatnega kapitala poznajo več vrst naložb: naložbe zgodnje faze, vzgonska naložba, naložba faze rasti in naložba pozne faze (The Benefits of Private Equity, 2006, str. 2).

Ponudniki indeksov so ustvarili tudi indekse za spremljanje dosežkov naložb privatnega kapitala. Vendar se je potrebno zavedati, da je težko meriti dosežke naložb privatnega kapitala, ker (The Benefits of Private Equity, 2006, str. 4):

- Upravitelji sami poročajo o dosežkih,
- Dosežki so ocene; ni tržnega oblikovanja,
- Pogostnost poročanja je nizka,
- Obstaja pristranskost zaradi manjkajočih in cenzuriranih podatkov.

Najpomembnejši indeksi so (The Benefits of Private Equity, 2006, str. 4):

- PPCI,<sup>29</sup>
- Cambridge Associates LLC U.S. Private Equity Index,<sup>30</sup>
- Cambridge Associates LLC U.S. Venture Capital Index.<sup>31</sup>

Naložbe privatnega kapitala so v porastu že od leta 1970. Prvo spodbudo je pomenil ukrep, ki je v ZDA olajšal investiranje pokojninskih skladov<sup>32</sup>. Drugi katalizator rasti je prišel v poznih devetdesetih letih prišel v obliki nizke inflacije. Leta 2000 pa je prišlo do poka NASDAQ »mehurčka«<sup>33</sup>, kar je pomenilo velik upad sredstev vloženih v naložbe privatnega kapitala (Slika 5 na str. 29). Večina sredstev, ki so vložena v naložbe privatnega kapitala prihaja s strani pokojninskih skladov, bank, zavarovalniških družb, posameznikov, akademskih institucij in vladnih agencij (The Benefits of Private Equity, 2006, str. 5)

<sup>29</sup> PPCI (Post Venture Capital Index) je bil ustanovljen leta 1995, uporablja pa notranjo stopnjo donosa za izračun indeksa.

<sup>30</sup> Cambridge Associates LLC U.S. Private Equity Index je indeks, ki temelji na podatkih zbranih iz 663 skladov privatnega kapitala, ustanovljenimi med letoma 1986 in 2007.

<sup>31</sup> Cambridge Associates LLC U.S. Venture Capital Index je indeks, ki je osnovan na osnovi 80% tveganega kapitala zbranega s strani skladov tveganega kapitala v ZDA med leti 1981-2005.

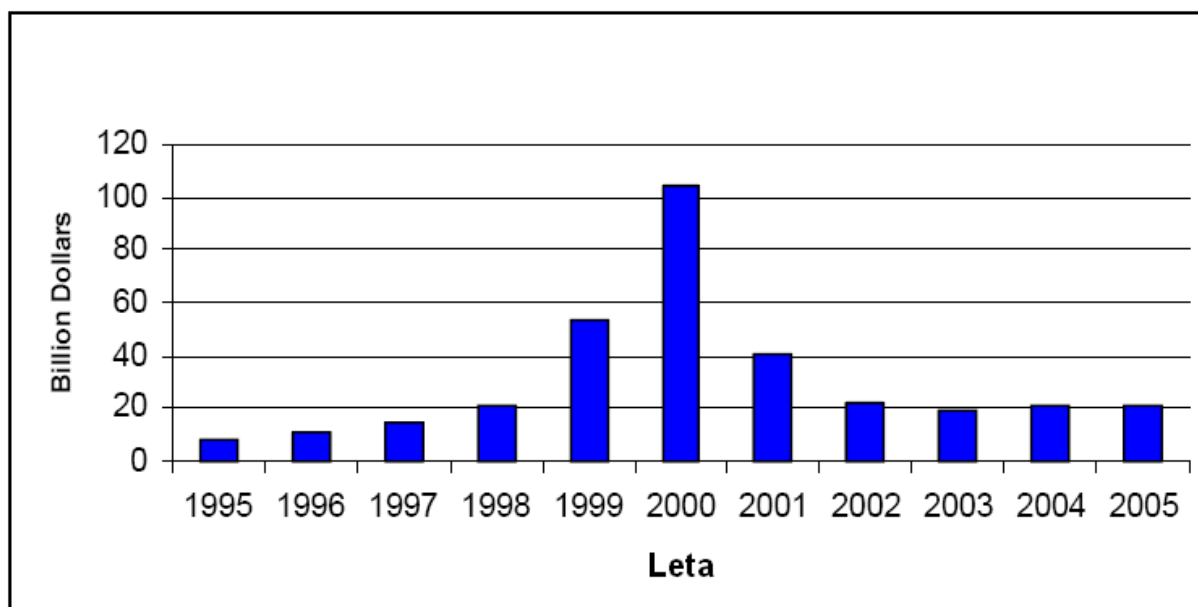
<sup>32</sup> Sproščene so bile nekatere omejitve v »prudent man« pravilu, ki narekuje upravljalcem skladov preudarno ravnanje s sredstvi, ki so jim zaupana. Omenjena sprostitev omejitev je bila začetek rasti mnogih investicijskih oblik.

<sup>33</sup> V letih 1995-2001 (vrh leta 2000) je v državah Zahodnega sveta prišlo do izjemne rasti delnic podjetij v medmrežnem (tako imenovani dot-comi) in sorodnih sektorjih gospodarstva. Ker so mnoga podjetja opustila klasične poslovne modele, se zadolževale, poleg tega pa so pojav spremljala špekulacije na trgu vrednostnih papirjev, je 10. marca 2000 prišlo do zloma NASDAQ-a in velike večine dot-comov.



Tabela 7 potrjuje domnevo o povečani stopnji donosnosti na dolgi rok naložb privatnega kapitala. Private Equity Index izkazuje večjo stopnjo donosnosti ob manjšem tveganju kot indeks S&P 500. Pri vključevanju naložb privatnega kapitala v premoženje tradicionalnih naložb lahko vidimo izboljšanje stopnje donosnosti in povečanje Sharpovega koeficienta, ki pomeni rahlo izboljšanje razmerja donosnosti glede na enoto tveganja\*. Še manjše izboljšave glede na tradicionalno premoženje so zaznane v primeru, ko premoženje v katerega vključujemo naložbe privatnega kapitala, že vključuje alternativne naložbe (hedge skladi). Zaradi že omenjenega dogodka leta 2000 so posledično stopnje donosnosti v obdobju 2001-2005 močno pod povprečjem prejšnjih dosežkov. Iz Tabele 8 na strani 30 je razvidno, da je vključevanje naložb privatnega kapitala v obdobju 2001-2005 v premoženje tradicionalnih naložb poslabšalo donosnost, povečalo tveganje premoženja in občutno zmanjšalo Sharpov koeficient. Enak, vendar manj izrazit trend, lahko zaznamo pri vključevanju naložb privatnega kapitala v premoženje, ki že ima vključen določen odstotek alternativnih naložb (hedge skladi).

Slika 5: Sredstva naložena v sklade tveganega kapitala v obdobju 1995-2005



Vir: The Benefits of Private Equity, 2006, str. 5.

Tabela 7: Primerjava dosežkov premoženj z in brez privatnega kapitala v obdobju 1990-2005

	Private Equity Index	Venture Capital Index	S&P 500	Lehman Aggregate	Lehman High Yield
Povprečna letna donosnost	14,48%	21,14%	11,33%	7,25%	9,10%
Povprečni letni odklon	9,54%	27,81%	15,45%	4,23%	8,83%
Sharpov koeficient	1,08	0,61	0,46	0,73	0,56

\* Tveganje je merjeno s standardnim odklonom na letni ravni. Standardni odklon je tradicionalna mera tveganja, ki daje najnatančnejše rezultate v primeru normalne porazdelitve stopnje donosa.

»nadaljevanje Tabele 7«

	Premoženje 1	Premoženje 2	Premoženje 3	Premoženje 4
Povprečna letna donosnost	9,29%	11,00%	10,37%	11,12%
Povprečni letni odklon	7,91%	8,54%	7,63%	7,96%
Sharpov koeficient	0,65	0,80	0,81	0,87

Legenda:

Premoženje 1: 50% S&P 500 in 50% Lehman Aggregate (tradicionalno premoženje)

Premoženje 2: 80% premoženja 1 in 20% naložb privatnega kapitala (tradicionalno premoženje z dodatkom privatnega kapitala)

Premoženje 3: 80% premoženja 1 in 20% CISDM EqW HFI (tradicionalno premoženje z dodatkom hedge skladov)

Premoženje 4: 90% premoženja 3 in 10% naložb privatnega kapitala (tradicionalno premoženje z dodatkom hedge skladov in privatnega kapitala)

Naložbe privatnega kapitala = 50% Venture Capital Index in 50% Private Equity Index

Vir: The Benefits of Private Equity, 2006, str. 7.

Tabela 8: Primerjava dosežkov premoženj z in brez privatnega kapitala v obdobju 2001-2005

	Premoženje 1	Premoženje 2	Premoženje 3	Premoženje 4
Povprečna letna donosnost	3,99%	2,96%	4,99%	4,38%
Povprečni letni odklon	8,15%	8,35%	7,69%	7,79%
Sharpov koeficient	0,23	0,10	0,37	0,29

Opomba: za sestavo premoženj glej legendo pri tabeli 7.

Vir: The Benefits of Private Equity, 2006, str. 12.

To poslabšanje gre na račun naložb tveganega kapitala, katerih indeks v obdobju 2001-2005 je znašal -12,27%. Ob tem velja še enkrat poudariti, da so naložbe privatnega kapitala namenjene vlagateljem z dolgoročnimi cilji. Na dolgi rok se lahko pričakuje tudi zgladitev takih negativnih trendov, kot so nastali v obdobju 2001-2005.

Ugotovimo lahko, da vključevanje naložb privatnega kapitala na dolgi rok zvišuje donosnost premoženja in rahlo zmanjšuje tveganje premoženja. Vendar pa teh dveh učinkov zaradi negativnih donosov tveganega kapitala v zadnjih letih ni bilo. Prav nasprotno, vključevanje naložb privatnega kapitala v premoženje v obdobju 2001-2005 je zmanjšalo donosnost in povečalo tveganje premoženja. Vlaganje sredstev v naložbe privatnega kapitala je priporočljivo za »nadpovprečne« vlagatelje z jasno opredeljenimi dolgoročnimi cilji, institucije ter investicijske družbe.

#### 4.2.3. Vključitev nepremičnin v premoženje

Nepremičnine zaznamujejo relativna nelikvidnost, visoki stroški kupčij in upravljanja ter heterogenost (Hoesli, Lekander in Witkiewicz, 2003). Nizka transparentnost trga nepremičnin prinaša tudi potencialno asimetrične informacije. To lahko prinese visoke donose vlagateljem, ki prvi pridejo do »pravih« informacij. Vlagatelji, ki hočejo trgovati z nepremičninami na bolj

transparenten, organiziran in učinkovit način lahko sredstva vložijo v nepremičninske investicijske družbe (ang. *Real Estate Investment Trust* ali *REIT*). Na ta način lahko tudi vlagatelj redno spremlja podatke o svoji naložbi.

Vlagatelj lahko pristopi na trg nepremičnin na dva načina: neposredno in posredno. Neposreden način pomeni nakup in upravljanje fizične lastnine. Posreden način pomeni nakup delnic nepremičninske investicijske družbe ali kak drug posreden način. Najnovejši trend med drugimi posrednimi načini so exchange traded funds, ki investirajo v nepremičninske investicijske družbe, da bi lahko spremljali indekse nepremičnin. Ti skladi ponujajo večjo likvidnost in razpršitev sredstev ob manjših stroških. Najbolj razširjeni nepremičninski indeksi so:

- NCREIF Property Index,<sup>34</sup>
- S&P REIT Composite Index,<sup>35</sup>
- FTSE NAREIT Composite,<sup>36</sup>
- MSCI US REIT Index,<sup>37</sup>
- Dow Jones Wilshire REIT Index,<sup>38</sup>
- Dow Jones Wilshire Global REIT Index,<sup>39</sup>
- Dow Jones Wilshire exUS Real Estate Securities Index.<sup>40</sup>

Neposredna in posredna metoda vlaganja sredstev v nepremičnine pa imata težave pri merjenju. V ZDA se vrednosti neposrednih investicij merijo na podlagi NCREIF<sup>41</sup> indeksa. To je indeks, ki poroča na četrtni osnovi na osnovi ocen vrednosti. Vendar so vrednosti zaradi pojava glajenja cen in zamika pri poročanju cen izkrivljene.

Trgi nepremičnin sledijo ciklom. To velja tudi za lokalne trge nepremičnin. Eichholtz in Geltner (1997) sta raziskovala vpliv vrednosti lokacije skozi čas na Nizozemskem. Osrednja lokacija po njunih ugotovitvah na dolgi rok ne prinaša dodatnega donosa. Eichholtz et al. (1999) ugotavljajo, da je potrebno za uspešno razpršitev naložb v nepremičnine investirati na

---

<sup>34</sup> NCREIF Property Index je bil ustanovljen 1. januarja 1995. Na četrtni ravni poroča o donosnosti nepremičnin, pridobljenih na zasebnem trgu in namenjenih za investicije.

<sup>35</sup> S&P REIT Composite Index je bil ustanovljen leta 1997. Pokriva 89% kapitala vloženega v nepremičninske investicijske sklade v ZDA.

<sup>36</sup> 6. marca 2006 je skrb nad tem NAREIT indeksom prevzela družba FTSE, ki je obdržala metodologijo in minimalne zahteve indeksa. V indeksu je lahko prisoten vsak nepremičninski investicijski sklad, ki trguje na NYSE-u, AMEX-u ali NASDAQ-u in izpolnjuje tudi preostale pogoje vključitve.

<sup>37</sup> MSCI US REIT Index je bivši Morgan Stanley REIT Index, ki je obstajal od leta 1994 do leta 2005. Leta 2005 je skrb nad indeksom prevzela družba MSCI, ki je tudi izboljšala metodologijo indeksa.

<sup>38</sup> Dow Jones Wilshire REIT Index je skupni indeks družb Wilshire Associates Incorporated in Dow Jones Indexes. Obstaja že od leta 1978.

<sup>39</sup> Jones Wilshire Global REIT Index je eden prvih globalnih nepremičninskih indeksov.

<sup>40</sup> Dow Jones Wilshire exUS Real Estate Securities Index je globalni nepremičninski indeks, ki ne vključuje nepremičninskih naložb v ZDA.

<sup>41</sup> NCREIF (National Council of Real Estate Investment Fiduciaries) je združenje, ki je v ZDA zadolženo za zbiranje, obdelovanje in preverjanje podatkov s področja nepremičninskega investiranja.

nepremičninski trg več celin. Vendar po drugi strani Hoesli in Lekander (2005) ugotavljata, da ima vlagatelj na ta način manj informacij kot lokalni vlagatelji.

Tabela 9: Primerjava dosežkov premoženj z in brez nepremičnin v obdobju 1990-2005

	<b>FTSE NAREIT</b>	<b>NCREIF</b>	<b>S&amp;P 500</b>	<b>Lehman Aggregate</b>	<b>Lehman High Yield</b>
Povprečna letna donosnost	12,43%	7,87%	10,55%	7,36%	9,02%
Povprečni standardni odklon	12,86%	3,68%	14,32%	3,88%	7,76%
Sharpov koeficient	0,64	1,01	0,45	0,83	0,63
	<b>Premoženje 1</b>	<b>Premoženje 2</b>	<b>Premoženje 3</b>		
Povprečna letna donosnost	9,22%	9,99%	9,08%		
Povprečni standardni odklon	7,69%	7,51%	6,33%		
Sharpov koeficient	0,66	0,78	0,78		

Legenda:

Premoženje 1: 50% S&P 500 in 50% Lehman U.S. Aggregate

Premoženje 2: 40% S&P 500, 40% Lehman U.S. Aggregate in 20% FTSE NAREIT

Premoženje 3: 40% S&P 500, 40% Lehman U.S. Aggregate in 20% NCREIF

Vir: The Benefits of Real Estate, 2006, str. 4.

Lahko opazimo, da vključevanje nepremičnin prinaša različne rezultate. V primeru dodajanja delnic nepremičninskih investicijskih družb (FTSE NAREIT) se poviša donosnost in zniža tveganje premoženja. V drugem primeru (dodajanje NCREIF) pa pride do rahlega padca donosnosti premoženja, vendar se tveganje premoženja zniža. Pri obeh vključevanjih nepremičninskih naložb je opazno zvišanje Sharpovega koeficienta.

Tabela 10: Primerjava dosežkov premoženj z in brez nepremičnin v obdobju 2001-2005

	<b>Premoženje 1</b>	<b>Premoženje 2</b>	<b>Premoženje 3</b>
Povprečna letna donosnost	3,54%	6,60%	4,38%
Povprečni standardni odklon	7,05%	7,27%	6,63%
Sharpov koeficient	0,20	0,62	0,34

Legenda:

Premoženje 1: 50% S&P 500 in 50% Lehman U.S. Aggregate

Premoženje 2: 40% S&P 500, 40% Lehman U.S. Aggregate in 20% FTSE NAREIT

Premoženje 3: 40% S&P 500, 40% Lehman U.S. Aggregate in 20% NCREIF

Vir: The Benefits of Real Estate, 2006, str. 7.

Pri vključevanju nepremičnin v premoženje v obdobju 2001-2005 so zaznani bolj pozitivni učinki na donosnost in tveganje. To lahko pripišemo precejšnjemu zmanjšanju donosnosti

tradicionalnih naložb<sup>42</sup> in obenem boljšim dosežkom naložb v nepremičnine. Premoženje 2 tako izkazuje občutno večjo donosnost in rahlo povečanje tveganja glede na premoženje, ki vključuje samo tradicionalne naložbe. Sharпов koeficient se poveča za več kot trikrat. Premoženje 3 izkazuje večjo donosnost in rahlo zmanjšanje tveganja. Sharпов koeficient pa se v tem primeru zviša za 70%.

Kallberg in Liu (1996) v svoji študiji navajata, da je optimalen delež nepremičnin v premoženju 9%, ob predpostavki da tradicionalne naložbe zastopajo delnice, obveznice in denar. Večina drugih študij kot optimalen delež nepremičnin v premoženju omenja 10 do 20 odstotkov (Bryne in Lee, 1995; Liang, Myer in Webb, 1996). Lee (2005) ugotavlja, da so koristi vključevanja ali povečanja deleža nepremičnin v premoženju odvisne tudi od vrste naložb, ki jih nepremičnine v premoženju zamenjujejo. Nadomestitev delnic z veliko tržno kapitalizacijo daje boljše rezultate kot nadomestitev delnic z majhno tržno kapitalizacijo. Grauer in Hakansson (1995) ugotavljata velike koristi dodajanja nepremičnin v dinamično upravljano premoženje delnic in obveznic. Lee in Stevenson (2005) sta ugotovila, da se razpršitveni učinki vlaganja v nepremičninske investicijske družbe povečujejo s časom. Fabozzi, Gordon in Hudson-Wilson (2003) so raziskovali uporabo nepremičnin v premoženjih. Ugotovili so, da lahko nepremičnine dosežejo naslednje učinke:

- Zmanjšajo splošno tveganje premoženja,
- Pomagajo doseči višjo donosnost premoženja,
- Pomagajo doseči visoke absolutne donose,
- Varujejo pred učinki nepredvidene inflacije ali deflacije,
- Prinesejo velike denarne prejeme.

Ugotovimo lahko, da neposredno ali posredno investiranje v nepremičnine rahlo razprši tveganje premoženja. Izboljšanje stopenj donosnosti je zaznano predvsem v zadnjem preučevanem obdobju (2001-2005). Za dosego obeh ciljev je zaželena tudi uspešna geografska razpršitev naložbe. V obdobju 2001-2005 je posredna metoda investiranja prinašala boljše rezultate kote neposredna metoda investiranja v nepremičnine.

#### **4.2.4. Vključitev blaga v premoženje**

Blago je izraz, ki označuje fizične snovi, ki jih vlagatelji kupujejo ali prodajajo, večinoma prek terminskih pogodb. Sem lahko uvrščamo les, plin, nafto, minerale, dragocene kamne, hrano, živino, kovine itd. V zadnjem času se med blago uvrščajo tudi modernejše oblike blaga, recimo znamke, zbirke vrhunskih vin, stari avtomobili, dragocene slike in podobno. Obstaja več načinov investiranja v blago (The Benefits of Commodity Investment, 2006, str. 2):

---

<sup>42</sup> Indeks S&P 500 se je znižal iz 10,55% na 0,63%, indeks U.S. Aggregate iz 7,36% na 6,16% (glede na obdobje 1990-2005).

- Neposredna naložba prek pasivnih terminskih pogodb,
- Vzajemni skladi blaga,
- Neposredna naložba v blago.

V preteklosti so neposredne naložbe v blago predstavljale zelo majhen del premoženj vlagateljev. Posredne naložbe so bile glavni način vlaganja v blago. V zadnjih letih pa se je pojavilo precej indeksov blaga, ki omogočajo neposreden način investiranja. Vrednosti indeksov blaga temeljijo na donosnosti terminskih pogodb in/ali promptnega trga. Najpomembnejša indeksa sta GSCI<sup>43</sup> in DJ-AIGCI<sup>44</sup>. Oba donose izračunavata na podlagi 24 (GSCI) in 19 (DJ-AIGCI) terminskih pogodb za različno blago. Delež posameznega blaga v indeksu določajo na podlagi petletnih količinskih povprečij (GSCI) oziroma z razpršitvenimi pravili (DJ-AIGCI) (The Benefits of Commodity Investment, 2006, str. 3).

Glavna korist blaga za vlagatelja je kompenzacija tveganja in donosnosti, ki je ostale alternativne naložbe ne morajo ponuditi. Fama in French sta leta 1988 dokazala, da v časih povečane nestanovitnosti in tveganje prihaja do povečanih donosov različnih kovin (aluminij, nikelj, baker, svinec itd.). Schneeweis, Spurgin in Georgiev (2000) so ugotovili močne poslovne cikle v nihanju promptnih in terminskih cen industrijskih kovin.

Vključevanje blaga v premoženje tradicionalnih naložb vodi do rahlega povečanja donosnosti on rahlega zmanjšanja tveganja premoženja. Tudi Sharpov koeficient naraste za 13,5% oziroma 15%. Indeksa GSCI in DJ-AIGCI prinašata zelo podobne pozitivne učinke.

Tabela 11: Primerjava dosežkov premoženj z in brez blaga v obdobju 1995-2005

	<b>S&amp;P 500</b>	<b>Lehman Gov/Credit<sup>45</sup></b>	<b>Lehman HY</b>	<b>GSCI</b>	<b>DJ-AIGCI</b>
Letna povprečna donosnost	11,40%	7,29%	7,64%	10,50%	9,25%
Letni povprečni odklon	15,10%	4,42%	7,12%	20,65%	13,38%
Sharpov koeficient	0,50	0,76	0,52	0,32	0,40
	<b>Premoženje 1</b>	<b>Premoženje 2</b>	<b>Premoženje 3</b>		
Letna povprečna donosnost	9,68%	10,26%	9,78%		
Letni povprečni odklon	7,77%	7,51%	7,03%		
Sharpov koeficient	0,74	0,84	0,83		

Legenda:

Premoženje 1: 50% S&P 500 in 50% Lehman Gov/Credit

Premoženje 2: 40% S&P 500, 40% Lehman Gov/Credit in 20% GSCI

<sup>43</sup> GSCI (The Goldman Sachs Commodity Index) uporablja precej večji delež energije v sestavi indeksa kot DJ-AIGCI.

<sup>44</sup> DJ-AIGCI (Dow Jones AIG Commodity Index) sestavlja blago, ki je trgovano na trgih ZDA, razen aluminija, cinka in niklja, s katerimi se trguje v Londonu.

<sup>45</sup> Lehman Gov/Credit (Lehman Brothers US Government/Credit Index) je indeks ustanovljen leta 1979. Meri uspešnost obvezniških papirjev vlade ZDA.

Premoženje 3: 40% S&P 500, 40% Lehman Gov/Credit in 20% DJ-AIGCI  
 Vir: The Benefits of Commodity Investment, 2006, str. 5.

Tabela 12: Primerjava dosežkov premoženj z in brez blaga v obdobju 2001-2005

	S&P 500	Lehman Gov/Credit	Lehman High Yield	GSCI	DJ-AIGCI
Letna povprečna donosnost	0,54%	6,10%	8,86%	9,83%	10,03
Letni povprečni odklon	14,94%	4,86%	8,82%	22,23%	13,67%
Sharpov koeficient	-0,11	0,82	0,76	0,35	0,58
	Premoženje 1	Premoženje 2	Premoženje 3		
Letna povprečna donosnost	3,67%	5,33%	5,09%		
Letni povprečni odklon	7,06%	7,05%	6,60%		
Sharpov koeficient	0,22	0,45	0,45		

Legenda:

Premoženje 1: 50% S&P 500 in 50% Lehman Gov/Credit

Premoženje 2: 40% S&P 500, 40% Lehman Gov/Credit in 20% GSCI

Premoženje 3: 40% S&P 500, 40% Lehman Gov/Credit in 20% DJ-AIGCI

Vir: The Benefits of Commodity Investment, 2006, str. 11.

V obdobju 2001-2005 so tradicionalne naložbe izkazovale slabše povprečne rezultate. Indeks S&P 500 je celo dosegel negativni Sharpov koeficient. Posledično so naložbe v blago, ki v tem obdobju izkazujejo rahlo nadpovprečne rezultate, izboljšale donosnost premoženja in rahlo razpršile tveganje. Tudi Sharpov koeficient se je po vključitvi 20% naložb blaga v premoženje v primeru obeh indeksov več kot podvojil. Lahko ugotovimo, da v obdobjih upada donosnosti tradicionalnih naložb, investiranje v naložbe blaga izboljšuje dosežek premoženja.

Oba preučevana indeksa blaga, GSCI in DJ-AIGCI imata tudi pod indekse za posamezne vrste blaga. Najdonosnejši GSCI pod indeks je bil GSCI Energy, ki je v letih 1995-2005 imel povprečno letno donosnost 17,37%, vendar je bil s povprečnim standardnim odklonom 32,35% tudi najbolj tvegan. DJ-AIG Energy je prav tako dosegal visoke stopnje povprečne donosnosti in tveganja. Relativno večja donosnost in tveganje pa se ujemajo z ekonomskimi ugotovitvami, ki pravijo da lahko na dolgi rok za energijo in kovine zaradi omejene ponudbe pričakujemo povečane donose, ki pa jih spremljajo tudi višje stopnje tveganja. Po drugi strani opazamo, da so pod indeksi s področja kmetijstva (GSCI Agriculture, DJ-AIG Grains) dosegali negativne povprečne stopnje donosnosti (The Benefits of Commodity Investment, 2006, str. 7).

Ugotovimo lahko, da vključevanje blaga v premoženje izboljša donosnost in rahlo razpršuje tveganje premoženja. Vlagateljem se svetujejo neposredne metode investiranja, ki izkazujejo večje izboljšave premoženja. Naložbe blaga so še posebej koristne v obdobju padajočih ali zmanjšanih donosov tradicionalnih naložb.

#### **4.2.5. Vključitev skladov terminskih pogodb v premoženje**

Skladi terminskih pogodb označujejo obliko alternativnih naložb, v kateri profesionalni upravljavci denarja uporabljajo opcijske in terminske pogodbe za upravljanje sredstev. Skladi terminskih pogodb ponujajo dostop do mednarodnih finančnih in nefinančnih premoženjskih območij, obenem pa ponujajo dostop do možnosti donosov in razpršitve tveganja, ki je težko dostopna tradicionalnim naložbam in ostalim alternativnim oblikam naložb. Koristi vključevanja skladov terminskih pogodb v premoženje lahko torej razdelimo na dva dela (The Benefits of Managed Futures, 2006, str. 1):

- Zmanjšuje nestanovitnost premoženja tradicionalnih naložb in premoženja, ki vključujejo tradicionalne naložbe in alternativne oblike naložb (blago, hedge skladi, privatni kapital, nepremičnine),
- Zagotavlja donose v ekonomskih okoljih, kjer tradicionalne naložbe in preostale oblike alternativnih naložb ustvarjajo omejene ali sploh nobenih donosov.

Poleg teh dveh glavnih prednosti, obstajajo še dodatne, kot so npr.: manjši stroški transakcij, možnost uporabe finančnega vzvoda in trgovanje na likvidnih trgih. Zaradi vseh teh prednosti je zabeležen visok porast povpraševanja po produktih skladov terminskih pogodb. Predvsem institucije so v zadnjih letih povečale naložbe. Skladi terminskih pogodb kot alternativna oblika naložb obstajajo od sedemdesetih let naprej. Od leta 1994 do leta 2005 je obseg narasel iz 21 na 135 milijard dolarjev, kar priča o visoki rasti te oblike alternativnih naložb.

Skladi terminskih pogodb so skupina naložbenih strategij, ki temeljijo na veččinah. Donosi temeljijo na edinstveni strategiji ali večini upravitelja. Prav zato so skladi terminskih pogodb dobili ime tudi strategije absolutnega donosa, saj njihov donos ni vezan na dolgoročno donosnost na trgih tradicionalnih naložb. Zaključimo lahko, da je donos skladov terminskih pogodb kombinacija donosnosti strategije in veččine upravitelja. Ustvarjeni so bili tudi indeksi za merjenje dosežkov skladov terminskih pogodb. Opozoriti pa velja, da se vsak indeks razlikuje po metodologiji sestave in ponderjih vključevanja določenih strategij oziroma naložb.



Tabela 13: Primerjava dosežkov premoženj z in brez skladov terminskih pogodb v obdobju 1994-2005

	<b>S&amp;P 500</b>	<b>Lehman Gov/Credit</b>	<b>CISDM HFI</b>	<b>CISDM CTA EQ<sup>46</sup></b>
Letna povprečna donosnost	10,52%	6,35%	13,36%	8,14%
Letni povprečni odklon	14,77%	4,50%	7,34%	8,61%
Sharpov koeficient	0,45	0,55	1,29	0,49
	Premoženje 1		Premoženje 2	Premoženje 3
Letna povprečna donosnost	8,74%		9,68%	9,59%
Letni povprečni odklon	7,75%		7,27%	6,58%
Sharpov koeficient	0,63		0,80	0,87

Legenda:

Premoženje 1: 50% S&P 500 in 50% Lehman Gov/Corp

Premoženje 2: 40% S&P 500, 40% Lehman Gov/Corp in 20% CISDM HFI

Premoženje 3: 90% premoženja 2 in 10% CISDM CTA EQ

Vir: The Benefits of Managed Futures, 2006, str. 6.

Kot lahko vidimo v Tabeli 13, nam vključitev skladov terminskih pogodb v premoženje prinaša povečano donosnost in zmanjšanje tveganja v primerjavi s premoženjem, ki vključuje samo tradicionalne naložbe. Glede na premoženje, ki vključuje tradicionalne in alternativne naložbe (hedge skladi), pa zaznamo znižanje tveganja premoženja. V obeh primerih je opazno izboljšanje razmerja med donosnostjo in tveganjem (Sharpov koeficient).

Tabela 14: Primerjava dosežkov premoženj z in brez skladov terminskih pogodb v obdobju 2001-2005

	<b>S&amp;P 500</b>	<b>Lehman Gov/Corp</b>	<b>CISDM HFI</b>	<b>CISDM CTA EQ</b>
Letna povprečna donosnost	0,54%	6,10%	9,11%	7,05%
Letni povprečni odklon	14,94%	4,86%	5,10%	8,71%
Sharpov koeficient	-0,11	0,82	1,37	0,57
	<b>Premoženje 1</b>	<b>Premoženje 2</b>	<b>Premoženje 3</b>	
Letna povprečna donosnost	3,67%	4,75%	5,04%	
Letni povprečni odklon	7,06	6,50%	5,79%	
Sharpov koeficient	0,22	0,41	0,50	

Legenda:

Premoženje 1: 50% S&P 500 in 50% Lehman Gov/Corp

Premoženje 2: 40% S&P 500, 40% Lehman Gov/Corp in 20% CISDM HFI

Premoženje 3: 90% premoženja 2 in 10% CISDM CTA EQ

Vir: The Benefits of Managed Futures, 2006, str. 10.

V obdobju 2001-2005, ko so tradicionalne naložbe izkazovale nizko donosnost ob relativno visoki nestanovitnosti, lahko z vključevanjem skladov terminskih pogodb opazimo precejšnje

<sup>46</sup> CISDM CTA EQ (CISDM CTA Equal Weighted) poroča o povprečnem donosu CTA-jev (Commodity Trading Advisor), ki poročajo CISDM-ejevi bazi podatkov.

izboljšanje razmerja med donosnostjo in tveganje. Tudi sama donosnost se poveča, obenem pa se nestanovitnost zmanjša. Tudi v primeru, da so v premoženju že vključene alternativne naložbe, zaznamo povišanje donosnosti in obenem dodatno razpršitev tveganja.

Ugotovimo lahko, da skladi terminskih pogodb ponujajo priložnosti za doseganje višjih donosnosti in zmanjšanje tveganja. Upravitelji tradicionalnih premoženj in nekateri upravitelji hedge skladov so z zakonodajo in predpisi omejeni ali pa jim je preprečen dostop do nekaterih strategij (aktivno trgovanje z opcijskimi in terminskimi pogodbami, uporaba strategije kratkih pozicij itd). Upravitelje terminskih pogodb zgoraj omenjene omejitve ne zadržujejo, zato lahko dosegajo potencialno višje stopnje donosa in/ali zmanjšujejo tveganje premoženja.

#### **4.3. SESTAVA PREMOŽENJA Z RAZLIČNIMI DELEŽI IN SESTAVO ALTERNATIVNIH OBLIK NALOŽB**

Kot se je pokazalo v prejšnjih poglavjih, dodajanje posameznih oblik alternativnih naložb v premoženja vlagateljev v večini primerov prispeva k izboljšanju lastnosti premoženja. Ostaja pa vprašanje, kakšna je razlika med na eni strani premoženjem, sestavljenim izključno iz tradicionalnih ali po drugi strani iz izključno alternativnih naložb. Prav tako je v tem poglavju obravnavan problem optimalnega deleža alternativnih naložb v mešanem premoženju.

V tem poglavju so torej analizirane lastnosti zgoraj omenjenih treh vrst premoženj:

- Premoženja, sestavljenega izključno iz tradicionalnih oblik naložb,
- Premoženja z »optimalnim« deležem alternativnih oblik naložb,
- Premoženja, sestavljenega izključno iz alternativnih oblik naložb.

##### **4.3.1. Premoženje, sestavljeno iz izključno tradicionalnih naložb**

Velika večina vlagateljev vlaga izključno v tradicionalne oblike naložb. Naložbe v vzajemne sklade, delnice in v manjši meri obveznice so najbolj pogoste oblike tradicionalnih naložb. Razloge za to lahko najdemo v preprostosti in preglednosti vlaganja v tradicionalne naložbe. Prav tako lahko vlagatelj v vsakem trenutku preveri trenutno vrednost svoje naložbe ter ima zaradi likvidnosti tradicionalnih naložb skoraj takojšen dostop do vloženi sredstev.

Problem se pojavi pri medvedjem trendu, saj pride do opaznega upada donosnosti naložb (tabela 15 na str. 39). Obstajajo omejene možnosti nadomestitve izgubljene donosnosti znotraj naložbenega razreda (geografska razpršitev, prerazporeditev v druge vrste naložb itd.). Vendar pa se te omenjene možnosti zmanjšujejo zaradi globalizacije in vse večjih korelacij med kapitalskimi trgi. Vlagatelji se tako pričnejo ozirati tudi za alternativnimi rešitvami.

Tabela 15: Dosežki tradicionalnih premoženj

Dosežki tradicionalnih premoženj v obdobju 1990-2005					
	S&P 500	Lehman US	MSCI World	Lehman Global	Povprečje
Letna povprečna donosnost	10,55%	7,36%	7,26%	7,26%	8,11%
Letni povprečni odklon	14,32%	3,88%	14,29%	5,22%	9,43%
Sharpov koeficient	0,45	0,83	0,22	0,60	0,53
Dosežki tradicionalnih premoženj v obdobju 2001-2005					
Letna povprečna donosnost	0,54%	5,87%	2,64%	6,80%	3,96%
Letni povprečni odklon	14,94%	4,00%	14,68%	5,90%	9,88%
Sharpov koeficient	-0,11	0,94	0,04	0,79	0,42

Vir: The Benefits of Hedge Funds, 2006, str. 16.

Več kot prepолоvitev donosnosti tradicionalnih naložb in rahlo povečanje tveganja v obdobju 2001-2005 nakazujejo na potrebo po aktivnem upravljanju premoženja in alternativnih pristopih do izboljševanja lastnosti tradicionalnega premoženja.

#### 4.3.2. Premoženje, sestavljeno iz »optimalnega« deleža alternativnih naložb

Premoženje, sestavljeno iz izključno tradicionalnih naložb v določenih časovnih obdobjih in/ali ekonomskih situacijah dosega podpovprečne rezultate. Vlagatelji se v takih obdobjih obrnejo k alternativnim naložbam, ki zaradi nizke korelacije s tradicionalnimi naložbami lahko ohranijo ali celo izboljšajo dosežke premoženja vlagateljev. V tem poglavju so prikazani primeri dodajanja določenega deleža alternativnih naložb v premoženje tradicionalnih naložb in ustvarjeni učinki.

Tabela 16 prikazuje agresivnega vlagatelja, ki z dodajanjem 25% deleža alternativnih naložb izboljša dosežke svojega premoženja v obdobju 1990-2000. Letna povprečna donosnost premoženja naraste za 2,17%, nestanovitnost kot mera tveganja pa se zniža za 1,85%.

Tabela 16: Uspešnost premoženja z in brez alternativnih naložb v obdobju 1990-2000

	% tradicionalnih naložb	% alternativnih naložb	Povprečna letna donosnost	Povprečni letni standardni odklon
<b>Premoženje 1</b>	100	0	12,36%	11,91%
<b>Premoženje 2</b>	75	25	14,53%	10,06%

Legenda:

Premoženje 1: 50% S&P 500, 20% Russell 2000 (delnice), 15% MSCI EAFE (delnice zunaj ZDA) in 15% Lehman Aggregate indeks

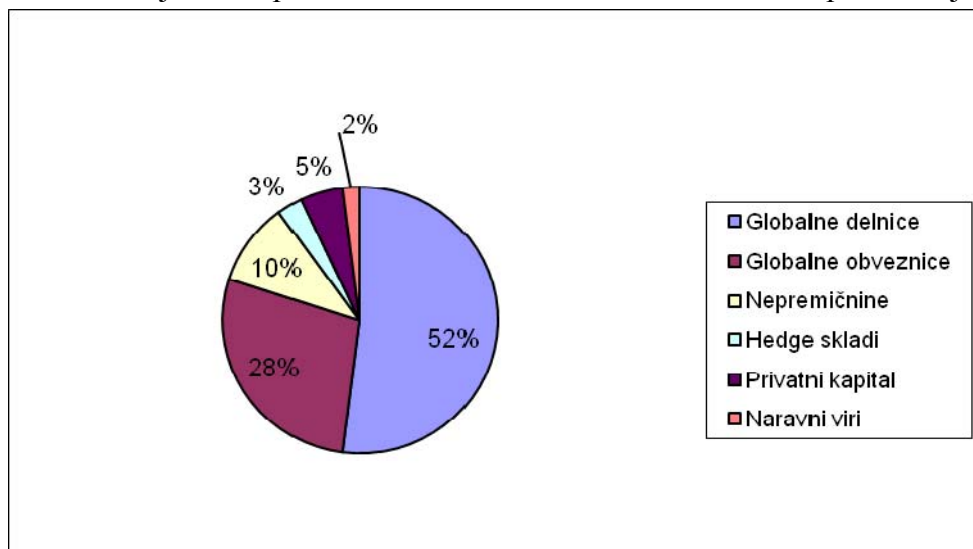
Premoženje 2: 42,5% S&P 500, 15% Russell 2000, 7,5% MSCI EAFE, 10% Lehman Aggregate, 2,5% NSREIF NPI (nepremičnine), 10% Cambridge PE (privatni kapital) in 12,5% HFR Composite (hedge skladi) indeks

Vir: Macquarie: How alternative investments can work in your portfolio, 2007.

Vendar ima zgoraj navedeni primer dodajanja alternativnih naložb v premoženje precejšno pomanjkljivost. Politika dodajanja alternativnih naložb temelji na podatkih iz preteklosti. In čeprav je to pogosto uporabljena metoda pri tradicionalnih naložbah, se pri alternativnih naložbah zaradi nerednega ocenjevanja in trgovanja ne obnese. Domneve o donosnosti tveganju morajo biti usmerjene v prihodnost in dosledne, podatki iz preteklosti pa so pristranski pri obeh predpostavkah. Zato so se razvili modeli, ki poskušajo optimizirati vključevanje alternativnih naložb v premoženje ob predpostavki upoštevanja dolgoročnih lastnosti donosnosti in tveganja.

Terhaar, Staub in Singer (2003) so v svoji simulaciji za osnovo vzeli premoženje sestavljeno 65% iz globalnih delnic in 35% globalnih obveznic (v nadaljevanju osnovno premoženje). Simulacija v naslednjem koraku poskuša oblikovati premoženje, ki vsebuje omejen delež alternativnih naložb in katerega tveganje je enako tveganju osnovnega premoženja. Dodamo tudi predpostavko o srednji likvidnosti premoženja. Premoženje, ki ustreza omejitvam, vsebuje 20% alternativnih naložb (Slika 6).

Slika 6: Vključitev »primerne« mešanice alternativnih naložb v premoženje



Vir: Terhaar, Staub, Singer, 2003, str. 8.

Poudariti je treba, da omejitvam zadošča mnogo drugih kombinacij alternativnih naložb. Osnovno premoženje ustvarja 10,3% tveganje (merjeno s standardnim odklonom). Ko preučimo rezultate 1000 desetletnih obdobij, ugotovimo da je bilo ocenjeno tveganje v 5% primerov višje od 11,5%. Gre za simulacijska obdobja, s pomočjo katerih se ugotavljajo potencialne spremembe v tveganju premoženja znotraj daljših obdobij.

Vzrok za fluktuacijo tveganja premoženja je manjša likvidnost alternativnih naložb, ki ne omogoča hitre prerazporeditve sredstev. Tudi delež alternativnih investicij v 5% primerov presega 28%. Vzrok je precejšnje nihanje deleža privatnega kapitala. To pomeni, da mora imeti vlagatelj dovolj visok tolerančni prag tveganja in relativno dolgoročno vezavo sredstev, saj le tako lahko vzdrži nihanja znotraj krajših časovnih obdobj in izkoristi prednosti, ki jih določene alternativne naložbe prinašajo na relativno dolgi rok.

Tabela 17: Uspešnost globalnega premoženja z in brez alternativnih naložb v simulaciji

	<b>Donosnost</b>	<b>Povprečno tveganje</b>	<b>Sharpov koeficient</b>
Globalno premoženje – tradicionalno	7,2%	10,3%	0,26
Globalno premoženje – z alternativnimi naložbami	7,7%	10,1%	0,31

Vir: Terhaar, Staub in Singer, 2003, str. 8.

Rezultati simulacije prikazujejo boljše dosežke premoženja, ki vsebuje alternativne naložbe. Vendar pa je potrebno poudariti, da višji Sharpov koeficient izhaja predvsem iz dveh razlogov. Prvi je povečana razpršenost premoženja, drugi pa povečana donosnost na račun tega, da se vlagatelj odpove razporeditvi sredstev na račun manjše likvidnosti.

Podobno študijo so opravili tudi Schneeweis, Karavas in Georgiev (2002). Vzeli so osnovno premoženje, sestavljeno iz tradicionalnih naložb in nato ustvarili 4 dodatna premoženja v katere so vključili različne kombinacije alternativnih naložb. Delež alternativnih naložb je bil že vnaprej določen in je znašal 20%.

Tabela 18: Uspešnost premoženj z in brez alternativnih naložb v obdobju 1990-2001

	<b>Premoženje 1</b>	<b>Premoženje 2</b>	<b>Premoženje 3</b>	<b>Premoženje 4</b>	<b>Premoženje 5</b>
Povprečna letna donosnost	10,7%	10,2%	11,6%	11,3%	11,4%
Povprečni standardni odklon	8,1%	7,2%	8,3%	7,5%	6,9%
Sharpov koeficient	0,65	0,65	0,74	0,78	0,86

Legenda:

Premoženje 1: 50% US Equity (delnice) in 50% Salomon Bond (obveznice)

Premoženje 2: 40% US Equity, 40% Salomon Bond, 10% NAREIT (nepremičnine) in 10% GSCI (blago)

Premoženje 3: 40% US Equity, 40% Salomon Bond, 15% EACM 100 (hedge skladi) in 5% tradicionalnih alternativnih naložb (privatni kapital)

Premoženje 4: 40% US Equity, 40% Salomon Bond, 2,5% GSCI, 15% EACM 100 in 2,5% tradicionalnih alternativnih naložb

Premoženje 5: 40% US Equity, 40% Salomon Bond in 20% EACM 100

Vir: Schneeweis, Karavas, Georgiev, 2002, str. 18.

V študiji je ugotovljeno, da vključevanje hedge skladov in skladov terminskih pogodb pozitivno vpliva na profil tradicionalnega ali mešanega premoženja. Še posebej izraziti so

pozitivni učinki v obdobjih ekstremnih negativnih donosov tradicionalnih naložb. V tem obdobju lahko alternativne naložbe zaradi nizke korelacije (Tabela 19) s tradicionalnimi naložbami prispevajo k zmanjšanju tveganja in izboljšanju povprečne donosnosti. Ob tem mora vlagatelj paziti na pojav prevelike razpršitve alternativnih naložb, ki pozitivne učinke deloma izničijo, saj se v tem primeru korelacija z tradicionalnimi naložbami poviša (Schneeweis et al., 2002).

Tabela 19: Korelacije med različnimi alternativnimi in tradicionalnimi naložbami v obdobju 1990-1998

	S&P 500
NAREIT	0,36
EACM 100	0,39
GSCI	-0,04

Opomba: Indeks NAREIT predstavlja nepremičnine, več o indeksu na strani 31.

Indeks EACM 100 predstavlja hedge sklade, izbrane s strani Evaluation Associates Capital Markets, Inc.

Indeks GSCI predstavlja blago, več o indeksu na strani 34.

Vir: Schneeweis, Karavas in Georgiev, 2002, str. 18.

V zadnjih letih je bilo opravljenih mnogo teoretičnih in empiričnih raziskav, ki podpirajo vključitev različnih oblik alternativnih naložb v premoženje vlagatelja. Teoretične raziskave so dokazale, da zaradi nepopolnih informacij na trgu, likvidnosti trga in drugih razlogov alternativne naložbe lahko ponudijo edinstvene priložnosti donosov in zmanjšanja tveganja, ki niso na voljo tradicionalnim oblikam naložb. Prav tako so bili dokazani pogoji na trgu, ki vsaki od oblik alternativnih naložb ponujajo edinstvene priložnosti donosa, ki bi jih le težko dosegli z tradicionalnim premoženjem.

Ugotovimo lahko, da vključitev alternativnih naložb v premoženje izboljšuje profil premoženja in ponuja edinstvene možnosti glede donosnosti in tveganja. Vendar pa so alternativne naložbe povezane s številnimi slabostmi, pastmi, težavami in omejitvami, ki so opisane v poglavju 5.

#### 4.3.3. Premoženje, sestavljeno iz izključno alternativnih naložb

Terhaar, Staub in Singer (2003) v svoji simulaciji ugotavljajo, da bi bilo najučinkovitejše premoženje sestavljeno samo iz alternativnih naložb. To seveda pomeni, da ni nobenih omejitev glede deleža alternativnih naložb v premoženju. V praksi so primeri takih premoženj izjemno redki.

Tabela 20: Dosežki alternativnih naložb v različnih obdobjih

Dosežki alternativnih naložb v obdobju 1990-2005						
	CISDM EqW HFI	CISDM CTA EQ94	GSCI95	PE Index	NCREIF	Povprečje
Povprečna letna donosnost	15,13%	8,14%	10,50%	14,48%	7,87%	11,22%
Povprečni standardni odklon	6,97%	8,61%	20,65%	9,54%	3,68%	9,89%
Sharpov koeficient	1,58	0,49	0,32	1,08	1,01	0,90
Dosežki alternativnih naložb v obdobju 2001-2005						
	CISDM EqW HFI	CISDM CTA EQ94	GSCI95	PE Index	NCREIF	Povprečje
Povprečna letna donosnost	9,11%	7,05%	9,83%	9,99%	11,40%	9,48%
Povprečni standardni odklon	5,10%	8,71%	22,23%	11,45%	2,68%	10,01%
Sharpov koeficient	1,25	0,57	0,35	0,69	3,46	1,26

Vir: CISDM Research Department, 2006.

Alternativne naložbe skozi daljše obdobje dosegajo boljše rezultate kot tradicionalne naložbe ob rahlo povečanem tveganju. Vendar pa to ob slabostih alternativnih naložb, predstavljenih v naslednjem poglavju, ne predstavlja prednosti za povprečnega vlagatelja. Večjo razliko lahko opazimo v obdobju 2001-2005 (Tabeli 15 in 20), kjer alternativne naložbe dosegajo izrazito večjo donosnost kot tradicionalne naložbe ob rahlo večjem tveganju. To pomeni, da bi bilo premoženje, sestavljeno iz izključno alternativnih naložb smiselno ob medvedjem trendu. Ob drugačnih pogojih pa kljub možni razpršitvi tveganja znotraj razreda alternativnih naložb (npr. podstrategije z nizko medsebojno korelacijo) alternativno premoženje ne bi bila racionalna rešitev. V praksi tudi ob medvedjem trendu vlagatelji z alternativnimi naložbami le izboljšujejo lastnosti svojih že obstoječih premoženj.

#### 4.4. PRIMER MODELA POSTOPKA VKLJUČEVANJA ALTERNATIVNIH NALOŽB V PREMOŽENJE NEPROFITNE IZOBRAŽEVALNE USTANOVE

Študija NACUBA<sup>47</sup> razkriva, da so visoke in višje šole v fiskalnem letu 2006 dosegle 10,7% povprečno donosnost in da mnoge med njimi povečujejo delež alternativnih naložb v svojih premoženjih. Univerza Pittsburgh ima kar 45% svojega premoženja sestavljenega iz alternativnih naložb. Izobraževalne ustanove se za tovrstne naložbe odločajo predvsem v času negativnih gospodarskih gibanj. Z ohranitvijo ali celo povečanjem donosov v takem obdobju

<sup>47</sup> NACUBO (National Association of College and University Business) je združenje, ki vključuje več kot dve tretjini visokošolskih ustanov v ZDA. Ponuja jim podatke, nasvete, pravno pomoč in vodenje usposabljanj na področju financ.

lahko brez povečanj šolnin ali zadolževanja ohranijo ali celo izboljšajo kakovost akademskih storitev (Zlatos, 2007).

Vendar pa vključevanje alternativnih naložb v premoženje neprofitnih izobraževalnih ustanov predstavlja zahtevne izzive, ki jih lahko razdelimo v 4 skupine:

1. Izbira – Kakšen postopek izbire bo ustanova uvedla, da bo izbrala ustrezno alternativno naložbo?
2. Opazovanje – Kako bo ustanova opazovala rezultate in učinke izbranih alternativnih naložb?
3. Ocenjevanje – Kako bo ustanova prikazala alternativne naložbe v finančnih poročilih?
4. Poročanje – Kakšni problemi bodo nastali glede poročanja in transparentnosti finančnih rezultatov?

#### **4.4.1. Izbira**

Preden ustanova prične s procesom izbire mora dobro poznati svoje cilje, dostop do trga in omejitve pri tveganju. Odbori nekaterih ustanov zahtevajo od svojih investicijskih upraviteljev preverjanje določenih podatkov, preden se proces izbire prične. Preverjanje ugleda in kvalifikacije upravitelja sklada, likvidnost naložbe, tveganje naložbe in možen pojav težav pri opazovanju, ocenjevanju in poročanju so primeri podatkov, ki vsekakor ne smejo ostati nepreverjeni. Prav tako je priporočljivo, da investicijski odbor beleži opombe o procesu izbire, kar se lahko izkaže koristno v primeru revizije.

Zagotoviti je treba tudi nadzor nad odtokom sredstev k skladom. Za to mora poskrbeti ali upravljavec premoženja v ustanovi ali pa se to storitev prenese na tretjo stran. V primeru prenosa te storitve je še vedno potreben nadzor, kajti odgovornosti ustanova ne sme prenašati na druge družbe. Brez potrebnega nadzornega sistema lahko pride do pojava prevelikega tveganja v premoženju, strukture premoženja, ki ne ustreza ciljem ustanove in slabega imena, ker je bila ustanova malomarna pri oblikovanju učinkovitega nadzornega sistema. Priporoča se vzpostavitev verižnega sistema, ki se začne pri investicijskem upravitelju ustanove in nadaljuje pri nadzornem odboru. Obstoj in učinkovitost na koncu preveri tudi neodvisni revizor. Z vključevanjem alternativnih naložb v premoženje ustanove lahko pride tudi do dodatnih davčnih obveznosti. Tudi v tem primeru je treba zagotoviti postopek nadzora, ki bo izločal nepotrebne dodatne investicije in s tem davčne obveznosti ter skrbel, da bo bodo podatki o obdavčenih donosih pravilno in pravočasno poročali pristojni instituciji. Ustanova mora prav tako paziti pri naložbah v tuje sklade, saj v takem primeru lahko pride do dodatnih zahtev po poročanju ustreznim institucijam (Mattie, McCarthy, 2004).



#### 4.4.2. Opazovanje

Ob dodajanju alternativnih naložb v premoženje ustanove moramo preveriti, če je po dodatku naložb investicijski odbor še vedno sposoben opazovanja ali pa so dodatne investicije presegle zmožnosti odbora. Odbor si seveda želi rednih poročil o gibanju vrednosti alternativne naložbe. Vendar je v večini primerov vrednost alternativnih naložb prikazana enkrat letno. Še posebej težko dobimo podatek o vrednosti naložbe v skladu privatnega kapitala. V skladih alternativnih naložb, ki so organizirana kot komanditna družba včasih pride do potrebe po dokapitalizaciji. Takrat seveda tudi ustanova dobi zahtevek po prispevku kapitala. Ti zahtevki se lahko pojavijo kot posledica izrednega dogodka ali pa so načrtovani vnaprej. V obeh primerih mora imeti ustanova postopek opazovanja, ki omogoča preverjanje. Tako se izognemo situaciji, ko je dodaten kapital potreben zaradi slabega in neodgovornega upravljanja sklada, kar bi pomenilo nepotreben odliv sredstev ustanove.

Če želijo imeti ustanove sposobnega naložbenega upravitelja, morajo tekmovati s plačami in dodatki, ki jih ponuja dejavnost investiranja. Kljub vsemu, pa mora paziti pri določitvi provizij na donose, saj lahko hitro pride do konflikta interesov. Cilji neprofitnih izobraževalnih ustanov seveda ne dovoljujejo pretiranega izpostavljanja tveganju na račun večje donosnosti, zato mora biti vzpostavljen kontrolni mehanizem, ki onemogoča naložbenemu upravitelju zasledovanje pretirano tveganih naložb. Glede na to, da se je v letu 2003 dogodila vrsta škandalov, ki je temeljila na pojavu »poznega trgovanja«, tj. trgovanje, ki poteka ko je trgovni dan že končan. Ustanovam je za to, da se izognejo takim primerom prakse svetovano, da:

- Investirajo v sklad z dolgo in dokazano zgodovino poslovanja,
- Spremljajo poteze upravljavca,
- Raziščejo ugotovitve inšpekcij ali/in revizij,
- Iščejo sklade z določeni že investiranimi minimalnimi sredstvi.

Ustanove morajo prav tako paziti, da njeni zaposleni ne pridejo v konflikt interesov. V primeru, da je zaposlenec ustanove tudi član svetovalnega odbora sklada, v katerem ima sredstva naložena ustanovi, mora biti jasno pravno opredeljena njegova vloga in dolžnosti na obeh funkcijah. Priporočljiva je tudi omemba takih in podobnih možnih konfliktov interesov v poročilih ustanove. Mnoge ustanove zahtevajo, da njihovi naložbeni upravitelji obiskujejo – vsaj enkrat letno – upravitelje sklada in dobijo odgovore na nekaj ključnih vprašanj:

- Kako v skladu zagotavljajo učinkovitost notranjega nadzora računovodstva in poročanja?
- Kako zagotavljajo varnost tehnologije in dostop do zaupnih informacij?
- Na kakšen način lahko komplementar dostopa do informacij? Če je baziran na spletni aplikaciji, kako varna je le-ta?
- Kakšni varovalni mehanizmi so pripravljeni za najslabši možen scenarij?

### **4.4.3. Ocenjevanje**

Ocenjevanje vrednosti je poseben pojav, ki ga ustanova ne bi doživljala, če bi imela sredstva naložena v bolj tradicionalne oblike naložb. Pri tem velja omeniti tudi zamik med objavo vrednosti alternativne naložbe in objavo finančnega poročila ustanove. Zaradi težav pri ocenjevanju je vsaka informacija, ki jo ustanova pridobi, dragocena. Ko ustanova prejme letno poročilo, je priporočljivo, da dosežke sklada alternativnih naložb primerja s primerljivimi indeksi ali skladi. Za še boljše primerjavo lahko ustanova najame zunanje podjetje, ki z nevtralno analizo na podlagi usmernikov doda k objektivnosti ocene. V primeru, da ima več skladov v premoženju isto alternativno naložbo, lahko ustanova primerja vrednosti in ugotavlja pozitivna ali negativna odstopanja naložbe v njihovem skladu. V primeru odstopanj, ustanova pridobi informacije in pojasnila ter v primeru nestrinjanja o razlogih odstopanj le-ta označi v svojem letnem finančnem poročilu.

### **4.4.4. Poročanje**

Finančno poročanje alternativnih naložb predstavlja težavo. Zato je pomembno, da finančna poročila, pridobljena od sklada ali komanditne družbe vključimo v finančna poročila ustanove. S tem izničimo možnost napak, ki bi temeljile na uporabi različnih sistemov in načinov poročanja. Treba se je držati ustreznih računovodskih standardov, terminologija izrazov mora biti konstantna in ne sme se zaznavati nejasnosti. Poročanje o alternativnih naložbah mora biti v finančnem poročilu ustanove vidno ločeno od ostale vsebine.

## **5. KRITIKA IN ZADRŽKI PRI VKLJUČEVANJU ALTERNATIVNIH NALOŽB V PREMOŽENJE**

### **5.1. SLABOSTI**

Alternativne naložbe pa prinašajo tudi mnoge slabosti, omejitve in zahteve. V tem poglavju je podrobneje opisanih pet največjih slabosti alternativnih oblik naložb. To so zmanjšana likvidnost naložbe, provizije, potencialni dodatni davki, nezavarovanost naložb in povečano tveganje ter netočno oziroma neredno ocenjevanje vrednosti naložb. Omenjenih je tudi nekaj ostalih manj izrazitih slabosti alternativnih naložb. Prav tako so analizirani zadržki pri sestavi premoženja, sestavljenega iz alternativnih naložb.

#### **5.1.1. Zmanjšana likvidnost**

Likvidnost nam pove, kako hitro in s koliko težavami lahko pretvorimo sredstva v denar (v gotovinski obliko). Gotovina je najbolj likvidna finančna oblika, ki je tudi uporabljena za merilo ostalim vrstam investicij. Z gotovino lahko hitro in z najmanj napora opravimo večino finančnih transakcij (Mueller, 2007).

Likvidnost je pomemben dejavnik pri izbiri investicije, mnogi strokovnjaki ga poleg donosnosti in tveganja uvrščajo med tri najpomembnejše lastnosti investicije. Z alternativnimi naložbami se večinoma javno ne trguje ali pa delujejo kot tesno zaprte organizacije. Dostop do investiranega kapitala je tako močno omejen. Vlagatelj mora čakati na konec četrtertletja, leta ali pa pogodbeno določenega roka, da lahko pride do svojih sredstev v gotovinski obliki. Pri nekaterih oblikah alternativnih naložb roka za dostop do sredstev ni, vendar pa traja od nekaj dni do nekaj let, da lahko pridemo do svojih sredstev.

### 5.1.2. Provizije

Alternativne naložbe zahtevajo dodatno delo glede na tradicionalne naložbe. Zahtevnejše in dolgotrajnejše izračunavanje davkov na alternativne investicije in ročno ocenjevanje naložb sta glavna razloga za dodatno delo. Seveda se dodatno delo izrazi tudi v višjih provizijah. Pri alternativnih naložbah poznamo več vrst provizij. Najbolj znani sta letna upravljavka provizija in dodatna spodbujevalna provizija (ang. *Incentive Fee*). Upravljavka provizija, poznana že iz drugih vrst naložb, pomeni da upravitelj naložbe ali sklada vzame določen odstotek sredstev, ki so mu bila zaupana. Večinoma se višina te provizije giblje med 1 in 3 odstotki.

Spodbujevalna provizija je vezana na novoustvarjeno premoženje, od katerega si upravitelj vzame dokaj visokih 15-20 odstotkov. Prav zaradi višine provizije in zaščite vlagatelja imajo spodbujevalne provizije v mnogih skladih vključene omejitve oziroma točke donosa, ki jih mora upravitelj doseči, da je spodbujevalna provizija sploh izplačana. Najbolj znana omejitev oziroma varnostni ukrep je »*high water mark*«<sup>48</sup> Manj znana in uspešna omejitev je »*hurdle rate*«<sup>49</sup>. Obe omejitvi imata tudi slabosti. Upravitelj, ki si ob »*high water mark*« omejitvi že zgodaj v letu zagotovi spodbujevalno provizijo, lahko do konca leta uporablja strategije (pre)nizkega tveganja in posledično donosa, kar negativno vpliva na potencialni donos sklada. Pri »*hurdle rate*« omejitvi pa je nevarnost, da bo upravitelj za dosego omejitve posegal po strategijah (pre)visokega tveganja, ko pa bo prejel spodbujevalno provizijo, bo uporabljal strategije (pre) nizkega tveganja. Kljub zgoraj navedenim pomislekom pa naj bi obe omejitvi pozitivno vplivali na donose skladov alternativnih naložb. Nadaljnja slabost provizij je, da se večkrat pojavljajo v več plasteh. Posredniki za storitve, kot so zavarovanje investicije in svetovanje zaračunavajo dodatne provizije. Tako imajo alternativne naložbe pri nekaterih posrednikih vključenih do 5 plasti provizij<sup>50</sup>.

---

<sup>48</sup> High Water Mark pomeni, da si upravitelj lahko izplača spodbujevalno provizijo le v primeru, ko premoženje sklada preseže maksimalno vrednost premoženja, pri katerem je upravitelj nazadnje prejel spodbujevalno provizijo.

<sup>49</sup> Hurdle Rate pomeni, da mora upravitelj doseči določen nivo donosa, npr. 6%, preden mu je izplačana spodbujevalna provizija.

<sup>50</sup> Vlagatelj mora v tem primeru plačevati upravljalno, spodbujevalno, svetovalno, garancijsko in posredniško provizijo.

### 5.1.3. Davki

Zaradi narave alternativnih naložb večina zakonodaj vključuje dodatne regulativne postopke. Obračunavanje davkov ni izjema, kar pomeni dodatno delo in birokracijo ter v primeru posameznega vlagatelja tudi iskanje profesionalne pomoči. Evropske države imajo, razen redkih izjem, konzervativne zakonodaje glede skladov alternativnih naložb. Prav zato ima veliko število skladov sedež v »off-shore«<sup>51</sup> državah. Vendar mora tudi vlagatelj v ZDA, ki ima glede skladov liberalnejšo zakonodajo, paziti vsaj na dve stvari, sploh če so alternativne naložbe del njegovega IRA-ja<sup>52</sup>.

Prvič, paziti mora na pravila glede prepovedanih transakcij. (ang. *Prohibited Transaction rules*). Sicer je razlaga tega dela zakonodaje precej nejasna tudi pravnim strokovnjakom, vendar v bistvu ta pravila pomenijo, da ne sme priti do konflikta interesov oziroma da vlagatelj ne sme trgovati s sabo, sorodniki ali podjetji in ustanovami, kjer ima vpliv na poslovanje. Drugič, prek IRA-ja ne smete ustvariti »unrelated business taxable income«<sup>53</sup>. To pomeni, da preko vašega pokojninskega računa ne smete vlagati v določene investicije oziroma podjetja (Bischoff, 2005).

### 5.1.4. Nezavarovanost naložb ter povečano tveganje

Velika večina alternativnih investicij je nezavarovanih, kar posledično pomeni povečano tveganje v primerjavi s tradicionalnimi naložbami. Če to združimo z dejstvom, da določen del skladov ne uporablja tehnik varovanja pred tveganjem, zlahka pridemo do zaključka, da so vlagatelji izpostavljeni tveganju izgube dela ali pa celo celega premoženja. Dovolj je lahko le en nepričakovan dogodek, ki sproži pogubno verigo dogodkov.

V prihodnosti bo ta problem postal še bolj očiten, saj skladi znižujejo minimalni vstopni znesek. S tem v sklade vlagajo manj izkušeni in manj premožni vlagatelji, ki jih privabi možnost potencialno večjih donosov.

### 5.1.5. Neredno in netočno ocenjevanje vrednosti naložb

Proces ocenjevanja vrednosti alternativnih naložb ni avtomatiziran proces, v nekaterih primerih je ocenjevanje redko, celo letno.

Thomas Schneeweis (2005) pa opozarja na dodatne težave pri ugotavljanju vrednosti hedge skladov in njihovih donosov. Pogosto se zgodi, da se je leta 2003 napisana raziskava opirala

---

<sup>51</sup> Off-shore so države, ki imajo naložbam vlagateljev prijaznejšo davčno zakonodajo oziroma je investiranje v teh državah olajšano s strani vlad. Med primere off-shore držav sodijo Belize, Nevis, Britanski Deviški otoki itd.

<sup>52</sup> IRA (ang. IRA –Individual Retirement Account) je pokojninski račun v ZDA, ki zagotavlja določene davčne ugodnosti.

<sup>53</sup> UBTI (Unrelated Business Taxable Income) je dohodek, ki ga ustvari davka oproščena entiteta z aktivnostmi, ki so obdavčene.

na podatke iz konca leta 2001. Ti podatki pa so bili prilagojeni nekaterim makroekonomskim značilnostim, ki so datirali celo v leto 1998. Raziskava je potem objavljena v javnosti leta 2005 in seveda podaja zavajajočo sliko vrednosti in gibanja donosov naložb. Mnogi avtorji se v svojih člankih sklicujejo na dejstva in raziskave stare od 5 do 15 let.

Manj kot 30% od 100 največjih hedge skladov na svetu poroča o svojih dosežkih. (Schneeweis, 2005). Pri tem se seveda poraja veliko vprašanje, kakšen vpliv bi imeli skladi, ki svojih dosežkov ne sporočajo bazam podatkov. Svoj prispevek k nejasni sliki dodajo tudi »mrtvi skladi«, ki ob vsakem novem vrednotenju izpadejo iz baz podatkov in dodatno krivijo ocene vrednosti skladov. Baze podatkov v ocene donosov vključujejo tudi donose, ki so nastali preden je sklad pričel poročati svoje dosežke bazi podatkov. Temu pojavu pravimo »backfill bias«. S tem pojavom je vpogled v realno stanje dodatno otežen.

Zaradi zgoraj omenjenih pojavov strokovnjaki potencialnim vlagateljem svetujejo aktiven pristop k investiranju v alternativne naložbe, predvsem hedge sklade, saj se samo z aktivnim iskanjem sposobnih upraviteljev skladov lahko deloma zaščitimo pred odločanjem na podlagi zastarelih, netočnih in pristranskih podatkov.

#### **5.1.6. Druge slabosti**

V nekaterih primerih se vlagatelji srečujejo s precejšnjimi pravnimi stroški. Finančne institucije, ki se primarno ne ukvarjajo z alternativnimi naložbami, najamejo dodatno delovno silo, ki je zadolžena za preverjanje legalnosti investiranja in postopkov alternativnih naložb.

»Fat tails« je pojav, ko donosnosti alternativnih naložb ne sledijo simetričnem vzorcu, temelječem na standardni nestanovitnosti. Namesto standardne porazdelitve so negativno simetrični, kar pomeni večinoma pozitivne stopnje donosnosti, razen nekaj scenarijev ekstremnih izgub. »Fat tails« torej pomeni majhno verjetnost velike izgube (Harper, 2007).

Večina najboljših skladov je zaprta za vlagatelje. Najboljši upravitelji seveda hitro pridobijo sredstva in tako je kar 55% skladov, spremljanih s strani Swiss Bank že zaprtih. Tudi v primeru, da vlagatelj najde uspešnega upravitelja, katerega sklad še sprejema sredstva, ga lahko odvrnejo visoki minimalni vstopni zneski (od 250.000 do 1.000.000 dolarjev).

Kljub nekaterim poizkusom regulacije dejavnosti, institucionalni nadzor nad alternativnimi naložbami ostaja pomanjkljiv. V preteklosti je bil glavni argument za neobstoječo regulativo dejstvo, da so bili glavni vlagatelji institucije in premožni posamezniki, ki na bi bili sposobni sami poskrbeti za svoje interese. Situacija se z zmanjševanjem minimalnih vstopnih zneskov spreminja, tako da lahko v prihodnosti pričakujemo povečan pritisk za oblikovanje potrebnih regulativnih ukrepov.

»Implozije« skladov in prevare so še en izmed dejavnikov, na katere morajo biti potencialni vlagatelji pozorni. Najbolj znan primer je LCTM iz leta 1998. Obstaja pa tudi množica drugih primerov notranjega trgovanja, kraj in prikrivanja izgub (Chorafas, 2003, str. 134, 225).

## **5.2. ZADRŽKI PRI VKLJUČEVANJU ALTERNATIVNIH NALOŽB V PREMOŽENJE**

Primeri premoženj, sestavljenih izključno iz alternativni oblik naložb, so zelo redki. Vzrok za to lahko, poleg v tem poglavju že omenjenih slabosti, poiščemo v dodatnih omejitvah in zahtevah, ki jih investiranje v alternativne oblike naložb prinaša. Nekatere raziskave ugotavljajo precenjeno donosnost in podcenjeno tveganje alternativnih naložb, ki naj bi jih izkazovali indeksi oziroma baze podatkov. Tako sta leta 2006 Burton Malkiel<sup>54</sup> in Atanu Saha v reviji *Journal of Finance* predstavila študijo, ki dokazuje, da so donosi, poročani s strani TASS Research baze podatkov, ukrivljeni navzgor zaradi različnih vgrajenih pristranskosti (survivorship bias, backfill bias, end-of-life reporting<sup>55</sup>). TASS Research baza podatkov obsega preko 5500 hedge skladov, katerih podatki segajo celo v zgodnja devetdeseta leta (Patterson, 2005). Ugotovitev študije je, da so hedge skladi bolj tvegani in manj donosni kot to prikazujejo baze podatkov in indeksi. Seveda so se na študijo odzvali tudi upravitelji hedge skladov in baz podatkov o hedge skladih, ki trdijo, da avtorja zamenjujeta baze podatkov z indeksi ter da resni indeksi, kot sta indeksa podjetij Tremont in VAN ne vključujejo pristranskosti. Prav tako sta avtorja zaključek za celotno dejavnost potegnili na osnovi raziskave ene baze podatkov, pa še to le javno dostopnega dela (Patterson, 2005)

Ne glede na pravilnost Malkielove študije pa je jasno, da pri alternativnih naložbah obstajajo skrita tveganja, glajenje nestanovitnosti in precenjeni kazalniki. Težave pri iskanju primerne kazalnika razmerja med donosom in tveganjem so opisane že v poglavju 4.1.

Med skrita tveganja lahko uvrstimo tudi možnost izgube vseh naloženih sredstev, kar se v primeru tradicionalnih naložb ne zgodi. Ob povečanem številu skladov alternativnih naložb se prav tako pojavlja problem pomanjkanja kvalitetnega kadra, saj je večina primernih upraviteljev že angažiranih. To pomeni, da vlagatelj, ki vlaga v nov sklad lahko naleti na manj izkušenega upravitelja z manj znanja, ki posledično dosega podpopprečne rezultate. Chorafas (2003) ima za vlagatelje jasen nasvet, kakšnih tveganj se mora izogibati:

- Tveganj, ki jih ne razume,
- Tveganj, katerih posledic ne moremo predvideti,
- Tveganj, ki jih ne moremo stalno meriti in kontrolirati.

---

<sup>54</sup> Burton Malkiel (1932-) je ekonomist in avtor številnih člankov in knjig. Njegova knjiga *A Random Walk Down Wall Street* je ena najbolj prodajanih knjig s področja financ v zgodovini. Je profesor ekonomije na univerzi Princeton.

<sup>55</sup> End-of-life reporting je pojav, ko hedge skladi, ki se zaradi slabih rezultatov zapirajo, že mesece pred koncem ne poročajo več svojih rezultatov.

Nadaljnjo past predstavlja zavajajoče oglaševanje posameznih ponudb alternativnih naložb. Chorafas (2003) navaja številne primere pretiravanj in laži v reklamnih gradivih, zavajajočih trditev in zakrivanj klavzul v drobni tisk. Schneeweis (2005) opozarja, da je večina vlagateljev potrošnikov podatkov. To pomeni, da nekritično sprejmejo objavljene podatke za resnične in ne preverjajo izvora in metod, s katerimi so bili podatki pridobljeni in obdelani.

To ne velja samo za posameznike, ampak tudi za institucije in celo akademike. Vlagatelji ne preverjajo aktualnosti podatkov, logike, ki spremlja zaključke raziskav itd. Če dodamo še dejstvo, da so alternativne naložbe preveč komplicirane za večino vlagateljev, lahko zaključimo, da je končni uporabnik slabo obveščen, kar pa je seveda ravno v nasprotju z zgoraj navedenimi pravili.

Tudi za prihodnost alternativnih naložb ostaja nekaj odprtih dilem. Mnogi strokovnjaki napovedujejo, da se bodo za večjo konkurenčnost morale zmanjšati provizije skladov alternativnih naložb. Toda zadnji trendi zaenkrat kažejo nadaljnjo povišanje provizij najbolj uspešnih skladov in upraviteljev (A Fee Frenzy At Hedge Funds, 2005). Napoveduje se tudi, da bodo morale alternativne naložbe ohraniti  $\alpha$  in obenem znižati stroške za končnega uporabnika. Mnenja se delijo glede smeri gibanja razvoja oblik alternativnih naložb. Nekateri predvidevajo, da bodo skladi alternativnih naložb v želji pridobivanja povprečnih vlagateljev izgubili nekatere lastnosti alternativnih naložb in postali bolj podobni skladov tradicionalnih naložb. Vendar pa trenutno specializiranje nekaterih skladov ne govori v prid tem predvidevanjem. Specializirani skladi posledično tudi prinašajo še bolj izrazite prednosti in slabosti alternativnih naložb. Opaža se tudi pojav hibridnih vzajemnih skladov<sup>56</sup>, ki skušajo združevati prednosti tradicionalnih in alternativnih oblik naložb.

Ugotovim lahko, da so alternativne naložbe primerne za vlagatelja, ki je:

- Nase pripravljen sprejeti znana in skrita tveganja,
- Pripravljen vezati sredstva za daljše časovno obdobje (minimum 5 let),
- Ima znanje potrebno za raziskavo dejstev, ki so na voljo,
- Ima čas, potreben za preverjanje podatkov in potencialna druga dodatna opravila,
- Je pripravljen nase prevzeti dodatne davčne ali drugačne obveznosti.

Zaradi zgoraj omenjenih pogojev je jasno, da alternativne naložbe veliki večini vlagateljev ne morejo zamenjati njihovega tradicionalnega premoženja. Samo dobro poučen vlagatelj, ki je pripravljen izpolniti zgoraj omenjene pogoje, lahko z dodajanjem alternativnih naložb izboljša razmerje med donosnostjo in tveganjem premoženja. Ali kot je izjavil Jon Perrson (2003), investicijski načrtovalec: «Vse težje je najti alternativne naložbe z nadpovprečnimi donosi, ki upravičijo povečana tveganja, ki ga sprejmete. Razen seveda, če ste »v klubu«. In verjemite mi, večina vlagateljev ni, ne glede na njihovo lastno mnenje.»

---

<sup>56</sup> Hibridni vzajemni skladi so skladi, ki uporabljajo strategije hedge skladov, obenem pa so regulirani (omejena uporaba finančnih tehnik, redno poročanje itd.).

## 6. SKLEP

Upravljanje alternativnih naložb je hitro rastoča dejavnost, ki zajema dokaj heterogeno skupino naložb. Opredelimo jih kot tiste naložbe, katerih upravljanje zahteva aktiven pristop, pogojen z znanjem o trgih in finančnih instrumentih ter so zaradi svoje zapletenosti in strukture neprimerne za povprečnega vlagatelja. Za aktivno upravljanje alternativnih naložb upravitelji uporabljajo tudi edinstvene naložbene tehnike in strategije. S temi tehnikami in strategijami se nato izkorišča tržne nepopolnosti in dosega potencialne nadpovprečne donose.

Zaradi nizkih korelacij alternativnih naložb s tradicionalnimi naložbami je omogočena tudi dodatna razpršitev tveganja in zmanjšana odvisnost od tržnih nihanj. Slednja lastnost se je zelo očitno pokazala po letu 2000. V tem obdobju so tradicionalne naložbe dosegale podpovprečne rezultate, alternativne oblike naložb pa so ohranile konstantno donosnost.

Vključevanje hedge skladov ali skladov terminskih pogodb poveča donosnost in dodatno razprši tveganje tradicionalnega premoženja. Nepremičnine, blago in skladi privatnega kapitala po drugi strani izboljšajo donosnost tradicionalnega premoženja in rahlo razpršijo tveganje. Izjema so le skladi privatnega kapitala, ki v proučevanem obdobju zaradi podpovprečnih rezultatov celo poslabšajo profil tradicionalnega premoženja. Za vse oblike alternativnih naložb velja, da največje pozitivne učinke dosegajo v časih padajočih trendov tradicionalnih oblik naložb. Tradicionalno premoženje vlagatelju na dolgi rok prinaša manjšo donosnost kot alternativno premoženje, vendar navadno ob manjšem tveganju. Kljub manjši donosnosti za večino vlagateljev tradicionalne naložbe, predvsem zaradi likvidnosti in transparentnosti, ostajajo edini vir naložb v premoženju. Problem nastane v obdobju padajočih trendov, ko pride do bistvenega upada donosnosti tradicionalnih naložb. Alternativne naložbe so v tem primeru sredstvo za izboljšanje lastnosti premoženja. Delež in sestava alternativnih naložb, ki jih dodamo tradicionalnem premoženju, sta odvisna od preferenc vlagatelja glede likvidnosti, tveganja in časovnega horizonta naložb. Strokovnjaki in modeli optimizacije premoženja zaradi slabosti alternativnih naložb kot absolutno zgornjo mejo deleža alternativnih naložb v premoženju navajajo 20 odstotni delež. Premoženja, sestavljena izključno iz alternativnih naložb glede na zgornjo sestavo, dosegajo višjo donosnost, vendar ob povečanem tveganju. Zaradi slabosti alternativnih naložb so ta premoženja izredno redka, še posebej pri povprečnih vlagateljih.

Vlagatelji, ki tovrstna premoženja zasledujejo, morajo biti pripravljeni na zmanjšano likvidnost, visoke provizije, morebitne dodatne davčne obveznosti, nezavarovanost naložb in netransparentnost v obliki nerednega in netočnega ocenjevanja vrednosti naložb. Neredno in netočno poročanje rezultatov, nesimetričnost donosov in različne vrste pristranskosti so razlogi, zaradi katerih mnogi finančni strokovnjaki trdijo, da so stopnje donosnosti alternativnih naložb tudi precenjene, stopnje tveganj pa hkrati podcenjene.



Alternativne naložbe torej povprečnemu vlagatelju ne morejo nadomestiti tradicionalnih oblik naložb. V prihodnosti lahko pričakujemo nove oblike kot so hibridni vzajemni skladi, hkrati pa tudi nižje stroške alternativnih naložb in zniževanje minimalnih vstopnih vsot. Kljub temu bodo alternativne oblike naložb še nekaj časa primerne predvsem za vlagatelje, ki se bodo zavedali njihovih slabosti in omejitev in pripravljene posvetiti več časa njihovem izboru.

## LITERATURA

1. Berk Aleš et al.: Poslovne finance. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2004. 298 str.
2. Chorafas Dimitris N.: Alternative Investments and the Mismanagement of Risk. New York : Palgrave MacMillan, 2003. 260 str.
3. Eichholtz Piet M.A., Geltner David.: Four Centuries of Location Value: Implication for Real Estate Capital Gain in Central Places. Maastricht : Maastricht University, 1997. 19 str.
4. Eichholtz Piet M.A. et al.: Continental Factors in International Real Estate Returns. Real Estate Economics, Maastricht, 26 (1998).
5. Eichholtz Piet M.A., Mahieu Ronald, Schotman Peter C.: Real Estate Diversification: By Country or by Continent?, Maastricht : Maastricht University, 1999.
6. Fernando K. V.: Practical Portfolio Optimization. Oxford : NAG Ltd., 2007. 20 str.
7. Global Markets: Deutsche Bank; 2006 Alternative Investment Survey. Frankfurt : Deutsche Bank`s Hedge Fund Capital Group, 2007. 28 str.
8. Hoesli Martin, Lekander Jon, Witkiewicz Witold: International Evidence on Real Estate as a Portfolio Diversifier. Journal of Real Estate Research, 26 (2004), 2, 34 str.
9. Lo Andrew: The Statistics of Sharpe Ratios. Financial Analysts Journal, Cambridge, Massachusetts : MIT, 58 (2002), 4.
10. Malkiel Burton, Saha Atanu: Hedge Funds: Risk and Return, Journal of Finance, 61 (2005), 8 str.
11. Mattie John, McCarthy Jack: Meeting the Challenges of Alternative Investments. PricewaterhouseCoopers, 2007, 12 str.
12. Pučko Danijel: Analiza in načrtovanje poslovanja. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001. 335 str.
13. Schneeweis Thomas: Issues in Academic and Practitioner Research. Amherst : University of Massachusetts, 2005. 44 str.
14. Schneeweis Thomas, Karavas Vassilios N., Georgiev Georgi: Alternative Investments in the Institutional Portfolio. Amherst : University of Massachusetts, 2002. 19 str. (5 pril.)
15. Taylor Bob: Developing Portfolio Optimization Models. 2006. 4 str.
16. Terhaar Kevin, Staub Renato, Singer Brian: Appropriate Policy Allocation for Alternative Investments. New York : The Journal of Portfolio Management, 2003. str. 101-110

17. The 2005-2006 Russell Survey on Alternative Investing. Russell Research. 2006. 12 str. (tbl 4)
18. The Benefits of Commodity Investment. Amherst : CISDM Research Department, 2006. 19 str.
19. The Benefits of Hedge Funds. Amherst : CISDM Research Department, 2006. 25 str.
20. The Benefits of Managed Futures. Amherst : CISDM Research Department, 2006. 18 str.
21. The Benefits of Private Equity Amherst : CISDM Research Department, 2006. 19 str.
22. The Benefits of Real Estate Investment Amherst : CISDM Research Department, 2006. 15 str.
23. World Wealth Report. Phoenix : Capgemini, 2003. 19 str.

## **VIRI**

1. A Beginner's Guide To Hedging.  
[URL: <http://www.investopedia.com/articles/basics/03/080103.asp>], 9.10. 2007.
2. A Brief History of the Hedge Fund.  
[URL: <http://www.investopedia.com/articles/mutualfund/05/HedgeFundHist.asp>], 9.10. 2007.
3. A Fee Frenzy At Hedge Funds: Personal Business.  
[URL:[http://www.businessweek.com/magazine/content/05\\_23/b3936115\\_mz070.htm](http://www.businessweek.com/magazine/content/05_23/b3936115_mz070.htm)], 6.6. 2005.
4. Appleby Denise: The Pros And Cons Of Alternative Investments.  
[URL: <http://www.investopedia.com/articles/retirement/06/AltInvestmentsProsandCons.asp>], 22.5. 2006.
5. Attalus Capital Glossary.  
[URL: [http://attalus.com/01\\_home/01c\\_glossary/glossary.html](http://attalus.com/01_home/01c_glossary/glossary.html)], 9.10. 2007.
6. Benner Katie: How the very rich invest their wealth?  
[URL: [http://money.cnn.com/2007/01/24/news/economy/benner\\_affluent.fortune/index.htm](http://money.cnn.com/2007/01/24/news/economy/benner_affluent.fortune/index.htm)], 25.1. 2007.
7. Bischoff Bill: Unusual IRA Investments.  
[URL: <http://www.smartmoney.com/taxmatters/index.cfm?story=20051212&src=fb&nav=RSS20>], 16.12. 2005.
8. Buffett Warren: How He Does It?  
[URL: <http://www.investopedia.com/articles/01/071801.asp>], 22.4. 2005.
9. Diversification Beyond Equities.  
[URL: <http://www.investopedia.com/articles/05/021105.asp>], 11.2. 2005.

10. Farrell Paul B.: Alternative investments: lipstick on a frog? Wall Street spins you toward risks so it reaps rewards.  
[URL: <http://www.marketwatch.com/news/story/wall-street-spins-you-toward/story.aspx?guid=%7B7C8DD932-A828-4E78-84AC-BCF82BDE0BB9%7D>], 26.2. 2007.
11. Frequently Used Terms.  
[URL: [http://www.utimco.org/funds/allfunds/2006annual/faq\\_terms.asp](http://www.utimco.org/funds/allfunds/2006annual/faq_terms.asp)], 9.10. 2007.
12. Harper David: Introduction to Hedge Funds – Part Two.  
[URL: <http://www.investopedia.com/articles/03/121003.asp>], 9.10. 2007.
13. Hedge Fund Research.  
[URL: <ftp://ftp.laportesoft.com/pub/laporte/hedgecat.pdf>], 9.10. 2007.
14. History.  
[URL: <http://www.europeanvc.com/history.htm>], 12.12. 2003.
15. Increased Interest in Alternative Investments, Hedge Funds & Real Estate, Finds World Wealth Report.  
[URL: [http://www.ml.com/index.asp?id=7695\\_7696\\_8149\\_8688\\_8576\\_5803](http://www.ml.com/index.asp?id=7695_7696_8149_8688_8576_5803)], 23.6. 2003.
16. Investopedia.  
[URL: <http://www.investopedia.com/terms/f/futures.asp>], 9.10. 2007.
17. Investopedia.  
[URL: <http://www.investopedia.com/terms/l/leverage.asp>], 9.10. 2007.
18. Investopedia.  
[URL: <http://www.investopedia.com/terms/s/stockoption.asp>], 9.10. 2007.
19. Investopedia.  
[URL: <http://www.investopedia.com/terms/u/uptickrule.asp>], 9.10. 2007.
20. Kuepper Justin: Trading the Odds with Arbitrage.  
[URL: <http://www.investopedia.com/articles/trading/04/111004.asp>], 9.10. 2007.
21. Macquarie: How alternative investments can work in your portfolio.  
[URL: [http://personal.macquarie.com.au/personal/investment\\_strategies/accelerate\\_wealth/alt\\_long\\_term/portfolio\\_detail.htm](http://personal.macquarie.com.au/personal/investment_strategies/accelerate_wealth/alt_long_term/portfolio_detail.htm)], 9.10. 2007.
22. McClure Ben: Modern Portfolio Theory: An Overview.  
[URL: <http://www.investopedia.com/articles/06/MPT.asp>], 14.3. 2006.
23. McWhinney Jim: Introduction To Diversification.  
[URL: <http://www.investopedia.com/articles/basics/05/diversification.asp>], 16.12. 2005.

24. Merrill Lynch: Merrill Lynch and Capgemini Report Sharp Increases in Wealthy North American and Asian Investors.  
[URL: [http://www.ml.com/index.asp?id=7695\\_7696\\_8149\\_6261\\_14832\\_14938](http://www.ml.com/index.asp?id=7695_7696_8149_6261_14832_14938)], 15.6. 2004.
25. Mueller Jim: Diving In To Financial Liquidity.  
[URL: <http://www.investopedia.com/articles/basics/07/liquidity.asp>], 16.3. 2007.
26. Patterson Scott: Hedge-Fund Leaders Fire Back After Study Questions Returns.  
[URL: [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/articles/hedgefundreturnbias.htm](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/articles/hedgefundreturnbias.htm)], 27.1. 2005.
27. Short Selling.  
[URL: <http://www.investopedia.com/university/shortselling/shortselling4.asp>], 9.10. 2007.
28. Short Selling.  
[URL: <http://www.investopedia.com/university/shortselling/shortselling2.asp>], 9.10. 2007.
29. The Importance Of Diversification.  
[URL: <http://www.investopedia.com/articles/02/111502.asp>], 9.10. 2007.
30. The Sharpe Ratio Can Oversimplify Risk.  
[URL: <http://www.investopedia.com/articles/07/SharpeRatio.asp>], 9.10. 2007.
31. University of Texas; Frequently Asked Questions.  
[URL: [http://www.utimco.org/funds/allfunds/2006annual/faq\\_terms.asp](http://www.utimco.org/funds/allfunds/2006annual/faq_terms.asp)], 9.10. 2007.
32. Wikipedia.  
[URL: <http://en.wikipedia.org/>], 9.10. 2007.
33. Zlatos Bill: Universities graduate to alternative investments.  
[URL: [http://www.pittsburghlive.com/x/pittsburghtrib/news/mostread/s\\_494100.html](http://www.pittsburghlive.com/x/pittsburghtrib/news/mostread/s_494100.html)], 25.2. 2007.



## SLOVARČEK TUJIH IZRAZOV

<b>Absolute Return</b>	absolutni donos
<b>Arbitrage</b>	arbitraža
<b>Backfill Bias</b>	pristranskost, ki izhaja iz zajetja podatkov dosežkov sklada, še preden so le-ti začeli poročati v bazo podatkov
<b>Burst Bubble</b>	pok mehurčka (na borzi)
<b>Call Away</b>	odpoklic
<b>Convertible Arbitrage</b>	spremenljiva arbitraža
<b>Distressed</b>	strategija, ki se osredotoča na podjetja v težavah
<b>Diworsification</b>	pretirana razpršitev
<b>Efficient Frontier</b>	meja učinkovitosti
<b>Emerging Markets</b>	porajajoči trgi
<b>Endowment</b>	ustanova
<b>Equity</b>	kapital
<b>Equity Long/Short</b>	strategija dolgih/kratkih pozicij
<b>Equity Market Neutral</b>	strategija nevtralnega trga
<b>Event Driven Strategies</b>	dogodkovne strategije
<b>Exchange Traded Fund</b>	skladi, ki ponujajo trgovanje na dnevni ravni z različnimi produkti (delnice, košarice delnic, indeksi...)
<b>Fat Tails</b>	odebljen »rep« pri krivulji porazdelitve donosnosti
<b>Fixed Income Arbitrage</b>	finančni instrumenti s stalnimi donosi
<b>Fixed Income Securities</b>	vrednostni papirji s stalnim donosi
<b>Foreign Exchange</b>	strategija tuje valute
<b>Fund of Funds</b>	sklad skladov
<b>Futures</b>	terminske pogodbe
<b>General Partner</b>	komplementar
<b>Global Macro</b>	globalna makro strategija
<b>Hedge Fund</b>	hedge sklad
<b>Hedging</b>	zavarovanje pred tveganjem
<b>High Net worth Individuals</b>	premožni posamezniki
<b>High Water Mark</b>	vrednostna točka, ki jo mora upravitelj preseči, da je upravičen do provizije
<b>Holding Time</b>	čas držanja
<b>Horizon</b>	časovni horizont vlagateljja
<b>Hurdle Rate</b>	vnaprej določena stopnja donosnosti, ki jo mora vlagatelj ali upravitelj preseči
<b>Implosion</b>	implozija
<b>Incentive Fee</b>	spodbujevalna provizija

<b>Institutional Portfolio</b>	premoženje institucije
<b>IRA</b>	pokojninski račun
<b>Kurtosis</b>	sploščenost
<b>Large Cap Stocks</b>	delnice z visoko tržno kapitalizacijo
<b>Leverage</b>	finančni vzvod
<b>Limited Partner</b>	komandisti
<b>Limited Partnership</b>	komanditna družba
<b>Liquidity</b>	likvidnost
<b>Macro</b>	makro strategija
<b>Managed Futures</b>	sklad terminskih pogodb
<b>Management Fee</b>	upraviteljska strategija
<b>Market Defensive</b>	tržno obrambna strategija
<b>Merger Arbitrage</b>	združitevna arbitraža
<b>Multi-strategy</b>	multi strategija
<b>Off – shore fund</b>	eksteritorialni sklad
<b>Opportunistic Strategies</b>	oportunistične strategije
<b>Options</b>	opcijske pravice
<b>Policy Allocation</b>	politika razporeditve
<b>Portfolio</b>	premoženje
<b>Portfolio Optimization Model</b>	model optimizacije premoženja
<b>Private Equity Fund</b>	sklad privatnega kapitala
<b>Prohibited Transaction Rules</b>	pravila prepovedanih poslov
<b>Qualified Investor</b>	poučeni vlagatelj
<b>Real Estate</b>	nepremičnina
<b>Regulation D Fund</b>	sklad predpisa D
<b>REIT</b>	nepremičninski investicijski sklad
<b>Relative Value Strategies</b>	strategije relativne vrednosti
<b>Sector</b>	sector strategija
<b>Short and Distort</b>	uporabi kratko pozicijo in izkrivi (sliko o podjetju/tarči)
<b>Short Selling</b>	nekrita prodaja
<b>Skewness</b>	simetričnost
<b>Small Cap Stocks</b>	delnice z nizko tržno kapitalizacijo
<b>Spread</b>	razpon
<b>Strike</b>	cena, pri kateri lahko lastnik opcijske pravice proda ali kupi delnico
<b>Survivorship Bias</b>	preživetvena pristranskost
<b>Trading Technique</b>	trgovalna tehnika
<b>Unrelated Business Taxable Income</b>	dohodek, ki ga ustvari davka oproščena entiteta z aktivnostmi, za katere se plača davek
<b>Venture Capital Fund</b>	sklad tveganega kapitala
<b>Volatility</b>	nestanovitnost