

UNIVERZA V LJUBLJANI

EKONOMSKA FAKULTETA

**DIPLOMSKO DELO**

**UPRAVLJANJE IN IZBOR OBVEZNIŠKIH  
VZAJEMNIH SKLADOV S STRANI MALIH  
VLAGATELJEV**

Ljubljana, junij 2007

ŽIVA ČARE

## IZJAVA

Študentka Živa Čare izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom mag. Aleša Berka in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 01.06.2007

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

# KAZALO

<b>1</b>	<b>UVOD</b> .....	<b>1</b>
<b>2</b>	<b>OBVEZNICE KOT NALOŽBENI RAZRED</b> .....	<b>2</b>
<b>3</b>	<b>VLAGATELJI, ZA KATERE SO PRIMERNE OBVEZNICE</b> .....	<b>5</b>
<b>4</b>	<b>DONOSNOST IN TVEGANJE OBVEZNICE</b> .....	<b>6</b>
4.1	DONOSNOST OBVEZNICE .....	6
4.2	TVEGANJE OBVEZNICE .....	8
4.2.1	TVEGANJE SPREMEMBE OBRESTNE MERE .....	8
4.2.2	KREDITNO TVEGANJE .....	11
4.2.3	LIKVIDNOSTNO TVEGANJE .....	12
4.2.4	VALUTNO TVEGANJE .....	12
4.2.5	INFLACIJSKO TVEGANJE .....	12
4.2.6	POLITIČNO TVEGANJE .....	13
4.3	KRIVULJA DONOSNOSTI .....	13
<b>5</b>	<b>UPRAVLJANJE PREMOŽENJA OBVEZNIC</b> .....	<b>14</b>
5.1	NALOŽBENE STRATEGIJE UPRAVLJANJA PREMOŽENJA OBVEZNIC	15
5.1.1	AKTIVNE STRATEGIJE.....	16
5.1.2	PASIVNE STRATEGIJE.....	20
<b>6</b>	<b>UPORABA IZVEDENIH FINANČNIH INSTRUMENTOV</b> .....	<b>24</b>
6.1	TERMINSKA POGODBA .....	25
6.2	TERMINSKI POSEL .....	26
6.3	OPCIJA .....	26
6.4	ZAMENJAVE .....	27
6.5	IZVEDENI FINANČNI INSTRUMENTI ZA ZAVAROVANJE PRED OBRESTNIM TVEGANJEM .....	27
6.5.1	OBRESTNI TERMINSKI POSEL .....	27
6.5.2	DOGOVOR O TERMINSKI OBRESTNI MERI.....	28
6.5.3	TERMINSKA POGODBA NA OBRESTNO MERO .....	29
6.5.4	ZAMENJAVA OBRESTNIH MER .....	30
6.5.5	OPCIJE NA ZAMENJAVO OBRESTNIH MER .....	30
6.5.6	OBRESTNE OPCIJE (KAPICA, DNO, OVRATNICA) .....	31
6.6	IZVEDENI FINANČNI INSTRUMENTI ZA ZAVAROVANJE PRED VALUTNIM TVEGANJEM.....	31
6.6.1	VALUTNI TERMINSKI POSEL .....	31
6.6.2	VALUTNA TERMINSKA POGODBA .....	32
6.6.3	DEVIZNA ZAMENJAVA.....	33
6.6.4	VALUTNA OPCIJA .....	33
6.7	IZVEDENI FINANČNI INSTRUMENTI ZA ZAVAROVANJE PRED KREDITNIM TVEGANJEM.....	35

6.7.1	KREDITNE ZAMENJAVE .....	35
6.7.2	OPCIJE NA KREDITNE ZAMENJAVE .....	36
6.7.3	ZAMENJAVA CELOTNE DONOSNOSTI.....	36
<b>7</b>	<b>INVESTICIJSKI SKLADI.....</b>	<b>36</b>
7.1	RAZVOJ INVESTICIJSKIH SKLADOV .....	36
7.2	OPREDELITEV INVESTICIJSKIH SKLADOV .....	37
7.3	ZNAČILNOSTI OBVEZNIŠKIH VZAJEMNIH SKLADOV .....	39
7.4	IZBOR OBVEZNIŠKEGA VZAJEMNEGA SKLADA S STRANI MALEGA VLAGATELJA .....	43
<b>8</b>	<b>SKLEP.....</b>	<b>44</b>
	<b>LITERATURA.....</b>	<b>46</b>
	<b>VIRI.....</b>	<b>47</b>

## KAZALO SLIK

Slika 1:	Odnos med ceno in stopnjo donosnosti .....	11
Slika 2:	Vzporedni premik .....	17
Slika 3:	Ploščenje .....	18
Slika 4:	Več naklona .....	18
Slika 5:	Pozitivni metulj.....	18
Slika 6:	Negativni metulj.....	19
Slika 7:	Strategija naboja.....	19
Slika 8:	Barbellova strategija .....	20
Slika 9:	Strategija lestve.....	20

# 1 UVOD

V zadnjem času so vzajemni skladi postali eden izmed pomembnih udeležencev na finančnih trgih. Vzajemni skladi so predvsem namenjeni vlagateljem, ki želijo denarna sredstva investirati v vrednostne papirje, vendar nimajo dovolj časa in znanja, da bi to opravili neposredno. Zaradi tega naložbe denarnih sredstev zaupajo upravljavcem vzajemnih skladov, ki z razpršenostjo naložb zmanjšujejo tveganje takih naložb. V Sloveniji so vlagatelji v marcu 2007 lahko izbirali med 221 vzajemnimi skladi, ki so pridobili dovoljenje od Agencije za trg vrednostnih papirjev. Po številu in po obsegu sredstev prevladujejo delniški skladi, sledijo jim obvezniški skladi, ki jih obravnava diplomsko delo.

Možnost investiranja na trgu obveznic prinaša možnost učinkovitejše razpršitve naložb in tako ugodnejšega razmerja med donosnostjo in tveganjem. Naložba v obveznice je nekoliko bolj tvegana kot vezani depozit v prvovrstni banki, vendar navadno precej manj tvegana kot naložba v delnice in bolj tvegana kot naložba v obvezniški vzajemni sklad.

Obvezniški vzajemni skladi svoja sredstva nalagajo v dolžniške vrednostne papirje (obveznice) in instrumente denarnega trga (zakladne menice, blagajniške zapise), ki so načeloma manj tvegane naložbe kot lastniški vrednostni papirji (delnice) in ki prinašajo relativno stalne in stabilne donose (obresti). Tako obvezniški skladi zagotavljajo donosno, likvidno in relativno varno obliko naložbe, saj je naložba v investicijski kupon vzajemnega sklada nizko tvegana. Izdajatelji obveznic so lahko države, državne agencije, lokalne skupnosti ali podjetja.

V diplomskem delu so podrobneje predstavljene različne vrste obveznic in izračunavanje njihove donosnosti. Prikazane so vrste ter oblike krivulje donosnosti. Poseben poudarek je namenjen različnim tehnikam in strategijam upravljanja premoženja obveznic. Podrobneje so opisani izvedeni finančni instrumenti, ki se jih upravljavci poslužujejo za izvajanje aktivnih strategij upravljanja.

Namen diplomskega dela je predstaviti značilnosti obvezniških vzajemnih skladov, njihove posebnosti, upravljanje le-teh in podati oceno primernosti za male vlagatelje. Diplomsko delo je razdeljeno na osem poglavij. V začetnih poglavjih so opisane obveznice, njihove lastnosti in značilnosti, predstavljene so donosnosti in tveganja ter obrazložena trajanje in konveksnost obveznic. V petem poglavju so predstavljene različne naložbene strategije upravljanja s premoženjem obveznic oz. obvezniškim vzajemnim skladom; v šestem pa je predstavljena uporaba izvedenih finančnih instrumentov kot instrument zavarovanja pred različnimi vrstami tveganj. V predzadnjem poglavju so opredeljeni investicijski in vzajemni skladi ter bolj podrobno opisani obvezniški vzajemni skladi in izbor le-teh s strani malih vlagateljev. V zadnjem osmem poglavju pa so povzete sklepne ugotovitve.

## 2 OBVEZNICE KOT NALOŽBENI RAZRED

Posamezniki s svojo dejavnostjo pridobivajo denarna sredstva, ki jih delno porabijo za tekočo potrošnjo, preostali del pa prihranijo oz. naložijo. Prihranke lahko naložijo realno (npr. nakup nepremičnin, trajnih potrošnih dobrin) ali finančno in to bodisi neposredno ali posredno prek finančnih institucij. Finančne naložbe so naložbe v državo (dolgoročne, kratkoročne naložbe), v finančne institucije (investicijski skladi, pokojninski skladi, zavarovanja, idr), v podjetja (upniške in lastniške finančne naložbe) in izvedene finančne naložbe (opcije, terminske pogodbe, terminski posli, finančne zamenjave).

Obveznica je pravna listina, ki njenemu imetniku daje določene pravice, le-te pa se s prenosom obveznice prenesejo na drugo osebo. Imetnik obveznice ni lastnik družbe izdajatelja in nima glasovalnih pravic. Namen izdajanja obveznic je predvsem zbiranje večjih denarnih sredstev za daljše časovno obdobje, kar bi en sam težko zagotovil.

Obveznica je dokument, ki je sestavljen iz dveh delov. Osnovni del je plašč, ki vsebuje naslednje podatke (Brigham, 2002, str. 120):

- nominalna vrednost obveznice v določeni valuti,
- datum izdaje in rok zapadlosti,
- naziv družbe izdajatelja ter njegov podpis,
- obveznost izdajatelja do vračila navedenega nominalnega zneska,
- pravico imetnika do obresti glede na sposojeni znesek,
- oznaka obveznice,
- serijska številka itd.

Drugi del obveznice pa sestavljajo kuponi, na podlagi katerih dolžnik plačuje glavnico in pripadajoče obveznice.

Poznamo veliko različnih oblik obveznic. Njihove značilnosti so v nadaljevanju razdeljene glede na izdajatelja (javne in zasebne obveznice), nato pa so predstavljene še posebne oblike obveznic.

**Javne obveznice** delimo na dve podskupini:

- državne,
- komunalne.

Državne obveznice izdajajo države oz. njihove vlade in so namenjene financiranju proračunskega primanjkljaja ali posameznih državnih projektov. Te obveznice so najvišje kakovosti, saj za poravnavo obveznosti jamči država s proračunom in svojim premoženjem. Zaradi tega so tudi najmanj tvegane, posledično imajo tudi najnižji donos.

Državne obveznice delimo na tržne in netržne. Netržne državne obveznice so neprenosne in se z njimi ne trguje. Njihove značilnosti so (Svilan, 1990 str. 49):

- ne moremo jih unovčiti,
- nimajo tržne cene,
- odkupna cena in donos sta natisnjeni na obveznici,
- glasijo se na ime naložbenika,
- so brezkuponske,
- prodajajo jih z diskontom od nominalne vrednosti,
- kupujemo jih lahko le pri posebnem vladnem organu, ki jih tudi edini odkupuje,
- ne moremo jih uporabiti kot jamstvo za posojilo.

Značilnosti tržnih obveznic, s katerimi se trguje, pa so naslednje:

- so prenosljive,
- so unovčljive,
- imajo tržno ceno, ki se objavlja vsak dan,
- tržna cena je odvisna od ponudbe in povpraševanja in se zato spreminja,
- imetniki poleg obresti dobivajo tudi donos, ki predstavlja razliko med prodajno in nakupno ceno,
- izdajatelji izplačujejo obresti na podlagi kuponov,
- zanje je značilna trdna obrestna mera,
- prodajajo jih po nominalni vrednosti,
- kupujemo jih na trgu od posrednikov ali preko posebnega državnega organa,
- lahko jih uporabimo kot jamstvo za posojilo.

Komunalne obveznice izdajajo javno pravne finančne organizacije in lokalne oblasti. Te obveznice so – prav tako kot državne – netvegane, donos je zanesljiv, vendar nižji kot pri zasebnih obveznicah. Raven zanesljivosti je manjša v primerjavi z državnimi obveznicami, zato je donos komunalnih obveznic višji. Ponavadi jih izdajajo v serijah po nominalni vrednosti in pred zapadlostjo niso odkupljive.

**Zasebne obveznice** izdajajo zasebne družbe. Tudi te obveznice so tržne in netržne, vendar pa so oboje veliko bolj tvegane od javnih, saj zasebne družbe nimajo vnaprej zagotovljenega dohodka. Zato je takšno zadolževanje z obveznicami primerno le, če bo naložba, v katero se tako pridobljena sredstva naložijo, prinašal dovolj velik donos, da bo lahko predstavljala osnovo za izplačilo dolga. Taka oblika je zaradi tega zelo tvegana, posledica tega pa je nizka kakovost.

Kakovost obveznic se presoja po vrsti obveznice in po kreditni sposobnosti izdajatelja. Zasebne obveznice vsebujejo več kreditnega tveganja kot državne obveznice. Kreditno tveganje se odraža v višji zahtevani stopnji donosa obveznic, ki je praviloma višja od zahtevane stopnje donosa pri državnih in komunalnih obveznicah.

Obveznice zasebnih družb imajo za izdajatelja to prednost, da so predčasno odkupljive, kar mu omogoča, da jih ob padcu tržne obrestne mere odkupi in izda nove po nižji obrestni meri. Zaradi visoke ravni tveganja se je izoblikovala podskupina zasebnih obveznic, pri katerih je terjatev imetnika zavarovana. Takšne zavarovane obveznice so (Prohaska, 1999, str. 57):

- hipotekarne obveznice: obveznice pri katerih je terjatev imetnika zavarovana s hipoteko na zgradbo ali celotno imetje družbe izdajatelja,
- obveznice z jamstvom opreme: obveznice pri katerih ima imetnik do zapadlosti obveznice v lasti opremo izdajatelja,
- poroštvene obveznice: zavarovanje izdajatelja je dano imetniku v obliki začasno odstopljenih obveznic,
- garancijske obveznice: obveznice za katere jamčijo druge družbe, največkrat banke.

Vse obveznice zasebnih družb pa niso zavarovane. Tako govorimo o nezavarovanih obveznicah oz. zadolžnicah, ki pa za kupce predstavljajo manj privlačno podskupino zasebnih obveznic.

V skupino **posebnih oblik obveznic** spadajo naslednje obveznice (Prohaska, 1999, str. 57):

- obveznice s spremenljivo obrestno mero:  
Ker so obveznice s fiksno obrestno mero zelo tvegane, so se za omilitev tega tveganja na trgu kapitala pojavile obveznice s spremenljivo obrestno mero. Z vezavo obresti na tržno obrestno mero se takšne obveznice z lahkoto prilagajajo razmeram na trgu in tako njihova obrestna mera z rastjo tržne obrestne mere raste in s padanjem tržne obrestne mere pada. Za imetnika takšne obveznice torej ni bojazni, da bo v primeru rasti tržnih obrestnih mer prikrajšan za določen donos, kakor bi se mu to lahko primerilo, če bi svoja sredstva naložil v obveznice s fiksno obrestno mero.
- brezkuponske obveznice:  
Takšna oblika obveznic ne prinaša kuponskih (obdobnih) obresti, ampak so le-te zajete v nominalni vrednosti, po kateri se jih odkupi ob zapadlosti. Naložbenik takšno obveznico kupi po neki diskontirani vrednosti.
- zamenljive obveznice:  
Zamenljive obveznice imajo ponavadi daljši rok dospelja, imetnik pa jih v določenem času lahko zamenja za prednostne ali navadne delnice.
- participativne obveznice:  
Gre za obveznice s fiksno obrestno mero, imetnik pa je upravičen tudi do dela dobička izdajatelja.
- indeksirane obveznice:  
Pri indeksiranih obveznicah se glavnica izplača v nominalnem znesku, obresti pa se plačujejo v realno enakih zneskih, torej je njihova obrestna mera vezana na inflacijo.
- dohodkovne obveznice:



Gre za zelo tvegane, nezavarovane obveznice. Njihov imetnik je upravičen do obresti le v primeru, ko je dohodek izdajatelja dovolj visok. Največkrat jih izdajajo združbe v preoblikovanju.

- obveznice v tuji valuti:  
Prednosti tako nominiranih obveznic je več, zelo pomembna pa je izognitev tečajnemu tveganju. Veliko izdajateljev namreč svoje prihranke nalaga v tujini, zato so dobički takšnih naložb v tuji valuti. Lahko pa se zgodi, da tečaj tuje valute pade in v tem primeru ne bi bili sposobni poplačati svojega dolga. Proti temu se zavarujejo z zadolžitvijo v valuti, ki je enaka valuti države, v kateri nalagajo.

### **3 VLAGATELJI, ZA KATERE SO PRIMERNE OBVEZNICE**

Vlaganje lahko opredelimo kot nalaganje prostih denarnih sredstev v različne naložbe. Vlagatelj svoje odločitve sprejema na podlagi analiz, ki mu obljublajo varno glavnico in donos. Takega vlagatelja moramo ločiti od špekulanta, ki izkorišča padanje in rast cen na trgu za hitro ustvarjanje dobička.

Vlagatelji morajo pri oblikovanju premoženja naložb nameniti pozornost predvsem štirim elementom vlaganja: donosnosti, tveganju, stroškom in času. Vlagatelj mora določiti, kakšen donos pričakuje in kakšno tveganje je pripravljen sprejeti. Upoštevati mora tudi stroške vlaganja, saj le-ti zmanjšujejo donos in/ali povečuje tveganje. Zadnji element, o katerem se mora odločiti, pa je čas, ker daljše naložbeno obdobje pomeni večje tveganje, ki si ga vlagatelj lahko privošči. Ti elementi posredno nakazujejo tudi karakter vlagatelja (dinamičen, konzervativen, nevtralen tip vlagatelja). Dinamičen tip vlagatelja je ljubitelj tveganja in ima, ob neupoštevanju ostalih spremenljivk, raje naložbe z večjim tveganjem (npr. delnice). Konzervativen tip je nenaklonjen tveganju in ima, ob neupoštevanju ostalih spremenljivk, raje naložbe z manjšim tveganjem (npr. obveznice). Zadnji, nevtralen tip vlagatelja pa pri naložbah ne upošteva tveganja.

Posameznik naj bi sprejemal toliko tveganja, kolikor si ga lahko privošči ne samo na podlagi svojega odnosa do tveganja, temveč tudi glede na naravo svojih finančnih ciljev in finančnih razmer. Cilje lahko razdelimo v štiri skupine (Kleindienst, 2001, str. 23 – 30):

- Doseči osnovno finančno varnost: Posameznik se mora zavarovati pred nepričakovanimi izdatki, zato naj bi bila sredstva naložena v zelo varne finančne naložbe, kot so bančne vloge in kratkoročni državni vrednostni papirji.
- Varčevanje za doseganje kratkoročnih in srednjeročnih ciljev: V to skupino spadajo finančni cilji, kot so nakup avtomobila, manjša stanovanjska obnova, počitnice idr. Njihova značilnost je, da so dokaj nujni, njihova ročnost je krajša od treh let in ne predstavljajo izdatkov največjih vrednosti. Zaradi tega je sredstva priporočljivo naložiti kot bančne vloge in v kratkoročne državne vrednostne papirje.

- Varčevanje za doseganje dolgoročnih ciljev: Najpomembnejši dolgoročni finančni cilji so nakup stanovanja ali hiše, varčevanje za dodatno pokojnino, varčevanje za šolanje otrok idr. Za takšno varčevanje so zelo primerni nekoliko bolj tvegani finančni instrumenti, kot so dolgoročne obveznice in zlasti delnice. Vlagatelj lahko v te finančne oblike vlaga neposredno ali posredno preko investicijskega ali pokojninskega sklada.
- Varčevanje za ustvarjanje rednih tekočih dohodkov: Investicijski cilj varčevanja je ustvariti dodatne dohodke na podlagi prihrankov. Za takšen cilj se bojo odločili predvsem posamezniki, ki so opravili že večino nujnih življenjskih nakupov in zbrali dovolj finančnega premoženja za pokojnino. Za te posameznike je priporočljivo varčevanje v razmeroma varnih obveznicah in delnicah.

## 4 DONOSNOST IN TVEGANJE OBVEZNICE

### 4.1 DONOSNOST OBVEZNICE

Donosnost je v odstotkih izraženo razmerje med denarnim donosom in ceno naložbe na trgu glede na investirani znesek. Pri obveznicah poznamo več vrst donosnosti, ki so predstavljene v nadaljevanju.

**Nominalna donosnost** (angl. *nominal yield*) je donosnost, ki je enaka kuponski obrestni meri obveznice. Izdajatelj se zavezuje, da bo po nominalni donosnosti izplačeval obresti na glavnico. Nominalna donosnost je najosnovnejša oblika donosnosti, ki nima analitične vrednosti, ampak imetniku obveznice pove le, kakšen znesek obresti lahko pričakuje konec vsakega obdobja do zapadlosti obveznice.

**Tekoča donosnost** (angl. *current yield*) nam pove kolikšno donosnost vlagatelju prinesejo letne kuponske obresti glede na tržno ceno obveznice. Tekoča donosnost nima velike analitične vrednosti za vrednotenje obveznic, saj prikazuje le stanje ob določenem trenutku v letu in ne upošteva časovne vrednosti denarja. Prav tako ne upošteva možnosti realizacije kapitalnega dobička ali izgube ob prodaji, niti ne upošteva časovnega horizonta investicije.

$$TD = \frac{Kupon}{Tržna\ cena} \quad (1)$$

**Kapitalska donosnost** (angl. *capital yield*) izraža odstotno spremembo tečaja obveznic v primerjavi s preteklim obdobjem.

$$KD = \frac{(Cena_n - Cena_{n-1})}{Cena_{n-1}} \quad (2)$$

**Donosnost do dospelja** (angl. *yield to maturity – YTM*) je tista obrestna mera, s katero diskontiramo vse bodoče denarne pritoke obveznice in se izenačijo s trenutno tržno ceno obveznice ob predpostavki, da vlagatelj hrani obveznice do njenega dospelja. Za izračun donosnosti do dospelja moramo upoštevati naslednje predpostavke:

- vsa izplačila kuponov in glavnice so opravljena točno po amortizacijskem načrtu obveznice,
- vlagatelj hrani obveznico do njenega dospelja,
- vlagatelj mora vse obresti, ki jih dobi izplačane od kuponov, takoj reinvestirati po obrestni meri, ki je enaka izračunani donosnosti do dospelja.

V resnici se dejanska donosnost do dospelja razlikuje od donosnosti do dospelja, saj je zgoraj navedene predpostavke v realnosti težko izpolniti. Upoštevati jih moramo tem bolj, čim višja je kuponska obrestna mera obveznice in tem daljši je rok do dospelja, ker vsako odstopanje povzroči spremembo dejanske dosežene donosnosti.

$$TC = \frac{Kupon_1}{(1 + YTM)} + \frac{Kupon_2}{(1 + YTM)^2} + \dots + \frac{G + Kupon_n}{(1 + YTM)^n} \quad (3)$$

$TC$  – tržna vrednost obveznice na dan nakupa

$G$  – glavnica

$YTM$  – donosnost do dospelja

$n$  – čas od nakupa do dospelosti obveznice

**Donosnost do odpoklica** (angl. *yield to call – YTC*) se razlikuje od donosnosti do dospelja v tem, da obveznico držimo le do odpoklica izdajatelja. Pri odpoklicu obveznic po tržni ceni obveznice je imetnik obveznice deležen tudi posebne premije.

$$TC = \frac{Kupon_1}{(1 + YTC)} + \frac{Kupon_2}{(1 + YTC)^2} + \dots + \frac{G + Kupon_n + Premija}{(1 + YTC)^n} \quad (4)$$

$TC$  – tržna vrednost obveznice na dan nakupa

$G$  – glavnica

$YTC$  – donosnost do odpoklica

$n$  – čas od nakupa do odpoklica obveznice

**Donosnost obveznic brez dospelja** (angl. *yield for perpetuities – YFP*)

Obveznice brez dospelja imajo to lastnost, da se kuponi s te obveznice izplačujejo do neskončnosti. Izračun sedanje vrednosti takih obveznic temelji na predpostavki, da vlagatelj

kupi obveznico danes, potem pa enkrat ali večkrat na leto prejema anuitete v obliki izplačila kuponov. Glavnica pri tej obveznici nikoli ne dospe, ob koncu vsakega obdobja pa prinaša enak denarni znesek (Mramor, 2000, str. 56).

## **4.2 TVEGANJE OBVEZNICE**

Na finančnih trgih so vlagatelji izpostavljeni različnim vrstam tveganja. Tveganje je tako odvisno od verjetnosti, da bodo pričakovani donosi enaki dejanskim. Čim večja je ta verjetnost, tem manjše je tveganje in obratno. Vlagatelji se želijo pred temi tveganji zavarovati in ker to predstavlja strošek, zahtevajo za večje tveganje tudi večjo donosnost.

Kot mera odstopanja pričakovanih donosov od dejanskih, se najpogosteje uporablja standardni odklon donosov. Standardni odklon je tehtano povprečje odklonov od pričakovane stopnje donosov in meri, koliko lahko pričakujemo, da bo dejanska vrednost odstopala od pričakovane. Manjši kot bo standardni odklon naložbe, ožja bo verjetnostna porazdelitev, saj bodo možne donosnosti bližje pričakovani stopnji donosa, zato bo tveganje manjše (Brigham, 2002, str. 24 – 27).

Najpomembnejša tveganja pri obveznicah so: tveganje spremembe obrestne mere, kreditno tveganje, likvidnostno tveganje, valutno tveganje, inflacijsko tveganje in politično tveganje.

### **4.2.1 TVEGANJE SPREMEMBE OBRESTNE MERE**

Obrestno tveganje je tveganje spremembe tečaja obveznice zaradi spremembe splošnih obrestnih mer. V primeru, da se splošne obrestne mere v narodnem gospodarstvu povečajo, tečaji obveznic običajno padejo. Ker pri obveznicah velja, da njena donosnost pada z višanjem njenega tečaja, vlagatelji v primeru povečanja obresti na bančne vloge zahtevajo, da jim višjo donosnost prinesejo tudi obveznice. To se pa lahko zgodi le v primeru, če njihovi tečaji padejo.

Tveganje obrestne mere delimo na:

- *tveganje reinvestiranja* je tveganje padca tržnih obrestnih mer. Zaradi padca tržnih obrestnih mer se vlagatelju sicer poveča tržna vrednost obveznic, vendar bo lahko prihodke z naslova obveznic reinvestiral le po nižani obrestni meri. Tako je tveganje reinvestiranja povezano s prihodki iz naslova obveznic premoženja, medtem ko je obrestno tveganje povezano s samo vrednostjo premoženja.
- *cenovno tveganje* zadeva obratno smer gibanja tečaja obveznice in obrestne mere. Če mora vlagatelj prodati obveznico pred dospelostjo, lahko povečanje splošne ravni obrestnih mer povzroči kapitalsko izgubo.

Na obrestno tveganje vpliva več dejavnikov:

- Ročnost obveznice: Daljša kot je ročnost obveznice, večja je cenovna občutljivost na spremembo obrestne mere ob nespremenjenih ostalih dejavnikih.
- Kuponska obrestna mera: Nižja kot je kuponska obrestna mera, večja je cenovna občutljivost na spremembo obrestne mere ob nespremenjenih ostalih dejavnikih.
- Splošna raven obrestnih mer: Večja kot je splošna raven obrestnih mer, nižja je njena cenovna občutljivost.
- Posebne klavzule, ki jih vsebuje obveznica: Če obveznica vsebuje klavzulo odpoklica, bo praviloma cenovno manj občutljiva od primerljive obveznice brez te klavzule. Če ima obveznica spremenljivo kuponsko obrestno mero, bo cenovno manj občutljiva od obveznice s fiksnim kuponom.

Ena izmed metod, s katero merimo tveganje obrestne mere, je metoda trajanja (angl. *duration*), ki je na razvitih finančnih trgih kazalnik občutljivosti naložb in obveznosti na spremembo obrestnih mer. Trajanje izraža povprečno dolžino časa, za koliko so plačila (obresti in glavnica) odmaknjena od sedanjega trenutka. Je tehtani povprečni čas do dospelosti obveznice, pri čemer za uteži vzamemo relativne sedanje vrednosti njenih denarnih tokov (Ribnikar, 1993, str. 42). Pove nam torej, kako dolgo moramo imeti obveznico v lasti, da bo donosnost naložbe enaka donosnosti do dospelosti.

Trajanje je leta 1938 prvič vpeljal F.R. Macauley in se izračuna po naslednji formuli:

$$D = \frac{\sum_{t=1}^n CF_t * DF_t * t}{\sum_{t=1}^n CF_t * DF_t} = \frac{\sum_{t=1}^n PV_t * t}{\sum_{t=1}^n PV_t} \quad (5)$$

$D$  = trajanje, merjeno v letih

$CF_t$  = denarni tok, prejet na koncu obdobja  $t$

$DF_t$  = diskontni faktor =  $\frac{1}{(1 + R)^t}$ , kjer je  $R$  donos ali tekoča tržna obrestna mera

$PV_t$  = sedanja vrednost denarnih tokov, ki dospejo na koncu obdobja  $t$

$n$  = zadnje obdobje, v katerem je prejet denarni tok

Iz zgornje enačbe lahko razberemo tri pomembne povezave, ki jih ima trajanje z dospelostjo, zahtevano donosnostjo in vmesnimi denarnimi tokovi (Saunders, 2000, str. 152 – 153):

- Trajanje narašča z dospelostjo (angl. *maturity*) naložbe ali obveznosti s fiksnim donosom, vendar po padajoči stopnji.

- Trajanje pada z naraščajočo zahtevano donosnostjo oz. donosnostjo do dospelja, saj višje zahtevane donosnosti bolj diskontirajo poznejše denarne tokove in zmanjšujejo njihovo relativno pomembnost (utež) v primerjavi z zgodnejšimi denarnimi tokovi.
- Trajanje pada z naraščajočimi vmesnimi denarnimi tokovi.

Iz zgornjih treh povezav lahko zaključimo, da je trajanje daljše, čim daljša je dospelost, čim manjša je zahtevana donosnost in vmesni denarni tokovi. Daljše trajanje pa pomeni večjo obrestno občutljivost in večje potencialne spremembe v ceni obveznice zaradi spremembe obrestne mere.

V praksi se največ uporablja t.i. modificirano trajanje. Modificirano trajanje je kazalec cenovne elastičnosti obveznice glede na majhne spremembe obrestne mere. Izračunamo ga po spodnji enačbi (Fabozzi, 2000, str. 62):

$$MD = \frac{D}{1+r} \quad (6)$$

$MD$  = modificirano trajanje  
 $D$  = trajanje po Macaulayu  
 $r$  = zahtevana stopnja donosa

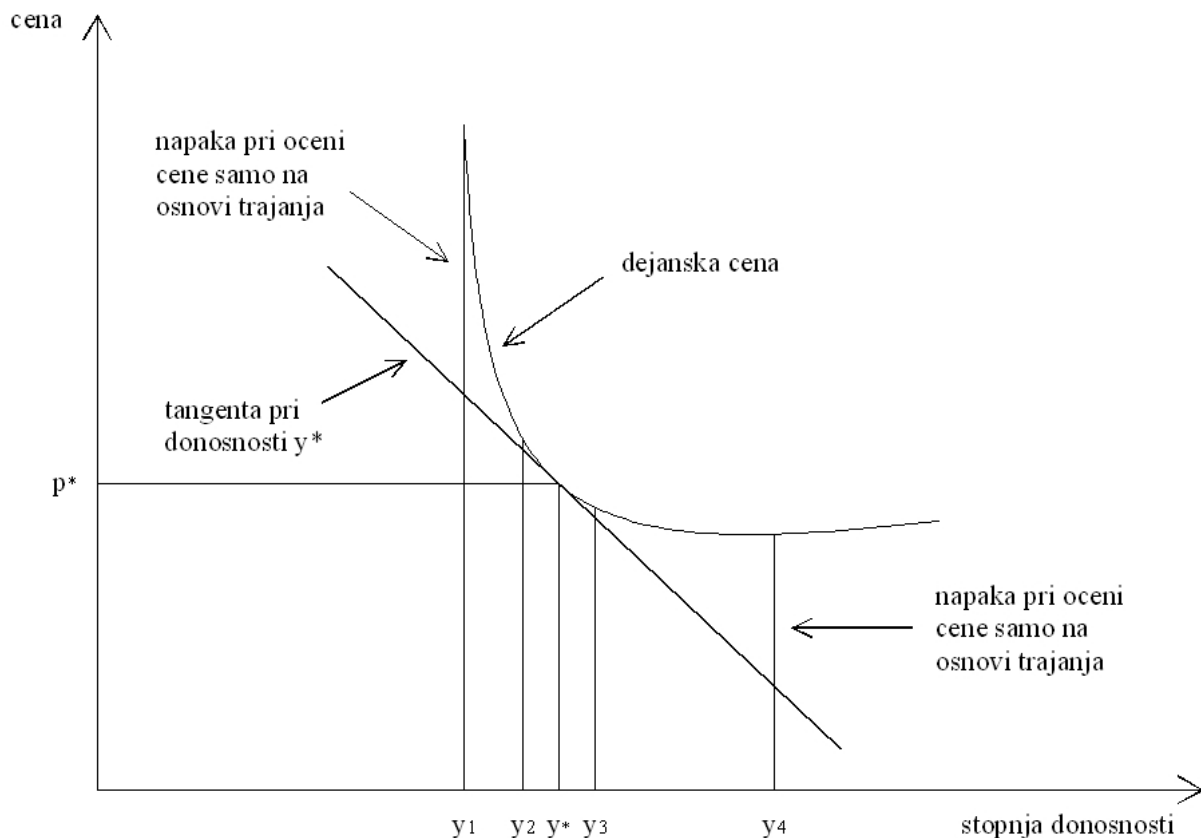
Odnos med relativno spremembo cene in spremembo obrestnih mer lahko prikažemo z naslednjo enačbo (Fabozzi, 2000, str. 66):

$$\frac{dP}{P} = MD * dr \quad (7)$$

Iz zgornje enačbe je razvidno, da nam modificirano trajanje pokaže odstotno spremembo vrednosti finančnega premoženja pri dani odstotni spremembi donosnosti do dospelja.

Model trajanja dopolnjuje merilo konveksnosti, ki nam omogoča, da izboljšamo približek spremembe cene obveznice ob spremembi zahtevane stopnje donosa, ki smo ga dobili s pomočjo trajanja. Približek trajanja bo vedno podcenil dejansko ceno in sicer bo ocenjena sprememba cene manjša, kot bo dejanska sprememba cene v primeru, ko donosnosti padajo. Ko pa donosnosti naraščajo, bo ocenjena sprememba cene večja, kot bo dejanska sprememba cene. Za boljše ocene spremembe cene je potrebno ob spremembi zahtevane donosnosti upoštevati ukrivljenost odnosa cena/donosnost in vključiti mero konveksnosti (Fabozzi, 2000, str. 69).

Slika 1: Odnos med ceno in stopnjo donosnosti



Vir: Fabozzi, 2001, str. 104

Konveksnost je odvisna od donosnosti do dospelja, kuponske donosnosti in dolžine obdobja do zapadlosti:

- Če se donosnost do dospelja zmanjša, se konveksnost obveznice poveča.
- Manjša, ko je kuponska donosnost, višja je pri ostalih nespremenjenih pogojh konveksnost.
- Daljše, ko je obdobje do zapadlosti, višja je pri ostalih nespremenjenih pogojh konveksnost.

Vlagatelji uporabljajo trajanje kot konveksnost za ocenjevanje izpostavljenosti obveznic obrestnemu tveganju in na podlagi ocen lahko oblikujejo ustrezno strategijo zavarovanja pred tveganjem. Za zavarovanje se največkrat uporabljajo izvedeni finančni instrumenti, ki bodo predstavljeni v poglavju 6.

#### 4.2.2 KREDITNO TVEGANJE

Kreditno tveganje izhaja iz negotovosti plačila glavnice in/ali obresti ob njihovi zapadlosti s strani izdajatelja obveznice. Višina kreditnega tveganja je v veliki meri odvisna od tipa izdajatelja. Državni vrednostni papirji so vrednostni papirji z najnižjim kreditnim tveganjem

oz. so brez njega, saj ima izdajatelj obveznice vedno možnost, da potrebna sredstva za izplačila obveznosti zbere z davki. Za vse ostale obveznice pa obstaja verjetnost, da njihov imetnik ne bo dobil obljubljenih izplačil. Višina kreditnega tveganja je odvisna od kreditne bonitete izdajatelja, ki jo ugotavljajo neodvisne bonitete družbe (Fabozzi, 2001, str. 24).

Kreditno tveganje se povečuje z naraščanjem verjetnosti neizpolnitve nekaterih ali vseh obljubljenih izplačil.

### **4.2.3 LIKVIDNOSTNO TVEGANJE**

Likvidnostno tveganje se nanaša na zmožnost prodaje obveznice pred njenim dospeljem. Če vlagatelj obveznico proda brez težav je likvidnostno tveganje nedvomno manjše kot v primeru, ko jo je imetnik prisiljen držati do njene dospelosti.

Obveznice, ki imajo visoko kreditno oceno, kar pomeni, da redno izpolnjujejo svoje obveznosti, so visoko likvidne in jih je mogoče kadarkoli prodati na trgu. Za manj likvidne obveznice pa obstaja tveganje, da vlagatelj ne bo mogel prodati obveznice in tako ne bo realiziral pričakovane donosnosti. Zato ponavadi imetnik obveznice za prevzem likvidnostnega tveganja zahteva premijo za tveganje nelikvidnosti v obliki dodatne zahtevane donosnosti.

Merilo likvidnostnega tveganja je razlika med ponujeno (BID) in povpraševano ceno (ASK) na sekundarnem trgu.

### **4.2.4 VALUTNO TVEGANJE**

Valutno tveganje je tveganje, da bo vrednost obveznice, izražena v domači valuti, nižja zaradi apreciacije domače valute v primerjavi s tujo in obratno. Oprelimo ga tudi kot nevarnost izgube zaradi nihanj promptnih in terminskih deviznih tečajev (Fabozzi, 2001, str. 27).

### **4.2.5 INFLACIJSKO TVEGANJE**

Inflacijsko tveganje pomeni tveganje za imetnike obveznic, da bo inflacija v naložbenem obdobju višja od pričakovane in bo zaradi nje prišlo do manjše realne vrednosti donosov. Lahko se zgodi, da je dejanska stopnja inflacije višja od kuponske obrestne mere, kar pomeni za vlagatelja negativno donosnost. Poleg nižje ali celo negativne donosnosti vpliva inflacija tudi na znižanje tržne vrednosti obveznic, katerih inflacijska pričakovanja so nerealna.



## 4.2.6 POLITIČNO TVEGANJE

Zaradi različnih političnih ukrepov (državni protekcionizem, državni nadzor nad finančnimi trgi, intervencije vlade, davčna regulativa, idr.), ki jih države uporabljajo za zaščito svojih interesov, se pojavi tveganje spremembe vrednosti obveznic. Višina političnega tveganja je odvisna tudi od stabilnosti političnega okolja države ter od vrste in načina posla, ki ga opravlja podjetje.

## 4.3 KRIVULJA DONOSNOSTI

Vlagatelji imajo v svoje premoženje vključene različne vrste obveznic. Obrestne mere različnih obveznic pa se med seboj razlikujejo, zaradi česar je vlagatelj izpostavljen obrestnemu tveganju. Odnos med obrestnimi merami obveznic z enakim rokom dospelosti imenujemo struktura tveganja obrestnih mer, kjer strukturo določata kreditno tveganje in likvidnost. Poleg teh dveh dejavnikov na obrestno mero obveznic vpliva tudi rok dospelosti. Odnos med obrestnimi merami obveznic z različnim rokom dospelosti imenujemo časovna struktura obrestnih mer. Grafično pa ta odnos ponazorimo s krivuljo donosnosti (angl. *yield curve*), ki prikazuje odnos med donosnostjo obveznic in njihovo dospelostjo. Proučevanje naklona krivulje donosnosti lahko da dobre informacije o stanjih na finančnih trgih.

Razlikujemo štiri osnove oblike krivulje donosnosti: naraščajoča, padajoča ravna in grbava. Naraščajoča krivulja ima pozitiven naklon, saj so dolgoročne obrestne mere višje od kratkoročnih. Takšna krivulja pogosto napoveduje hitro rastoče gospodarstvo, ker si bodo podjetja lahko izposodila denar po nizkih obrestnih merah. Padajoča krivulja ima negativen naklon, dolgoročne obrestne mere so nižje od kratkoročnih, kar je lahko signal za prihajajočo recesijo. Vodoravna krivulja pomeni, da so razlike med dolgoročnimi in kratkoročnimi obrestnimi merami izredno majhne; tržni udeleženci pa ne pričakujejo sprememb v kratkoročnih obrestnih merah v bližnji prihodnosti. Grbava krivulja donosnosti ima izboklino največkrat na kratkoročnem delu krivulje.

Na podlagi oblike krivulj in pričakovanj vlagatelji sprejmejo odločitve o tem, ali bo ročnost investiranja enaka horizontu investiranja. Poleg sedanje ravni obrestnih mer so zelo pomembne pričakovane obrestne mere, ki pa so že vgrajene v sedanji ravni obrestnih mer. Zaradi tega gre pri krivulji donosnosti za prepletanje sedanjih in pričakovanih obrestnih mer.

Najpogosteje vlagatelji spremljajo krivulje donosnosti državnih vrednostnih papirjev, predvsem največjih in najlikvidnejših trgov. To pa zato, ker pri takšnih vrednostnih papirjih ni tveganja neizpolnitve obveznosti, poleg tega pa so državni vrednostni papirji zelo likvidni na celotnem spektru ročnosti (od zakladnih menic z dospelostjo do enega leta pa do državnih vrednostnih papirjev z dospelostjo do 30 let) (Fabozzi, 2001, str. 136). Državni vrednostni papirji, ki sestavljajo krivuljo donosnosti, ponavadi predstavljajo referenčne obveznice. Kar

pomeni, da državne obveznice služijo kot merilo za določanje cen in donosnosti do dospelja obveznic in drugih finančnih instrumentov (npr. podjetniških obveznic, mednarodnih obveznic, izvedenih finančnih instrumentov, hipotek). Vse ostale obveznice zaradi večjega tveganja vsebujejo določeno premijo za tveganje, ki pa je odvisna od vrste izdajatelja, kreditne bonitete, ročnosti instrumenta in različnih klavzul, ki jih vsebuje obveznica (Fabozzi, 2001, str. 132).

## **5 UPRAVLJANJE PREMOŽENJA OBVEZNIC**

Upravljanje premoženja je dinamičen in fleksibilen proces, ki skupaj s povratnimi informacijami tvori zaključen sistem. Proces poteka po naslednjih korakih: opredelitev investicijskega cilja, postavitve investicijske politike, izbira strategije upravljanja, izbira naložb in ocenjevanje uspešnost upravljanja.

Investicijski cilji morajo zadostiti naslednjim kriterijem (Fabozzi, 1997, str. 21 – 22):

- so jasno določeni in izmerljivi,
- so skladni s poslanstvom upravitelja,
- odražajo upraviteljev odnos do tveganja.

Investicijski cilji so odvisni od vrste finančnih institucij in od narave obveznosti, ki jih mora le-ta izpolniti. Investicijski skladi navadno nimajo posebnih obveznosti, ki bi jih morali izpolniti, izjema so le pokojninski skladi. Ti morajo zagotoviti dovolj denarnih tokov za pokritje obveznosti iz naslova pokojnin. Cilji investicijskih skladov so določeni v prospektu in so lahko opredeljeni splošno ali pa vsebujejo eksplicitno navedbo referenčnega premoženja. To premoženje mora odražati želeni profil tveganja in donosnosti, upoštevati pa more tudi omejitve naložbene politike (npr.: geografsko, panožno, valutno izpostavljenost, kreditno tveganje, likvidnostno tveganje, ročnost).

Z določanjem investicijske politike opredelimo smernice za doseganje investicijskih ciljev glede na zahteve vlagatelja po pričakovani donosnosti in nagnjenosti k tveganju. Potrebno je začeti s strateško razdelitvijo sredstev oz. naložb med glavne razrede sredstev, kot so obveznice, delnice, denar, izvedeni finančni instrumenti idr. Odločitev je odvisna od naložbenih ciljev, sprejemljivega tveganja, zakonskih določil in omejitev, ki so podane v prospektu (npr. najnižja dopustna boniteta vrednostnih papirjev, uporaba izvedenih finančnih instrumentov, kreditno tveganje,...).

Koristnost naložbene politike se pokaže zlasti v času negotovih gospodarskih razmer. Takrat so upravljalci premoženja v skušnjavi in želijo spremeniti ustrezno investicijsko politiko, kar pa se ponavadi izkaže za zelo drago. Dosledno zasledovanje na začetku opredeljene investicijske politike v takšnih razmerah deluje stabilizacijsko, saj preprečuje hitre in nepremišljene spremembe investicijske strukture ter spodbuja dolgoročno delovanje.

Izbira strategije upravljanja mora biti v skladu z investicijskimi cilji in investicijsko politiko. Premoženje lahko upravljamo aktivno, če pri upravljanju predvidevamo razvoj nekaterih pomembnih parametrov, ali pasivno, če se s predvidevanjem ukvarjamo minimalno. Strategije upravljanja so bolj natančno predstavljene v naslednjem poglavju.

Za izbor naložb je potrebno analizirati in ovrednotiti posamezne vrednostne papirje. Pri aktivnem upravljanju premoženja upravljavec poišče nepravilno ovrednotene naložbe in prepozna njeno pošteno tržno vrednost. Če je tržna cena vrednostnega papirja nižja od njegove poštene tržne vrednosti, vrednostni papir kupi, če pa je tržna cena višja od poštene tržne vrednosti vrednostnega papirja, ga proda. Vsi ti nakupi in prodaje morajo biti v skladu z investicijskimi cilji in investicijsko politiko.

Pri zadnjem koraku procesa, tj. ocenjevanje uspešnosti upravljanja, je potrebno izmeriti donosnost, ki jo je dosegel upravljavec v nekem časovnem obdobju in ugotoviti uspešnost glede na izbrano referenčno premoženje. Izdelanih je bilo kar nekaj kazalcev za merjenje uspešnosti naložb (Sharpova mera, Treynnerjeva mera, Jensenova mera, ATP).

## **5.1 NALOŽBENE STRATEGIJE UPRAVLJANJA PREMOŽENJA OBVEZNIC**

Izbira strategije je odvisna predvsem od tega, kako upravljavci gledajo na učinkovitost trga kapitala. Odločiti se morajo ali bodo sredstva nalagali aktivno in skušali "premagati" trg ali pa bodo ubrali pasivno strategijo in skušali "biti" trg.

Med zagovorniki aktivnega in pasivnega načina že desetletja poteka polemika. Bistveno za razumevanje tega spora je poznavanje hipoteze o učinkovitosti trga kapitala. Temeljna predpostavka hipoteze je, da tržne cene vrednostnih papirjev na informacijsko učinkovitem trgu kapitala v vsakem trenutku v celoti odražajo vse razpoložljive informacije in tako vlagatelji z uporabo javno objavljene informacije ne morejo doseči nadpovprečnih donosov, ker je ta že vključena v samo ceno. Na učinkovitem trgu kapitala so torej vrednostni papirji pravilno ocenjeni in ustvarjajo donosnost, ki je v skladu z njihovim tveganjem.

Aktivno in pasivno upravljanje se tako razlikuje na osnovi potrebnih vhodnih podatkov in sicer aktivno upravljanje temelji na predvidevanjih, predvsem na pričakovanih obrestnih merah in na pričakovanih spremembah razmerij med donosnostmi posameznih dolžniških vrednostnih papirjev; pasivno upravljanje pa temelji na podatkih, ki so neodvisni od pričakovanih in so poznani v trenutku analize.

### 5.1.1 AKTIVNE STRATEGIJE

Aktivne naložbene strategije zavračajo hipotezo o učinkovitosti trga kapitala in predpostavljajo, da so trgi dovolj neučinkoviti, da omogočajo doseganje nadpovprečne donosnosti premoženja. Zato skušajo upravljavci s pogostimi nakupi in prodajami vrednostnih papirjev premagati trende trga in na ta način prislužiti še kakšen dodaten odstotek donosa. Obseg transakcij, ki jih zahteva aktivno razporejanje premoženja, je precej večji od obsega transakcij pasivne razporeditve premoženja. Eden glavnih problemov, s katerimi se soočajo aktivni vlagatelji, so transakcijski stroški. Ti vključujejo predvsem provizije borznim posrednikom, razliko med prodajno in nakupno ceno ter spremembe cen, ki so posledica velikosti transakcij. Poleg tega aktivno upravljanje premoženja zahteva bolj poglobljeno analizo trga kot pasivno upravljanje, kar povečuje stroške upravljanja.

Aktivna strategija investiranja je primerna zlasti za profesionalne upravitelje premoženja, saj doseganje nadpovprečne donosnosti zahteva obširno investicijsko znanje in izkušnje, čim večji obseg premoženja, čas ter jasno določen odnos do tveganja.

Vlagatelji z uporabo izvedenih finančnih instrumentov predvidevajo prihodnje gibanje obrestnih mer, spremembe v pribitkih, prilagojenih za vrednost opcij, spremembe v kreditnih pribitkih, oblike krivulj donosnosti.

Med aktivne strategije spadajo:

- Obvezniške zamenjave: zamenjave v pričakovanju spremembe obrestnih mer (angl. *rate – anticipation swap*); zamenjave kvalitete obveznic (angl. *quality swap*); izkoriščanje tržnih neučinkovitosti (angl. *yield pick-up swap*).
- Strategije na osnovi krivulje donosnosti.

*Zamenjave v pričakovanju spremembe obrestnih mer:* To je strategija kupovanja obveznic z visokim ali nizkim trajanjem ob upoštevanju sprememb obrestnih mer v prihodnosti. Znotraj te strategije obstajata dve strategiji, katero bo vlagatelj izbral pa je odvisno od gibanja obrestnih mer. Če vlagatelj pričakuje, da bodo obrestne mere padale in s tem cene obveznic narasle po vseh dospelostih, bo vlagatelj izbral dolgo pozicijo v obveznicah z visokim trajanjem. Če pa bodo obrestne mere naraščale in cene obveznic padale po vseh dospelostih, bo primerna dolga pozicija v obveznicah z nizkim trajanjem.

*Zamenjava kvalitete obveznic* je strategija kupovanja visokokvalitetnih ali nizkokvalitetnih obveznic, pri čemer upoštevamo pričakovano stanje v gospodarstvu. Če se pričakuje recesijo v gospodarstvu, bo vlagatelj imel dolgo pozicijo v visoko kvalitetnih obveznicah in kratko pozicijo v nizko kvalitetnih obveznicah. Obratna situacija se bo pojavila pri ekspanziji in sicer bo dolga pozicija v nizko kvalitetnih obveznicah in kratka pozicija v visoko kvalitetnih obveznicah.

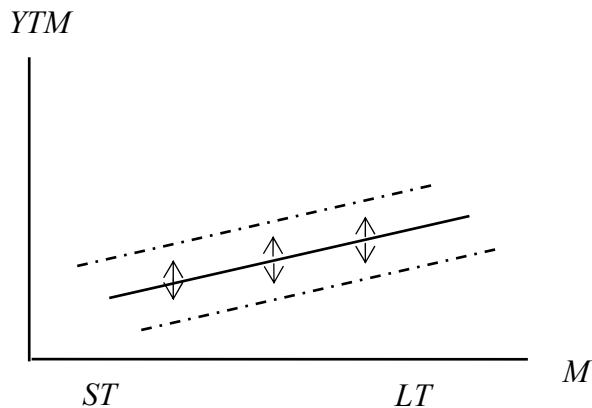
Pri strategiji izkoriščanja tržnih neučinkovitosti bo vlagatelj "pobiral" donosnost in sicer tako, da bo imel dolgo pozicijo v podcenjenih obveznicah in kratko pozicijo v precenjenih obveznicah.

#### *Strategije na osnovi krivulje donosnosti*

Pri krivulji donosnosti se upravljavci premoženja pričakovanjem o prihodnjem gibanju splošne ravni obrestnih mer, prilagajajo s spreminjanjem povprečnega trajanja premoženja in s spreminjanjem konveksnosti premoženja. V primeru porasta obrestnih mer oz. zahtevane donosnosti, cene dolgoročnih obveznic praviloma upadejo bolj od kratkoročnih. Zato bo upravljavec, če pričakuje porast obrestnih mer, podaljšal trajanje premoženja z zamenjavo kratkoročnih obveznic z dolgoročnimi in obratno. Trajanje premoženja obveznic se lahko prilagaja tudi z uporabo terminske pogodbe na obrestne mere, katere cena je vezana na gibanje cene referenčnih državnih obveznic. Tako se bo padec cene obveznic zaradi porasta obrestnih mer kompenziral z zaslužkom s prodajo terminskih pogodb.

Premiki krivulje donosnosti državnih vrednostnih papirjev so lahko različni: vzporeden premik, sprememba naklona krivulje ali povečanje oz. zmanjšanje izbočenost krivulje, kar prikazujejo spodnje slike. Učinek spremembe naklona krivulje na vrednost premoženja obveznic je težko predvidljiv, merjen pa je z razliko med donosnostjo dolgoročnega in kratkoročnega referenčnega indeksa.

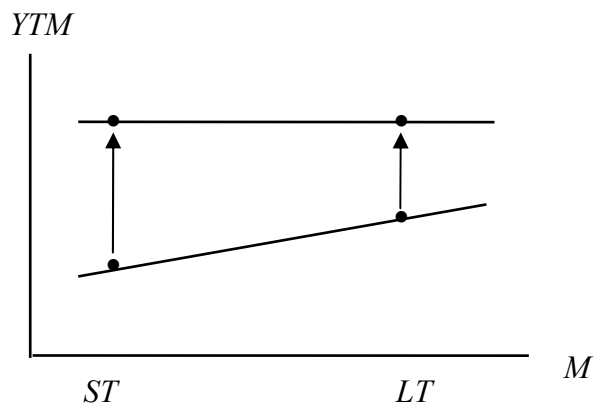
Slika 2: Vzporedni premik



Vir: Deželan, 2005.

Donosnosti se pri vzporednem premiku pri vseh ročnostih spremenijo za enako število bazičnih točk.

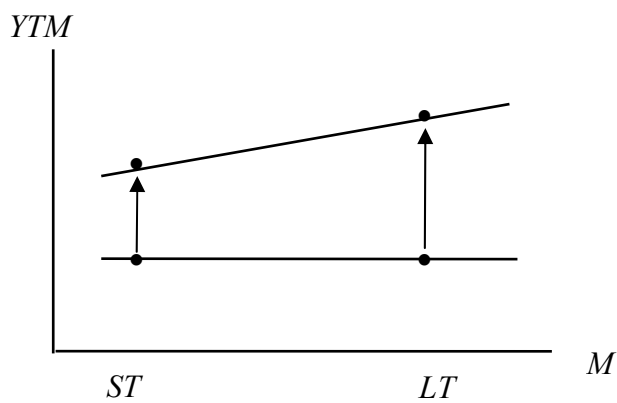
Slika 3: Ploščenje



Vir: Deželan, 2005.

Pri ploščanju se razpon med dolgoročnimi in kratkoročnimi donosnostmi zmanjšuje.

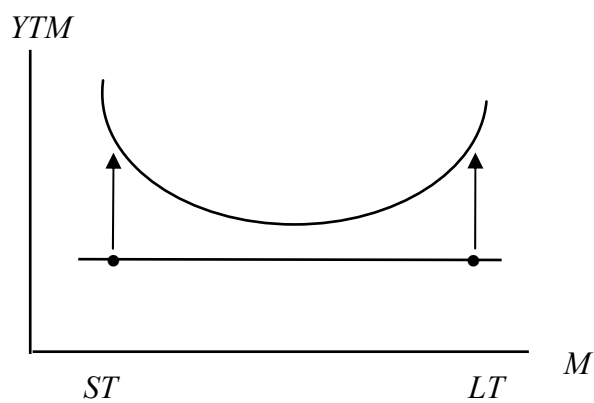
Slika 4: Več naklona



Vir: Deželan, 2005.

Razpon se med dolgoročnimi in kratkoročnimi donosnostmi povečuje.

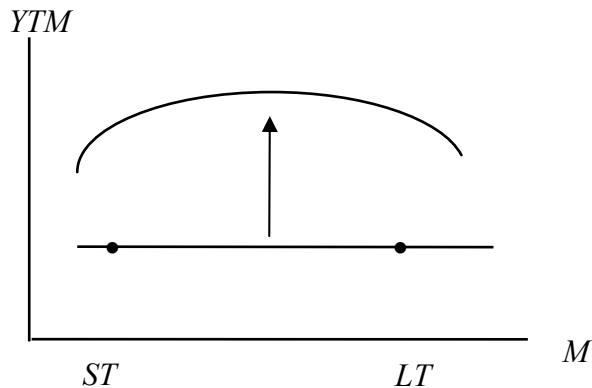
Slika 5: Pozitivni metulj



Vir: Deželan, 2005.

Dolgoročne in kratkoročne donosnosti se spremenijo za večje število bazičnih točk, kot srednjeročne donosnosti.

Slika 6: Negativni metulj



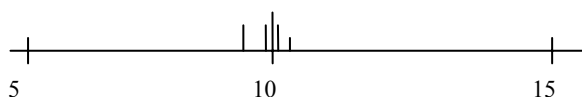
Vir: Deželan, 2005.

Srednjeročne donosnosti se spremenijo za večje število bazičnih točk kot kratkoročne in dolgoročne donosnosti.

Osnovne strategije na osnovi krivulje donosnosti so: strategija naboja (angl. *bullet strategy*), "barbell" strategija, strategija lestve (angl. *ladder strategy*).

Pri strategiji naboja je premoženje sestavljeno iz obveznic, katerih zapadlost (in s tem trajanje) je skoncentrirana okrog ene točke na krivulji donosnosti.

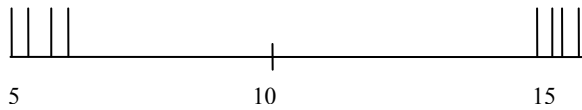
Slika 7: Strategija naboja



Vir: Deželan, 2005.

Upravljavec, ki uporablja Barbellovo strategijo skoncentrira premoženje obveznic predvsem v obeh ekstremnih dospelostih in sicer na kratkoročnem in dolgoročnem delu krivulje donosnosti. Takšna strategija bo uspešna v primeru, če vlagatelj pričakuje naraščajočo tendenco pri negativnem metulju, saj takrat obrestne mere naraščajo in cene obveznic padajo. To se dogaja na srednjeročnem delu krivulje donosnosti. Vlagatelj pa je svoje premoženje skoncentriral v obeh ekstremnih dospelosti in to se mu bo obrestovalo, ker takrat obrestne mere padajo ter cene obveznic naraščajo.

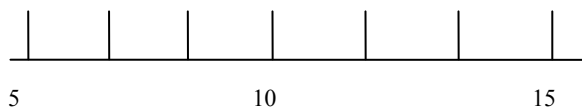
Slika 8: Barbellova strategija



Vir: Deželan, 2005.

Pri strategiji lestve so obveznice različnih ročnosti enakomerno razporejene po krivulji donosnosti. Tako vlagatelj skozi daljše časovno obdobje ob reinvestiranju obveznic realizira povprečno donosnost.

Slika 9: Strategija lestve



Vir: Deželan, 2005.

## 5.1.2 PASIVNE STRATEGIJE

Zagovorniki pasivnih naložbenih strategij pa podpirajo hipotezo o učinkovitosti trga kapitala in menijo, da ni mogoče premagati trga (beat the market). To pomeni, da se ne ukvarjajo z iskanjem podcenjenih ali precenjenih vrednostnih papirjev ter z napovedovanjem splošnih tržnih gibanj, saj je po njihovem mnenju nemogoče dosežati nadpovprečne donose. Cilj pasivnega nalaganja je sestaviti premoženje, ki ustreza načrtovanemu naložbenemu tveganju in pričakovanjem glede donosnosti. Edina res pomembna naložbena odločitev je oblikovanje strateške razporeditve premoženja. Ko upravljavec premoženje razporedi, opravlja zelo malo transakcij z njim. Posledica majhnega obsega transakcij je, da so stroški precej nižji od stroškov aktivno upravljanega premoženja.

Pasivno upravljanje se običajno označuje kot **strategija "kupi in obdrži"** (angl. *buy-and-hold strategy*). Pasivni upravitelj strateško razporedi premoženje in izbere posamezne vrednostne papirje, nato pa opravlja zelo malo transakcij z njimi ne glede na gibanje njihovih tečajev na trgu. Opravlja le tiste transakcije, ki so potrebne za ciljne sestave premoženja, nakupe vrednostnih papirjev na osnovi tekočega dohodka in transakcije, ki zahtevajo spremembe v njihovem finančnem profilu.

Takšno strategijo uporabljajo predvsem vlagatelji, ki želijo z najvišjimi kuponskimi obrestnimi merami v določenem investicijskem horizontu maksimirati dohodke. Gre



predvsem za obvezniške vzajemne sklade, zavarovalnice in ostale vlagatelje z velikimi sredstvi v upravljanju, kjer lahko velik obseg denarja bistveno vpliva na spremembe na trgu (Fisher, Jordan, 1991, str. 406).

Na razvitem trgu kapitala je pasivna strategija upravljanja smiselna izbira za številne upravitelje in vlagatelje, saj so na voljo številne obširne podatkovne baze, predvsem pa raziskave, ki kažejo obnašanje vrednostnih papirjev v preteklosti.

Najbolj razširjena pasivna strategija je t.i. **indeksiranje** (angl. *indexing*). Pri njej upravitelj premoženje razporedi v posamezne vrednostne papirje v podobni sestavi, kot jo ima določen splošni borzni indeks<sup>1</sup>, tehtan s tržno kapitalizacijo<sup>2</sup>. Vlagateljev ali upraviteljev cilj je doseči podobno razpršenost in donosnost kot izbrani indeks. Prednosti te metode pasivnega upravljanja sta predvsem v nizkih transakcijskih stroških ter pravilni izbiri vrednostnih papirjev in trenutka izvedbe posameznih transakcij.

Kljub cilju, da se sklad čim bolj približa izbranemu indeksu, ki ga zasleduje, lahko prihaja do odstopanj. Ta odstopanja, ki so v večini primerov negativna (sklad ne doseže enake donosnosti kot izbrani indeks), imenujemo napaka pri zasledovanju (angl. *the tracking error*). Do napake pride zaradi visokih stroškov transakcij pri oblikovanju premoženja in razlik med cenami, ki jih uporablja institucija, ki je sestavila indeks, ter transakcijskimi cenami, ki jih je plačal indeksator (to je v tem primeru upravljevec premoženja). Čim bolj natančno poizkuša sklad slediti izbranemu indeksu (popolna preslikava), tem bolj bo donos drugačen od indeksovega. Upravljavci se skušajo temu izogniti tako, da ne kupujejo obveznic v indeksu, ki imajo manjšo tržno vrednost. S tem si znižujejo stroške trgovanja. Vendar na drugi strani to lahko vodi do napake pri zasledovanju. Upravljevec se mora tako odločiti med višjimi stroški trgovanja ali pa tveganjem, da zaradi nepopolnega sledenja izbranemu indeksu nastanejo odstopanja pri donosnosti.

Da bi indeksirano premoženje doseglo popolnoma enake rezultate kot indeks, mora indeksator kupiti vse obveznice, v enakih deležih kot so zastopane v indeksu. Vendar pa je takšen pristop lahko precej nepraktičen, saj nekateri indeksi zajemajo več kot 5000 različnih izdaj obveznic in so zato lahko transakcijski stroški ogromni. Namesto nakupa vseh obveznic se lahko indeksator odloči za nakup vzorca obveznic. Tako se bo zmanjšala sledilna napaka zaradi transakcijskih stroškov, vendar se bo na drugi strani sledilna napaka povečala zaradi razlik v sestavi indeksa in indeksnega premoženja.

Na splošno velja, da manjše kot je število različnih izdaj obveznic, uporabljenih za repliciranje indeksa, manjša bo sledilna napaka zaradi transakcijskih stroškov in večja je

---

<sup>1</sup> Borzni indeks predstavlja premoženje vrednostnih papirjev in prikazuje zgoščene informacije o dogajanju na določenem borznem trgu.

<sup>2</sup> Metoda tržne kapitalizacije je najbolj razširjena metoda sestavljanja indeksov. Utež posameznega podjetja v indeksu je določena z razmerjem med tržno kapitalizacijo podjetja (zmnožek med številom vrednostnih papirjev podjetja in ceno vrednostnega papirja) in tržno kapitalizacijo vseh podjetij v indeksu.

sledilna napaka zaradi neujemanja sestave indeksiranega premoženja s sestavo indeksa in obratno.

Najbolj razširjene metode indeksacije premoženja so (Fabozzi, 2000, str. 442 – 444):

- stratificirano vzorčenje ali celični pristop,
- metoda optimizacije,
- metoda minimizacije variance.

Pri celičnem pristopu je indeks razdeljen v celice, ki predstavljajo določene karakteristike indeksa (npr.: kupon, dospelje, trajanje, zapadlost, tržni sektor, kreditni rating, opcije odpoklica). Število celic pa je odvisno od velikosti premoženja, ki ga želimo indeksirati, transakcijskih stroškov in sledilne napake. Pri premoženju z majhno denarno vrednostjo ne bi bilo smiselno uporabiti velikega števila celic, ker bi to zahtevalo nakup prevelikega števila različnih izdaj obveznic in s tem visoke stroške transakcij ter sledilno napako. Pri majhnem številu celic pa se zaradi večjega neujemanja sestave indeksiranega premoženja od sestave indeksa, poveča sledilna napaka.

Pri metodi optimizacije gre za oblikovanje indeksiranega premoženja po celičnem pristopu z upoštevanjem določenih zahtev (npr. omejitev števila izdaj v premoženju) in doseganje določenih ciljev (npr. maksimizacija donosnosti do dospelja).

Cilj metode minimizacije variance je minimizirati varianco pri oblikovanju indeksiranega premoženja. Pri tem pa je nujno potrebno upoštevanje zgodovinskih podatkov za določitev sledilne napake.

Naslednja pasivna strategija je **strategija imunizacije**, pri kateri gre za zavarovanje pred spremembo obrestnih mer. Cilj strategije imunizacije je doseči zadostno donosnost, ki bo omogočila izpolnitev neke vnaprej znane obveznosti. Če pa je takšnih obveznosti več pa se uporabljata multiperiodna imunizacija in izenačevanje denarnih tokov.

Imunizacija ciljne donosnosti pred spremembami tržnih obrestnih mer bo uspešna le, če bosta izpolnjena dva osnovna pogoja in sicer mora biti povprečni čas vezave premoženja enak horizontu investiranja in začetna sedanja vrednost denarnih tokov od obveznic enaka sedanji vrednosti prihodnjih obveznosti.

Trajanje se stalno spreminja zaradi stalnega spreminjanja tržnih obrestnih mer in zaradi samega preteka časa. Zato je potrebno v časovnem horizontu premoženje občasno prilagoditi. Trajanje se skrajša (podaljša), če se obrestne mere dvignejo (padejo), tako da postane prej imunizirano premoženje izpostavljeno reinvesticijskemu tveganju, če se obrestne mere povečajo in tržnemu tveganju, če obrestne mere padejo. Po padcu obrestnih mer povečamo delež obveznic s krajšim trajanjem in po dvigu obrestnih mer delež obveznic z daljšim trajanjem, da premoženje ostane imunizirano.

Premoženje je imunizirano le, če je krivulja donosnosti ravna in je vsak premik krivulje donosnosti vzporeden (obrestne mere se dvignejo ali padejo za enako število bazičnih točk pri kateremkoli dospelju).

Če je trajanje premoženja obveznic daljše od investicijskega horizonta, je vlagatelj izpostavljen tržnemu tveganju; če je trajanje krajše od investicijskega horizonta pa je izpostavljen reinvesticijskemu tveganju. Tveganju reinvestiranja se lahko izogne z investiranjem v brezkuponske obveznice z dospeljem enakim horizontu investiranja. Ker pa imajo brezkuponske obveznice nižjo stopnjo donosa kot kuponske, je za doseg ciljne donosnosti potrebno vložiti višji začetni vložek.

Upravljavci lahko uporabljajo različne izboljšane oblike imunizacij, ki pomenijo prehod k aktivnejšemu načinu upravljanja. Te oblike so: pogojna imunizacija, ujemanje denarnih tokov, imunizacija s standardiziranimi terminskimi pogodbami in opcijami.

Pogojna imunizacija je strategija, pri kateri upravljavec opredeli dosegljivo ciljno donosnost imuniziranega premoženja, hkrati pa določi minimalno zahtevano donosnost premoženja, s katero bi bil vlagatelj še zadovoljen. Upravljavec upravlja premoženje aktivno, vse dokler se zaradi neugodnih tržnih razmer potencialni donos ne zniža na minimalno raven. Takrat upravljavec takoj imunizira premoženje in tako zagotovi minimalno sprejemljivo donosnost.

Ko gre za izpolnitev večjega števila obveznosti v prihodnosti se uporabljata dve strategiji in sicer multiperiodna imunizacija in izenačevanje denarnih tokov. Pri multiperiodni imunizaciji gre za to, da so prihodnja izplačila premoženja razčlenjena na posamezna obdobja izplačil, nato pa se imunizira vsako obdobje posebej. Pomembno je, da se razčlenijo izplačila in ne samo premoženje, ker je premoženje nemogoče razčleniti tako, da bi vsak del omogočil izpolnitev ene obveznosti iz vrste obveznosti.

Pri strategiji izenačevanja denarnih tokov upravljavec izbere takšne obveznice, katerih dospelje se ujema z nastankom prihodnjih obveznosti. Izvajanje strategije se začne z izbiro obveznice z dospeljem, ki se ujema z nastopom zadnje iz niza obveznosti. Nato vlagatelj investira v to obveznico znesek glavnice, ki je enak znesku zadnje obveznosti. Preostali elementi so nato reducirani s kuponskimi izplačili te izbrane obveznice. Hkrati je izbrana še ena obveznica za nov, reduciran znesek predzadnje iz niza obveznosti. Proces izenačevanja denarnih tokov se tako nadaljuje dokler niso vse obveznosti iz niza izenačene z izplačili od obveznic v premoženju.

Pasivno upravljanje ima vedno več zagovornikov, tudi med profesionalnimi upravitelji v državah, kjer so trgi kapitala dobro razviti. Obsežne empirične raziskave in dolgoletne izkušnje so pokazale, da aktivno upravljanje na teh trgih le redko premaga trg, še posebej če se upoštevajo dodatni stroški, ki jih povzročata tovrstni pristop k upravljanju (Elton, 1995, str. 692):

- višji transakcijski stroški,
- višji stroški analize papirjev,
- aktivno premoženje nosi večje nesistematično tveganje.

## 6 UPORABA IZVEDENIH FINANČNIH INSTRUMENTOV

Izvedeni finančni instrumenti oz. derivativi (angl. *derivative securities*) so instrumenti, katerih vrednost temelji na vrednosti osnovnega (referenčnega) instrumenta (Bodie, Kane, Marcus, 2002, str. 648). Poznamo izvedene finančne instrumente prve generacije (terminske pogodbe, terminski posli, opcije, zamenjave), ker je osnova cena na promptnem trgu in izvedene finančne instrumente druge generacije, pri katerih so osnova izvedeni finančni instrumenti prve generacije. Poleg tega nastajajo novi finančni instrumenti naslednjih generacij. Ti instrumenti se označujejo kot hibridni, eksotični, strukturirani (Ribnikar, 1996, str. 53).

Izvedeni finančni instrumenti se uporabljajo zaradi naslednjih razlogov (Sill, 1997, str. 18 – 21):

- Zaščita pred tveganjem: gre za zaščito kateregakoli tveganja, kjer lahko pride do spremembe cene osnovnega instrumenta. Derivativi omogočajo prenos tveganja od iskalca zaščite do ponudnika zaščite in tako pripomorejo k bolj učinkoviti alokaciji tveganja med posamezniki v gospodarstvu.
- Špekulacija: osnovna prednost uporabe derivativa je, da ne zahteva večje začetne investicije. Tako lahko vlagatelj z najmanjšim vložkom upravlja premoženje, ki je lahko tudi do deset– ali večkrat večje od vložene investicije. Špekulanti s takšnim početjem dodajajo trgu likvidnost.
- Arbitražna: če sta promptni in terminski trg v neravnovesju, je na trgu možno brez prevzemanja tveganja dosegati dobiček – arbitražni dobiček (angl. *risk free profit*). V vlogi arbitražnika se običajno pojavljajo komercialne banke. Pomen arbitražnikov je v ponovnem vzpostavljanju tržnega ravnotežja in tudi večanja likvidnosti trga.
- Finančni vzvod (angl. *leverage*): vrednost derivativa se več kot proporcionalno spremeni ob spremembi vrednosti referenčnega instrumenta in zaradi tega imajo tako vlagatelji kot špekulanti korist od finančnega vzvoda.

Glede na tip trga, na katerem se trguje z izvedenimi finančnimi instrumenti, delimo instrumente na standardizirane in nestandardizirane: s prvimi se trguje na organiziranih borznih trgih, z drugimi pa se trguje "preko okenc" (angl: *over the counter*). Na organiziranih trgih se najbolj uporabljata terminska pogodba in opcija, na neorganiziranih trgih pa terminski posel, zamenjava in opcija (Kim, 1996, str. 139).

Za razvoj terminskega trga morajo biti izpolnjeni naslednji pogoji (Terminsko poslovanje na Blagovni borzi, 1997, str. 14):

- obstajati mora dobro razvit promptni trg,
- obstajati mora določena mera nestabilnosti, ki povzroča potrebo za obvladovanje določenih vrst tveganj,
- pri organiziranem terminskem trgu mora obstajati standardna specifikacija pogodbe, s katero se prenesejo tveganja od subjekta, ki je tveganju izpostavljen, do subjekta, ki želi ta tveganja prevzeti.

Za sklepanje terminskih poslov so bile v tujini ustanovljene posebne terminske borze: DTB v Frankfurtu, SOFFEX v Zuerichu, LIFFE v Londonu, CBOT v Chicagu (Čas, Rotar, 1994, str. 112).

O posameznih vrstah izvedenih finančnih instrumentov, ki so pomembni za dolžniški trg kapitala in se uporabljajo za zavarovanje obrestnega, valutnega in kreditnega tveganja je več napisano v nadaljevanju.

## 6.1 TERMINSKA POGODBA

Terminska pogodba (angl. *future contract*) je kupoprodajna pogodba med dvema strankama z datumom izpolnitve na določen datum v prihodnosti po danes dogovorjeni ceni. Vse klavzule in določila pri terminski pogodbi so standardizirana, kar znižuje transakcijske stroške, edina spremenljivka je cena pogodbe, ki se določa na organiziranem trgu (Winstone, 1995, str. 95).

Terminska pogodba je veljavna šele, ko je registrirana pri klirinški oz. obračunski hiši (angl. *Clearing house*). Klirinška hiša nastopa kot vmesni člen med kupcem in prodajalcem ter s tem minimalizira kreditno tveganje, saj dnevno poravnava sklenjene transakcije in skrbi za izpolnitev pogodbenih obveznosti ob zapadlosti.

Dnevno obračunavanje pozicij klirinška hiša izvaja s sistemom obračunskih kritij (angl. *margin requirements*). Ob sklenitvi terminske pogodbe s klirinško hišo se najprej poravna začetno kritje (angl. *initial margin*) in se uporablja za pokrivanje izgub, ki lahko nastanejo pri terminskem poslovanju. Ta znesek je določen v fiksnem znesku ali odstotku od vrednosti pogodbe. Po zaključku dnevnega trgovanja klirinška hiša vsem imetnikom terminskih pogodb na osnovi tečajev sklenjenih poslov in dinamike tečajev izračuna poravnalno ceno (angl. *settlement price*) ter izvede dnevni obračun pozicij (angl. *marking to market*). Izvede tudi prenos sredstev med računi komitentov, tako da novo stanje na računih dejansko kaže dnevno stanje realiziranih dobičkov oz. izgub. Če stanje na računu pade pod določen znesek – vzdrževalno kritje (angl. *maintenance margin*), klirinška hiša od komitenta zahteva dodatna sredstva do višine vzdrževalnega kritja.

Prednost terminske pogodbe je v njeni standardizaciji, kar omogoča visoko stopnjo likvidnosti trga. Prednost standardizacije je tudi v minimiziranju transakcijskih stroškov saj se kupcu in prodajalcu ni potrebno ob vsaki sklenitvi posla dogovarjati o posameznih elementih pogodbe, ampak se dogovorita samo o ceni. Naslednja prednost je tudi ta, da klirinška hiša dnevno obračunava realizirane dobičke oz. izgube in s tem znižuje tveganje neizpolnitve pogodbenih obveznosti.

Vključitev terminskih pogodb v premoženje lahko znižuje celotno tveganje premoženja, povečuje razpršenost premoženja, omogoča zavarovanje pred inflacijo in zagotavlja pozitivne donose tako v razmerah rastočih kot padajočih trgov. Upravljavci morajo tako ves čas spremljati gibanje cen, da lahko zavzamejo ustrezno pozicijo na terminskih trgih (dolgo ali kratko) in tako izkoristijo zaznano trendno gibanje v svojo korist ter se izognejo izgubam.

## 6.2 TERMINSKI POSEL

Terminski posel (angl. *forward contract*) je konkreten dogovor med dvema strankama za nakup ali prodajo določene količine nekega blaga, valute ali finančnega instrumenta po določeni ceni na določen dan v prihodnosti.

Ker terminski posli niso standardizirani in se z njimi ne trguje na organiziranem trgu, obstaja možnost neizpolnitve pogodbe katere od strank.

Ena od strank ima dolgo (angl. *long*) pozicijo, kar pomeni da se zaveže k nakupu določenega blaga po določeni ceni na določen dan. Druga stranka ima kratko (angl. *short*) pozicijo, kar pomeni da prodaja blago po dogovorjeni ceni na dogovorjeni dan v prihodnosti. Cena v terminskih poslih je znana kot izvršilna ali poravnalna cena.

Prednost terminskega posla je v tem, da je prilagojen potrebam posamezni stranki, ki se želi zavarovati pred tveganjem. Po drugi strani pa prav to predstavlja tudi slabost, saj prilagojenost posameznim strankam pomeni višje transakcijske stroške in veliko tveganje, ki je povezano z neizpolnitvijo pogodbenih obveznosti ene izmed strank.

## 6.3 OPCIJA

Opcija je izveden finančni instrument, ki daje kupcu pravico, vendar ne obveznost, da kupi (v primeru nakupne opcije – *call* opcija) ali proda (v primeru prodajne opcije – *put* opcija) določeno količino osnovnega instrumenta po vnaprej določeni pogodbeni ceni (Das, 1994, str. 46). Pravno obvezan k izpolnitvi svojih obveznosti je izdajatelj opcije, ki je dolžan ravnati v skladu z odločitvami kupca in določili pogodbe. Zato predstavljajo opcije enostranski instrument. Izdajatelj opcije v zamenjavo za svoj podrejeni položaj zahteva gotovinski

prihodek, ki je enak znesku premije (Fabozzi, 2001, str. 529). Opcijska premija pomeni za kupca opcije takojšen negativen denarni tok, hkrati pa mu daje možnost za potencialni dobiček v prihodnosti, če bi se cena finančnega instrumenta, na katerega se glasi opcija, gibala kupcu v prid.

Ameriške opcije je mogoče uporabiti katerikoli dan pred zapadlostjo, medtem ko je evropske opcije možno izvršiti le na dan zapadlosti.

Pri opcijah sta pomembna dva pojma: časovna vrednost in notranja vrednost opcije. Pojem notranja vrednost označuje razmerje ali razliko med trenutno tržno ceno in izvršilno ceno opcije. Notranjo vrednost opcije bi lahko opredelili tudi kot ekonomsko vrednost opcije, če je unovčena takoj. Ker kupec opcije ni obvezan k unovčitvi opcije in tega tudi ne bo storil, če ne bo imel pri tem kakršnekoli koristi, notranja vrednost ne more biti manjša od nič. Vrednost, za katero cena opcije, ki jo plača kupec, presega notranjo vrednost, se imenuje časovna vrednost.

Prednost opcije je v tem, da zmanjšuje možnost za slab izhod v primeru neugodnega cenovnega gibanja osnovnega instrumenta, saj lahko kupec v primeru pozitivnega obrata v cenovnih gibanjih neomejeno zasluži, kar pri ostalih terminskih instrumentih ni mogoče.

## **6.4 ZAMENJAVE**

Zamenjava je dogovor med dvema strankama o zamenjavi dveh različnih načinov plačila v prihodnosti (Prohaska, 2004, str. 178). Osnovni obliki zamenjav sta obrestna in valutna: pri prvi gre za dogovor med strankama o zamenjavi obveznosti iz naslova obresti, pri drugi pa gre za dogovor o zamenjavi valutnih tokov dveh različnih valut po vnaprej dogovorjenih pogojih menjave.

V vsakem primeru je takšna sklenitev zamenjave primer igre s pozitivno vsoto, saj obe stranki s sklenitvijo posla pridobita. V menjavo vsaka s svojim blagom stopata dve stranki in od druge dobita njeno blago ceneje, kot če bi ga skušali pridobiti sami (Mohorič, 1997, str. 22).

## **6.5 IZVEDENI FINANČNI INSTRUMENTI ZA ZAVAROVANJE PRED OBRESTNIM TVEGANJEM**

### **6.5.1 OBRESTNI TERMINSKI POSEL**

Obrestni terminski posel (angl. *Forward/Forward*) je zavezujoč dogovor med dvema strankama o najemu oz. plasmaju določenega zneska sredstev na določen dan v prihodnosti za dogovorjeno časovno obdobje po obrestni meri, določeni v času sklenitve posla (Winstone,

1995, str. 45). Za kreditojemalca predstavlja ta dogovor najem kredita z odloženim začetnim datumom, za kreditodajalca pa časovno odložen depozit.

Obrestni terminski posel omogoča pogodbenim strankam, da zaklenejo stroške financiranja oz. prihodke od obresti na določen znesek za določeno časovno obdobje v prihodnosti. Dogovorjena terminska obrestna mera velja za dejanski najem oz. plasma sredstev ne glede na nivo obrestnih mer na promptnem trgu v prihodnosti.

Terminsko obrestno mero izračunamo po naslednji formuli:

$$\text{Terminska obrestna mera} = \frac{(LR \times LD) - (SR \times SD)}{(LD - SD) * \left(1 + \frac{SR \times SD}{B \times 100}\right)} \quad (8)$$

*LR* – obrestna mera za obdobje od sklenitve posla do dospetja

*LD* – dnevi od sklenitve posla do dospetja

*SR* – obrestna mera za obdobje od sklenitve posla do začetka obdobja

*SD* – dnevi od sklenitve posla do začetka obdobja

*B* – časovna baza

## 6.5.2 DOGOVOR O TERMINSKI OBRESTNI MERI

Dogovor o terminski obrestni meri – FRA (angl. *forward rate agreement*) je razvojni naslednik obrestnega terminskega posla. Oba instrumenta zagotavljata raven obrestne mere za bodoči najem oz. plasma.

Dogovor o terminski obrestni meri je dogovor med dvema strankama, ki zagotavlja dogovorjeno terminsko obrestno mero za najem oz. plasma določenega hipotetičnega zneska sredstev za določeno časovno obdobje v prihodnosti (Das, 1994, str. 80).

Dogovor ne vključuje dejanskega najemanja oz. plasiranja določene količine denarja na denarnem trgu. FRA na nek način zaklene obrestno mero za najeti oz. plasirani znesek v prihodnosti in tako se pogodbeni stranki zaščitita pred nihanjem obrestne mera na finančnem trgu. Pogodbena stranka, ki takšen instrument kupuje, se zavaruje pred rastjo obrestne mere. To velja v primeru zadolževanja. Pogodbena stranki, ki prodaja instrument, pa se zavaruje pred padanjem obrestnih mer v prihodnosti.

Pri FRA nikoli ne pride do izmenjave glavnice, ampak samo do denarne poravnave in sicer v primeru, če se dejanske obrestne mere na promptnem denarnem trgu na poravnalni dan razlikujejo od vnaprej dogovorjenih terminskih obrestnih mer. Kupec FRA bo dobil poravnalni znesek na poravnalni dan od prodajalca v primeru, če so obrestne mere narasle



(poravnalna obrestna mera je višja od pogodbene) in obratno. Ker se takšna poravnava opravi na začetku pogodbenega obdobja in ne na koncu, je potrebno poravnalni znesek diskontirati, da ob koncu pogodbenega obdobja dobimo pravo vrednost.

Obrestna mera pri FRA se izračuna po naslednji formuli:

$$RF = \frac{(LR - LD) - (SR \times SD)}{36.000 + (RS \times SD)} * \frac{36.000}{LD - SD} \quad (9)$$

*RF* – obrestna mera dogovora o obrestni meri

*LR* – obrestna mera daljšega obdobja

*SR* – obrestna mera krajšega obdobja

*LD* – število dni v daljšem obdobju

*SD* – število dni v krajšem obdobju

### 6.5.3 TERMINSKA POGODBA NA OBRESTNO MERO

Terminska pogodba na obrestno mero je pogodba o najemu oz. plasmaju določenega zneska za določeno časovno obdobje v prihodnosti po vnaprej določeni obrestni meri pod pogoji, ki jih določa specifikacija terminske pogodbe.

S terminskimi pogodbami na obrestno mero se trguje izključno na organiziranem trgu, kjer ne kotirajo kot donos na letni ravni, temveč kot indeks (100 – obrestna mera).

Terminske pogodbe na obrestno mero upravljavci pri upravljanju premoženja obveznic uporabijo za spreminjanje povprečnega časa vezave, za zavarovanje in za alokacijo sredstev.

Ko upravljavec pričakuje dvig obrestnih mer, bo skrajšal povprečni čas vezave premoženja, kar lahko stori s transakcijami na promptnem ali terminskem trgu. Tako lahko zavzame kratko pozicijo v dolgoročni državni obveznici ali pa proda terminsko pogodbo na obrestno mero. Prodaja (kratka pozicija) terminske pogodbe na obrestno mero zavaruje prodajalca pred rastjo obrestnih mer. Posojilojemalci (bodoči izdajatelji obveznic) prevzemajo kratke pozicije, ker ne želijo visokih obrestnih mer oz. nizkih cen obveznic v obdobju, ko bodo izdajali obveznice. Ob dejanskem porastu obrestnih mer bo vlagatelj na promptnem trgu realiziral izgubo, na terminskem trgu pa bo dosegel dobiček.

Nakup (dolga pozicija) terminske pogodbe na obrestno mero zavaruje kupca pred padanjem obrestnih mer. Posojilodajalci prevzamejo dolge pozicije na terminskih pogodbah, ker ne želijo nizkih obrestnih mer oz. visokih cen obveznic, ko bodo v prihodnosti kupovali obveznice.

Cena terminskih pogodb na obrestno mero se giblje v nasprotni smeri gibanja tržne obrestne mere. Ob naraščanju tržnih obrestnih mer cena terminskih pogodb pada in obratno. Čim bliže je zapadlost pogodb, manjša je razlika med tržno obrestno mero in obrestno mero, ki je vključena v terminske pogodbe. Ob zapadlosti pogodb se ti dve ceni izenačita in pride do denarne poravnave ali fizične izročitve osnovnega instrumenta.

Terminske pogodbe se uporabijo tudi pri menjavi alokacije sredstev. Če upravljavec želi sredstva iz delnic alocirati v obveznice, lahko to stori z nakupom terminske pogodbe na obrestno mero in obratno.

#### **6.5.4 ZAMENJAVA OBRESTNIH MER**

Zamenjava obrestnih mer (angl. *interest rate swap*) je pogodba med dvema strankama, s katero se dogovorita, da ena stranka zamenja z drugo eno vrsto plačila obresti za drugo in sicer na določeno navidezno glavnico za določeno časovno obdobje (Das, 1994, str. 58).

Če ima upravljavec v premoženju dolgoročne obveznice s fiksnim donosom, je to lahko nevarno, če bodo v prihodnosti obrestne mere naraščale. Posledica tega bo, da bodo cene obveznic padle in s tem vrednost premoženja. V primeru naraščajočih obrestnih mer upravljavec z zamenjavo fiksne obrestne mere za variabilno obrestno mero pridobi, saj navidezno zamenja obveznico s fiksnim donosom za obveznico z variabilnim donosom. Donos obveznice s spremenljivo obrestno mero ni občutljiv na spremembo obrestne mere. Če bodo obrestne mere pričele naraščati in bo premoženje začelo izgubljati na vrednosti, bo ta izguba kompenzirana s prihodkom iz zamenjave obrestnih mer.

Pomanjkljivost tega zavezujočega dogovora je, da si upravljavec ciljno obrestno mero zaklene na določen nivo in ne more uživati dodatnih prihodkov v primeru ugodnega gibanja obrestnih mer. To pomanjkljivost rešujejo opcije na zamenjavo obrestnih mer, ki jo kupec opcije lahko koristi ali ne.

#### **6.5.5 OPCIJE NA ZAMENJAVO OBRESTNIH MER**

Opcija na zamenjavo obrestnih mer (angl. *swaption*) daje kupcu opcije pravico, da proda oz. kupi zamenjavo obrestnih mer po dogovorjeni obrestni meri v določenem časovnem obdobju. Nakupna opcija daje kupcu pravico na določen dan v prihodnosti vstopiti v pogodbo o zamenjavi obrestnih mer, kjer mu nasprotna stran plačuje fiksne obresti na njegove obveznosti, on pa plačuje variabilne obresti. Prodajna opcija daje kupcu pravico, da sklene pogodbo o zamenjavi obrestnih mer na določen dan v prihodnosti, kjer mu nasprotna stran plačuje variabilne obresti, on pa plačuje fiksne obresti.

Trg opcij na pogodbe o zamenjavi obrestnih mer omogoča obema pogodbenima strankama, da na enostaven način zapreta svoje pogodbene obveznosti še pred rokom zapadlosti pogodb o zamenjavi obrestnih mer.

### **6.5.6 OBRESTNE OPCIJE (KAPICA, DNO, OVRATNICA)**

Obrestna kapica (angl. *interest rate cap*) je pogodbeno razmerje, ki daje kupcu te opcije pravico do izvršitve opcije v prihodnosti. Ta pravica se nanaša na plačevanje obresti po določeni, vnaprej dogovorjeni fiksni obrestni meri (izvršilna obrestna mera). Omenjeno pravico bo kupec opcije izvršil le v primeru, ko se mu to splača, in sicer takrat ko bodo tržne obrestne mere narasle nad določeno izvršilno obrestno mero. Če bodo pa obrestne mere pod izvršilno obrestno mero, pa kupec opcije pravice ne bo izvršil. Zaradi nesimetrično razdeljenih pravic in dolžnosti mora kupec opcije prodajalcu plačati premijo, ki dejansko pomeni zavarovalnino, s katero si kupec kapice zagotovi najvišjo obrestno mero za svojo obveznost.

Obrestna ovratnica (angl. *interest rate collar*) je kombinacija nakupa obrestne kapice in prodaje obrestnega dna (angl. *interest rate floor*). Premija, ki jo podjetje dobi za prodajo obrestnega dna zmanjšuje oz. včasih izniči stroške nakupa obrestne kapice. V primeru zaščite z ovratnico je vlagatelj zavarovan pred rastjo obrestnih mer nad v kapici določeni izvršilni obrestni meri, hkrati pa je zavezan plačevati najmanj z dnom določeno obrestno mero, ker je prodajalec obrestnega dna. Z obrestno ovratnico si lahko vlagatelj določi zgornjo in spodnjo mejo, do katere se obrestna mera lahko povzpne oz. zniža.

## **6.6 IZVEDENI FINANČNI INSTRUMENTI ZA ZAVAROVANJE PRED VALUTNIM TVEGANJEM**

### **6.6.1 VALUTNI TERMINSKI POSEL**

Valutni terminski posel (angl. *forward exchange contract*) je zavezujoč dogovor med dvema strankama o nakupu oz. prodaji dogovorjenega zneska določene valute po tečaju določenem v času sklenitve posla in z dejansko poravnavo dogovorjenega zneska na pogodbeno določen dan v prihodnosti.

Institucija z zavarovanjem pred tveganji zaklene vrednost bodočih denarnih tokov. Zavarovano je pred neugodnimi premiki deviznega tečaja, hkrati pa se odreče njegovim pozitivnim premikom.

Terminski tečaj izračunamo na podlagi razlik v obrestnih merah kotirajoče in osnovne valute ter promptnega tečaja obeh valut na trgu. Razlika med obrestnima merama obeh valut je lahko pozitivna ali negativna. Terminski tečaj je zato lahko višji od promptnega (razlika med

obrestnima merama je pozitivna) in nižji od promptnega (razlika v obrestnih merah je negativna.).

Pri izračunu terminskega tečaja uporabimo naslednjo formulo:

$$\text{Terminski tečaj} = \text{promptni tečaj} + \frac{(OM_B - OM_A) * \text{promptni tečaj} * \text{št. dni do zapadlosti}}{100 \times 360} \quad (10)$$

$A$  = osnovna valuta (valuta, katere znesek je fiksiran na eno ali sto enot)

$B$  = kotirajoča valuta (valuta, ki varira nasproti fiksno določenemu znesku drugih valut)

$OM_A$  = obrestna mera osnovne valute

$OM_B$  = obrestna mera kotirajoče valute

Če je določena valuta terminsko dražja kot na promptnem trgu (ima nižjo nominalno obrestno mero od kotirajoče valute) pravimo, da ima premijo. Za terminsko cenejšo valuto pa pravimo, da ima diskont. Valuta z višjo obrestno mero je vedno v diskontu. V primeru, da sta terminski in promptni tečaj enaka govorimo o pariteti.

## 6.6.2 VALUTNA TERMINSKA POGODBA

Valutna terminska pogodba (angl. *futures exchange contract*) je obvezujoča pogodba o prodaji oz. nakupu določene valute proti drugi po vnaprej določenem tečaju pod pogoji, ki jih določa specifikacija terminske pogodbe na borzi, kjer se trguje z valutnimi terminskimi pogodbami. Pogodba tako določa standardizirano količino, zadnji dan trgovanja, kraj in način izpolnitve. Edina spremenljivka je cena valutne terminske pogodbe.

Valutna terminska pogodba je podobna valutnemu terminskemu poslu. Osnova razlika je v tem, da so elementi pri valutni terminski pogodbi standardizirane (razen cene), kar pa ne drži za valutni terminski posel. Prednost valutnih terminskih pogodb je predvsem ta, da zaradi standardiziranosti pogodbe ni kreditnega tveganja do nasprotne stranke (kreditno tveganje je samo v odnosu do borze, vendar je to zelo majhno).

Za valutne terminske pogodbe velja, da skoraj nikoli ne pride do njihove poravnave na dan njihove zapadlosti, saj se večina pogodb pred zapadlostjo zapre.

### 6.6.3 DEVIZNA ZAMENJAVA

Devizna zamenjava (angl. *foreign exchange swap*) je zavezujoč dogovor med dvema strankama o hkratnem promptnem nakupu oz. prodaji določenega zneska določene valute in hkratna terminska prodaja oz. nakup istega zneska iste valute. Devizno zamenjavo predstavljata promptna transakcija, povezana s terminsko transakcijo v nasprotni smeri. Ko finančna institucija želi preložiti zapadlost v preteklosti terminsko prodanih deviz na kasnejši datum, mora z dnem zapadlosti prvotnega terminskega posla določen znesek deviz kupiti in jih sočasno prodati, s kasnejšim dospeljem po dogovorjenem tečajem. Dospelje prilagodi plačilu finančnega posla.

Devizna zamenjava omogoča dejansko fizično dobavo osnovne valute tako na dan dospelosti promptne kot tudi na dan dospelosti terminske transakcije. Individualno je določena količina deviz in datum dospelosti.

Devizne zamenjave se uporabljajo za prilagajanje dospelja terminskih deviznih poslov in za upravljanje z likvidnostjo. Terminske posle sklepajo finančne institucije z namenom zavarovanja tečaja prihodnjih prilivov oz. odlivov deviz. Včasih pa dejanski prilivi in odlivi deviz ne sovpadajo z dospeljem v preteklosti sklenjenih terminskih poslov. Ko želimo preložiti zapadlost v preteklosti terminsko prodanih deviz na kasnejši datum, moramo z dnem zapadlosti prvotnega terminskega posla devize kupiti in jih prodati (angl. *sell back*) z naslednjim, plačilu finančnega ali blagovnega posla prilagojenim dospeljem. V tem primeru sklenemo zamenjavo s promptnim nakupom in terminsko prodajo (angl. *buy sell swap*).

Devizne zamenjave je mogoče uporabljati tudi za uravnavanje devizne in eurske likvidnosti. V primeru primanjkljaja deviz lahko institucija (finančna institucija, investicijski sklad, podjetje) z banko sklene devizno zamenjavo, s katero promptno kupi devize in jih terminsko proda (angl. *sell buy swap*). Pri primanjkljaju domače valute je situacija obratna in sicer zamenja tujo valuto v domačo in jo po določenem času odkupi nazaj.

### 6.6.4 VALUTNA OPCIJA

Valutna opcija (angl. *foreign exchange option*) je pogodbeno razmerje, ki predstavlja pravico in ne obveznosti kupiti ali prodati določeno valuto v določenem roku (ameriški tip opcije) ali na določen datum v prihodnosti (evropski tip opcije). To pravico kupec opcije pridobi tako, da vnaprej plača premijo. Premija je nepovraten strošek, saj predstavlja izdatek, ne glede na to, ali bo kupec pravico izkoristil ali ne. Tveganje pri nakupu opciji je omejeno na višino premije, potencialni dobiček pa je neomejen. Višina premije je odvisna od izbranega terminskega tečaja, roka zapadlosti, kratkoročnih obrestnih mer izbranih valut, nestanovitnosti valutnega para in promptnega tečaja. Premija je večja, če je (Levi, 1996. str. 90):

- daljši čas do izvršitve opcije,
- večja notranja vrednost, ki pomeni razmerje med tržno ceno in tečajem, s katerim je lahko opcija unovčena,
- večja nominalna obrestna mera,
- večja nestanovitnost valute, ki je predmet opsijske pogodbe,
- večji, kot je pričakovan padec vrednosti valute pri prodajni opciji – porast vrednosti pri nakupni opciji, ker je s tem večja verjetnost izvršitve te opcije.

### **Strategije z nakupnimi valutnimi opcijami**

Z nakupom nakupne opsijske pogodbe kupec pridobi pravico do nakupa tuje valute na točno določen dan. Uresniči lahko neomejeni dobiček (če je cena tuje valute neskončno narasla), vendar se izpostavlja možnosti, da bo utrpel izgubo. Največ je lahko enaka premiji, ki jo je plačal za opcijo. Če se zunanja vrednost tujega denarja zmanjša, bo lastnik nakupno opcijo preprosto zavrgel in kupil valuto po trenutnem promptnem tečaju. Partner v terminskem poslu pa bo moral kupiti valuto po vnaprej dogovorjenem terminskem tečaju, ki je manj ugoden kot trenutni promptni tečaj. Maksimalna izguba je pri nakupni opciji omejena na višino vplačane premije, potencialni dobiček je neomejen oziroma enak razliki med tržnim menjalnim tečajem na dan zapadlosti in izpolnitveno ceno opcije.

S prodajo nakupne opcije prodajalec sprejema obveznost, da bo v prihodnosti na določen dan imetniku opcije prodal določen znesek valute po dogovorjenem izpolnitvenem tečaju ne glede na trenutni promptni tečaj te valute. Za odstop takšne pravice prejme premijo; kar predstavlja tudi maksimalni dobiček, ki se ga lahko dobi. Uresničen bo takrat, ko bo lastnik opcije ugotovil, da je zanj ugodneje, če valuto kupi na promptnem tržišču in bo opsijsko pravico zato zavrgel. Teoretično je njegova izguba lahko neomejena. Do nje bi prišlo, kadar bi cena pogodbene valute neskončno narasla. Prodajalec opcije bo imel dobiček v primeru, ko bo tržna cena nižja od izpolnitvene cene.

### **Strategije s prodajnimi valutnimi opcijami**

Z nakupom prodajne opsijske pogodbe kupec pridobi pravico do prodaje tuje valute na določen dan po vnaprej določenem tečaju. Teoretično lahko doseže neomejeni dobiček in se izpostavlja možnosti nastanka izgube v višini plačane premije. Za pravico do prodaje je plačal premijo: s to ceno si je zagotovil, da sme prodati valuto po vnaprej dogovorjeni izpolnitveni ceni. Bolj kot pada trenutna vrednost valute, ki je predmet opsijske pogodbe, večji dobiček ustvarja kot lastniki prodajne opcije. Če promptni tečaj valute narašča, pa opsijska pravica postane ničvredna: valuto bi smel prodati po ceni, ki bi bila nižja od promptnega tečaja. To ni smiselno, zato lahko v takem primeru opsijsko pogodbo zavrže in utрпи izgubo, ki pa ne preseže plačane premije. Kupca varuje tudi terminski posel prodaje valute po dogovorjenem tečaju. To seveda drži, dokler je tečaj pogodbene valute na promptnem trgu slabši od pogodbeno dogovorjenega. Če pa se cena tujemu denarju na dan zapadlosti pogodbe poveča,

bo moral terminski posel izvršiti (prodal bo valuto po vnaprej dogovorjenem nižjem tečaju) in ne bo iztržil dobička.

S prodajo prodajne opcije prodajalec sprejema obveznost, da bo na določen dan v prihodnosti kupil dogovorjeni znesek valute po izpolnitveni ceni. Nasprotna stranka bo odločila ali pogodbo izvršiti ali ne. Za izrabo pravice prodaje valute se bo nasprotna stran odločila, če bo vrednost te valute padla pod dogovorjeno izpolnitveno ceno. Za prodajalca bo to pomenilo, da kupuje valuto dražje, kot bi jo lahko na prostem promptnem trgu. Vendar je za to izpostavljenost ob podpisu opsijske pogodbe prejel premijo. Teoretično je izguba lahko neomejena.

## **6.7 IZVEDENI FINANČNI INSTRUMENTI ZA ZAVAROVANJE PRED KREDITNIM TVEGANJEM**

Izvedeni kreditni finančni instrumenti so dvostranske finančne pogodbe, ki iz osnovnih instrumentov izločijo kreditno tveganje in omogočajo prenos tega tveganja med pogodbenimi strankami. Na ta način izvedeni kreditni instrumenti ločijo lastništvo in upravljanje kreditnega tveganja.

Najpomembnejše kategorije kreditnih izvedenih instrumentov so:

- Kreditni instrumenti, vezani na tveganje neizpolnitve finančnih obveznost: omogočajo prenos čistega kreditnega tveganja. Najosnovnejši uporabljen tovrstni instrument je zamenjava kreditnega tveganja.
- Instrumenti replikacije: omogočajo prenos celotnega donosa specifičnega finančnega instrumenta (npr. obveznice). Tipičen predstavnik te skupine je zamenjava celotnega donosa.
- Kreditni instrumenti, vezani na kreditni razpon: v to skupino spadajo opcije na kreditni razpon.

### **6.7.1 KREDITNE ZAMENJAVE**

Kreditne zamenjave (angl. *credit default swaps*) omogočajo prenos čistega kreditnega tveganja. Ob sklenitvi kreditne zamenjave se ponudnik zaščite (investitor) zaveže, da bo v primeru nastanka kreditnega dogodka na referenčnem subjektu, poravnal nastalo izgubo na referenčnem instrumentu. Referenčni instrument je obveznost na katerega se nanaša kreditna zamenjava. V zameno za prevzeto tveganje prejema od kupca zaščite periodične, običajno četrtletne premije.

Kreditna zamenjava traja do določenega datuma dospelja oz. do nastanka kreditnega dogodka. Če se kreditni dogodek pojavi pred datumom dospelja, kupec zaščite preneha plačevati premije, prejme plačilo ob neizpolnitvi in pogodba o prenosu tveganja preneha. Če se kreditni dogodek ne pojavi, kreditna zamenjava preneha ob dospelju; vlagatelj je za prevzem kreditnega tveganja zaslužil premije.

## **6.7.2 OPCIJE NA KREDITNE ZAMENJAVE**

Opcije na kreditne zamenjave (angl. *default swaptions*) so instrumenti, ki imetniku dajo pravico kupiti oz. prodati zaščito s kreditno zamenjavo po vnaprej določeni premiji (kreditnem razponu) na nek prihodnji dan. Ker je izplačilo opcije odvisno izključno od vrednosti kreditnega razpona kreditne zamenjave, je vrednost opcije v veliki meri odvisna od nestanovitnosti le tega.

## **6.7.3 ZAMENJAVA CELOTNE DONOSNOSTI**

Zamenjava celotne donosnosti predstavlja zamenjavo celotne donosnosti kreditnega instrumenta proti plačilu vnaprej dogovorjene periodične fiksne ali spremenljive obrestne mere, povečane za določen pribitek brez dejanskega nakupa instrumenta. Osnovni instrument je lahko katerikoli vrednostni papir, košarica vrednostnih papirjev ali indeks.

# **7 INVESTICIJSKI SKLADI**

## **7.1 RAZVOJ INVESTICIJSKIH SKLADOV**

Investicijski skladi so se razvili v Belgiji leta 1822, ko je belgijski kralj William I. ustanovil investicijsko družbo "Societe Generale des Pays – Bas pour Favoriser L'industrie nationale". Koncept so v večjem obsegu naprej razvijali Angleži in leta 1868 ustanovili "Foreign and Colonial Government Trust". Sklad je prvič tudi malim vlagateljem zagotovil manjše tveganje pri investicijah v tuje in državne vrednostne papirje kolonij, kar je bilo do takrat rezervirano le za velike vlagatelje. Investicijski skladi so se nato razširili v Ameriko, ko so britanske in škotske družbe investirale velike zneske v financiranje razvoja ameriškega gospodarstva po državljanski vojni. Leta 1924 je bil ustanovljen prvi ameriški investicijski sklad, imenovan "Massachusetts Investors Trust". Z naraščajočim špekulativnim kapitalnim trgom v 20. letih se je vedno več zaprtih skladov ukvarjalo s kompleksnimi finančnimi programi, špekulativnimi investicijami in goljufivim trgovanjem. Kljub temu so zaprti skladi ostali prevladujoč tip investicijskih skladov, vse do borznega zloma leta 1929. Takrat se je večina vlagateljev obrnila k odprtim investicijskim skladom, ki so kljub borznemu zlomu



zagotavljali rast in visok nivo storitev vlagateljem. Poleg odprtih skladov je obdobje po depresiji prineslo še vrsto novih zakonov, ki naj bi preprečevali goljufije in manipulacije s tečaji vrednostnih papirjev. Tako so uzakonili javno razkritje vseh pomembnih informacij o vrednostnih papirjih. Leta 1940 so sprejeli Federal Investment Company Act, kar predstavlja okvir za regulacijo investicijskih skladov. S tem zakonom so omogočili zaščito delničarjev skladov in prestopki managerjev, ter tako ohranili zaupanje javnosti v investicijska podjetja ter sklade.

V letu 1976 je nastal prvi indeksni sklad imenovan "First Index Investment Trust". Danes se sklad imenuje "Vanguard 500 Index" in je v letu 2000 postal eden največjih skladov.

Leta 1981 je zanimanje za sklade zelo naraslo, ker se je omogočilo odpiranje pokojninskih računov – IRA (angl. *individual retirement account*) kot pokojninskih planov za tiste, ki niso bili kriti s pokojninskimi načrti podjetij. V tem času je nastalo veliko novih skladov kot npr. skladi kratkoročnih vrednostnih papirjev, skladi, specializirane za državne in občinske obveznice, skladi opcij, skladi dohodka in sektorski skladi. Ustanovljeni so bili z namenom izpolnitve potrebe malih vlagateljev po profesionalnem upravljanju in diverzifikaciji njihovih sredstev.

## 7.2 OPREDELITEV INVESTICIJSKIH SKLADOV

Investicijski skladi (angl. *investment funds*) se ustanavljajo zaradi javnega zbiranja denarnih sredstev in nalaganja tako zbranih denarnih sredstev v razpršeno premoženje vrednostnih papirjev. (Reilly, 1982, str. 525). Namenjeni so malim in institucionalnim vlagateljem, ki zaradi pomanjkanja časa, informacij, denarja ali znanja ne želijo sami investirati v vrednostne papirje, ampak to prepuščajo strokovnjakom (Prohaska, 1999, str. 7).

Investicijske sklade lahko razvrščamo glede na različne kriterije. Najpomembnejša delitev investicijskih skladov se nanaša na obveznost skladov – gre za delitev glede na pasivno stran bilance stanja. Glede na aktivno stran bilance investicijskih skladov, torej glede njihove investicijske politike, pa ločimo več različnih kriterijev po katerih razvrščamo investicijske sklade.

Vrste investicijskih skladov glede na *način* vnovčitve naložb (Bodie, 1999, str. 102):

- Odprti skladi, za katere se je uveljavilo splošno poimenovanje – vzajemni skladi. Za njih velja, da navadno niso organizirani kot delniške družbe, pač pa kot trusti (oz. kot skupno premoženje). Njihova glavna značilnost je, da lahko vlagatelj kupi ali proda posamezne enote premoženja sklada (investicijske kupone) ob vsakem času. Cena kuponov se določa dnevno in sicer tako, da se tržna vrednost vseh vrednostnih papirjev v aktivih deli s številom izdanih certifikatov enot sklada.

- Zaprti skladi – zaprti skladi so navadno organizirani kot delniške družbe in se od odprtih skladov razlikujejo po tem, da je velikost sklada oz. število delnic sklada določeno ob ustanovitvi in je fiksno. Zaprti skladi tako svojih delnic ne odkupujejo in ne trgujejo z njimi, ampak to prepuščajo brokerjem na sekundarnem trgu kapitala. Tržni tečaj delnice zaprtega sklada ni enak vrednosti aktive na delnico tako kot je to pri odprtih skladih, ampak je odvisen od ponudbe in povpraševanja na sekundarnem trgu.

Vrste investicijskih skladov glede na *cilj* (Fredman, 1993, str. 24 – 29):

- Sklad obveznic – cilj tega sklada je zagotoviti številne dohodke, zato so prednost investiranja nizko, srednje in visokokvalitetne podjetniške obveznice.
- Sklad rasti – primarni cilj sklada je donosnost kapitala. Značilnost tega sklada je, da se kupujejo visoko donosni vrednostni papirji, zlasti delnice, katerih cena hitro rastejo. Ti skladi so primerni za vlagatelje, ki pričakujejo večje donose in so pripravljeni sprejeti povprečno stopnjo tveganja.
- Sklad rasti in dohodka – glavni cilj tega sklada je donosnost kapitala ob hkratnem zagotavljanju nekega gotovinskega dohodka iz obresti in dividend. Ti skladi so sestavljeni iz delnic podjetja, za katere se pričakuje večja stopnja rasti od povprečne in iz obveznic, ki prinašajo stabilen denarni tok.
- Skladi brez obdavčenj – investira se le v komunalne obveznice, ki navadno niso obdavčene.
- Sklad dohodka – cilj sklada je čim večji tekoči gotovinski dohodek iz dividend oz. obresti. Predmet nakupa so vrednostni papirji z visoko obrestno mero oz. dividendo. Z velikim donosom pa je seveda povezano tudi tveganje. Zaradi tega so ti skladi primerni za vlagatelje, ki si želijo bolj stabilen donos in ne toliko donos, ki izvira iz večanja vrednosti kapitala.
- Sklad ravnotežja – ta sklad zasleduje tako tekoči dohodek kot kapitalski donos. Predmet investiranja so različne delnice in obveznice. Sklad nudi manjši donos ob ugodnih tržnih gibanjih in manjša izgubo ob neugodnih tržnih gibanjih.
- Sklad dohodka in rasti – glavni cilj tega sklada je dohodek iz dividend in šele nato donosnost kapitala. Ti skladi investirajo v delnice največjih in najboljših podjetij.

Glede na *vrsto finančnih naložb*, ki jih imajo investicijski skladi v svojem premoženju, jih delimo na (Dimovski, Gregorič, 2000, str. 170):

- Delniške sklade – skladi, ki večinoma vlagajo v delnice po načelu čim večjega donosa.
- Obvezniške sklade – skladi, ki vlagajo večinoma v obveznice in ostale vrednostne papirje s fiksnim donosom, z željo po čim večji varnosti ob zagotovljenem donosu.
- Mešane sklade – skladi, ki vlagajo tako v delnice kot obveznice in so uravnoteženi v smeri varnosti, likvidnosti in donosa.

- Sklade denarnega trga – skladi, ki pretežno vlagajo v instrumente denarnega trga (zakladne menice, blagajniški zapisi, komercialni zapisi,...).

### 7.3 ZNAČILNOSTI OBVEZNIŠKIH VZAJEMNIH SKLADOV

V diplomskem delu so obravnavani odprti investicijski skladi – vzajemni skladi. Vzajemni sklad ni ne fizična ne pravna oseba, pač pa združeno premoženje vlagateljev, ki ga upravlja DZU.

Obvezniški vzajemni skladi imajo svoje premoženje razpršeno med dolžniške vrednostne papirje podjetij in države. Večino dohodka predstavljajo obresti, kapitalski dobički pa so omejeni, saj je večina transakcij narejena s ciljem doseganja maksimalnega in stabilnega tekočega dohodka, ne pa zaradi zvišanja bodočega tečaja obveznic. Skladi obveznic prinašajo manjši donos, a so hkrati manj tvegani in bolj stabilni od skladov delnic. Ker so skladi obveznic manj nestanovitni od delniških, so primernejši zlasti za investiranje na srednji ali kratki rok.

Razlike v donosnosti so med različnimi vrstami obvezniških skladih precej manjše kot so pri delniških, zato moramo biti pri investiranju vanje pozorni na višino upravljavskih provizij, ki ne smejo biti previsoke, da ne izničijo prednosti posrednega vlaganja v obveznice. Posredno in neposredno vlaganje v obveznice se razlikuje v naslednjih elementih:

- Obvezniški skladi nimajo roka zapadlosti in trajanja, ampak imajo povprečno zapadlost in trajanje premoženja, saj upravljavci neprestano trgujejo z obveznicami različnih zapadlosti.
- Donosnost težje predvidimo pri obvezniških skladih kot pa pri posameznih obveznicah
- Obresti pri obveznicah so stalne, kar ne velja za dividende skladov, saj se le-te lahko zvišujejo ali znižujejo glede na spremembo tržne obrestne mere ali neto denarnih tokov, ki so posledica nakupov in prodaj točk skladov s strani vlagateljev.<sup>3</sup>

Skladi obveznic se med seboj razlikujejo glede na ročnost obveznic (kratkoročne z dospelostjo od 1 do 5 let, srednjeročne z dospelostjo od 5 do 10 let in dolgoročne z dospelostjo nad 10 let), vrsto obveznic (kuponske, brezkuponske, zavarovane, nezavarovane,...), način obdavčevanja (obdavčene in neobdavčene) in kakovost izdajatelja (netvegane državne in občinske, občinske in podjetniške z investicijskim ratingom, špekulativne občinske in podjetniške).

Prvi kriterij pri razvrščanju skladov je največkrat obdavčljivost, saj je od vseh lastnosti najbolj kritičen in se razlikuje od države do države. Glede na to lastnost sklade delimo na (Mutual fund fact book, 2002, str. 8 – 11):

<sup>3</sup> V obdobju zniževanja tržne obrestne mere lahko obvezniški skladi prenehajo z izplačevanjem dividend, vendar se hkrati zvišujejo kapitalski dobički, ker cene obveznic rastejo.

- Obdavčene sklade obveznic – sem spadajo skladi podjetniških obveznic (splošni, srednjeročni, kratkoročni skladi) skladi visokodonosnih obveznic, svetovni obvezniški skladi (splošni, kratkoročni in drugi skladi), skladi državnih obveznic (splošni, kratkoročni srednjeročni, hipotekarni skladi), strateško – dohodkovni obvezniški sklad.
- Neobdavčene sklade obveznic – sem pa spadajo skladi obveznic ene države (splošni, kratkoročni skladi), skladi nacionalnih občinskih obveznic samo ene države (splošni in kratkoročni skladi).

Upravljalci **skladov podjetniških obveznic** (angl. *corporate bond funds*) želijo zagotavljati tekoči dohodek z investiranjem v visokokakovostne obveznice, ki jih izdajajo ameriška podjetja s kreditno oceno enako ali višjo od BBB (S&P's) oz. Baa (Moody's)<sup>4</sup>. Tveganje zamude plačila obresti in glavnice je pri teh obveznicah zelo majhna, možnost neporavnave obveznosti pa skoraj zanemarljiva. Ker sklad podjetniških obveznic ni varčevalni račun, obstaja verjetnost negativnega donosa.

Razlogi, zakaj pride do izgube začetnega kapitala so naslednji:

- Vpliv tržnih obrestnih mer na vrednost investicije – Obrestna mera in cena obveznice se gibljeta v obratnem razmerju, kar pomeni, ko obrestna mera raste, cena obveznice pada. Temu sledi, da vlagatelj lahko izgubi več kot je vložil v sklad, če sklad proda vrednostne papirje v obdobju visokih obrestnih mer.
- Vpliv gospodarske klime na sklad podjetniških obveznic – V času recesije je večja verjetnost, da podjetja zaidejo v težave in nezmožnost plačevanja obveznosti. V takih primerih podjetje odloži izplačilo obresti na kasnejše obdobje ali pa jih zmanjša, kar za vlagatelje pomeni izgubo dohodka.
- Visoka pričakovanja.

Skladi podjetniških obveznic se glede na ročnost in s tem povezano tveganje delijo na splošne, srednjeročne in kratkoročne sklade.

**Splošni skladi podjetniških obveznic** (angl. *general corporate bond fund*) vsaj dve tretjini sredstev investirajo v obveznice podjetij brez kakršnihkoli omejitev glede njihove dospelosti.

**Srednjeročni skladi podjetniških obveznic** (angl. *intermediate – term corporate bond funds*) vsaj dve tretjini sredstev investirajo v podjetniške obveznice s povprečno pet do desetletno zapadlostjo. Ti skladi želijo doseči visoko stopnjo tekočega dohodka pri manjši cenovni volatilitnosti kot jo prinašajo dolgoročnejši obvezniški skladi.

---

<sup>4</sup>Ocene in opisi kreditnega tveganja so priloženi v prilogi.

Pri **kratkoročnih skladih podjetniških obveznic** (angl. *short – term corporate bond funds*) dve tretjini ali več premoženja sestavljajo obveznice podjetij, katerih povprečna zapadlost se giblje od enega do petih let. Ostalo tretjino pa upravljavci investirajo v državne obveznice, da bi zmanjšali kreditno tveganje.

Upravljavci **skladov visokodonosnih obveznic** (angl. *high – yield bond funds*) investirajo vsaj dve tretjini sredstev v obveznice brez investicijskega ratinga ali v obveznice, ki imajo kreditno oceno BBB oz. Baa. Obveznicam brez investicijskega ratinga pravimo tudi visokotvegane obveznice (angl. *junk bonds*), saj pri njih verjetnost neporavnane obveznosti narašča s padanjem njihove kreditne bonitete. Takšne obveznice izdajajo ali podjetja, ki so v preteklosti imela kreditno oceno in se jim je v zadnjem času le-ta poslabšala, ali nastajajoča podjetja, ki so v relativno slabem finančnem stanju. Prednost visokotveganih obveznic je, da imajo potencialno višjo donosnost kot ostale vrste obveznic. Visokotvegane obveznice so kljub visokim tekočim dohodkom manj volatilne od delnic in zato na dolgi rok tudi manj donosne.

Cilj **svetovnega obvezniškega sklada** (angl. *world bond funds*) je doseganje najvišjega možnega tekočega dohodka na podlagi investiranja v dolžniške vrednostne papirje, ki jih izdajajo države, finančne institucije in podjetja ter so na razpolago po vsem svetu. Ti skladi se delijo na splošne, kratkoročne in druge obvezniške sklade.

Premoženje pri **splošnih globalnih obvezniških skladih** (angl. *general global bond funds*) je sestavljen iz dolžniških vrednostnih papirjev izdanih kjerkoli na svetu z vsaj petletnim rokom dospelja. Njihova investicijska politika mora upoštevati še omejitev, da več kot 25% sredstev ne investirajo v obveznice, ki jih izdajo ameriška podjetja.

**Kratkoročni globalni obvezniški skladi** (angl. *short – term global bond funds*) prav tako kot kratkoročni skladi podjetniških obveznic sredstva investirajo v obveznice s povprečno zapadlostjo od enega do petih let, vendar z omejitvijo, da več kot 25% sredstev ne investirajo v obveznice, ki jih izdajo ameriška podjetja.

**Drugi svetovni obvezniški skladi** (angl. *other world bond funds*) se delijo na **mednarodne obvezniške sklade** (angl. *international bond funds*) in na **obvezniške sklade porajajočih se trgov** (angl. *emerging market bond funds*). Mednarodni obvezniški skladi morajo vsaj dve tretjini svojih sredstev vložiti v obveznice neameriških izdajatelji, obvezniški skladi porajajočih se trgov pa morajo vsaj dve tretjini premoženja investirati na trgih kapitala v nerazvitih regijah sveta.

Drugi svetovni obvezniški skladi so primerni za vlagatelje, ki se želijo zavarovati pred padcem ameriškega dolarja, vendar ob pogoju, da upravljavci teh skladov ne zavarujejo pred tveganjem spremembe deviznega tečaja.

**Skladi državnih obveznic** (angl. *government bond funds*) investirajo sredstva v državne obveznice, ki jih izdajo ZDA ali v obveznice, ki so zavarovane z državnim poroštvom. Med državne dolžniške vrednostne papirje sodijo zakladne menice (angl. *treasury bills*), zakladni zapisi (angl. *treasury notes*) in zakladne obveznice (angl. *treasury bonds*). Razlika med naštetimi vrednostnimi papirji je rok dospelja. Prvi so kratkoročni vrednostni papirji in imajo rok dospelja eno leto ali manj, zakladni zapisi imajo rok dospelja od dveh let do manj kot deset, zakladne obveznice pa so dolgoročni vrednostni papirji in imajo rok dospelja več kot deset let.

Skladi državnih obveznic se delijo na splošne, srednjeročne, kratkoročne in sklade hipotekarnih obveznic.

**Splošni skladi državnih obveznic** (angl. *general government bond funds*) imajo vsaj dve tretjini sredstev investiranega v državnih obveznicah brez kakršnihkoli omejitev glede njihove ročnosti.

**Srednjeročni skladi državnih obveznic** (angl. *intermediate – term government bond funds*) vsaj dve tretjini premoženja investirajo v državne obveznice ali dolžniške vrednostne papirje z državnim jamstvom in katerih povprečna zapadlost se giblje v razponu od petih do desetih let.

**Kratkoročni skladi državnih obveznic** (angl. *short – term government bond funds*) prav tako investirajo sredstva v državne obveznice, vendar ob pogoju, da se mora povprečna zapadlost premoženja gibati v razponu od enega do petih let.

**Skladi hipotekarnih obveznic** (angl. *mortgage-backed funds*) imajo vsaj dve tretjini premoženja investiranega v obveznice, izdane s strani agencij, ki se ukvarjajo s subvencioniranjem lastništva nepremičnin (Fannie Mae, Ginnie Mae, Freddie Mac). Agencije od hranilnic odkupujejo hipotekarna posojila ali hipoteke s podobnimi značilnostmi in na njihovi podlagi izdajo obveznice. Hranilnice še naprej zbirajo glavnice hipotek in plačila obresti ter jih nato posredujejo agencijam. Agencije sredstva porabijo za poravnavo kuponov in plašče izdanih obveznic. Svoje obveznosti poravnajo v vsakem primeru, ne glede na to ali posojilojemalci hipotekarnih posojil poravnajo obveznosti ali ne.

Za **strateško – dohodkovne obvezniške sklade** (angl. *strategic – income bond funds*) je značilno, da investirajo premoženje v katerokoli vrsto podjetniških in državnih obveznic, s ciljem doseči čim višji tekoči dohodek.

**Skladi občinskih obveznic ene države** (angl. *state municipal bond funds*) so skladi, ki vlagajo sredstva primarno v občinske obveznice, ki so jih izdali izdajatelji iz točno določene države in so namenjeni predvsem prebivalcem znotraj te države. Dohodki, ki jih prinašajo investicije v te sklade so v veliki meri ali pa v celoti, oproščeni tako zveznega davka in davka na ravni

posamezne države, če so vlagatelji rezidenti te države. Največja pomanjkljivost teh skladov pa je, da so močno občutljivi na gospodarsko stanje države.

Skladi se delijo na splošne in kratkoročne.

**Splošni skladi občinskih obveznic države** (angl. *general state municipal bond funds*) sredstva investirajo ali v občinske obveznice, ki imajo rok dospelja daljši od petih let ali pa glede ročnosti niso omejeni.

**Kratkoročni skladi občinskih obveznic ene države** (angl. *short – term state municipal bond funds*) morajo investirati v občinske obveznice, katerih povprečna zapadlost se giblje znotraj enega do petih let.

Za **sklade nacionalnih občinskih obveznic** (angl. *national municipal bond funds*) je značilno, da investirajo v občinske obveznice izdajateljev iz različnih držav znotraj ZDA. Ti skladi nudijo visoko stopnjo geografske razpršenosti naložb, saj poskušajo davek, ki ga morajo vlagatelji poravnati posameznim državam, nadomestiti z investiranjem v najbolj donosne občinske obveznice, ki jih izdajajo izdajatelji iz različni držav. Neobdavčen dohodek je le dohodek iz občinskih obveznic, katerih izdajatelj in vlagatelj prihajata iz iste države.

Skladi se delijo na splošne in kratkoročne sklade.

**Splošni nacionalni skladi občinskih obveznic** (angl. *general national municipal bond funds*) investirajo premoženje v občinske obveznice z dospeljem, ki je daljši od petih let ali pa glede ročnosti ni omejitvev.

**Kratkoročni skladi nacionalnih občinskih obveznic** (angl. *short – term national municipal bond funds*) sredstva investirajo v občinske obveznice, katerih povprečna zapadlost znaša od enega do petih let.

## **7.4 IZBOR OBVEZNIŠKEGA VZAJEMNEGA SKLADA S STRANI MALEGA VLAGATELJA**

Vlaganje v vzajemne sklade je namenjeno predvsem vlagateljem, ki želijo imeti svoja sredstva naložena v vrednostnih papirjih in drugih finančnih instrumentih, nimajo pa potrebnih znanj o vrstah in lastnostih naložb. Prvotno so vzajemni skladi namenjeni predvsem malim vlagateljem, ki lahko že z nizkimi denarnimi vložki dosežejo učinkovito razpršenost svojega premoženja.

Obvezniški vzajemni sklad je primeren za vlagatelja, ki daje prednost varnosti in stabilnosti lastnega premoženja in ki išče boljšo ali vsaj enakovredno naložbo klasičnim oblikam varčevanja (npr. bančnim depozitom) in tako želi s kombinacijo naložb zmanjšati tveganje lastnega premoženja.

Tako je obvezniški sklad primeren za konservativne vlagatelje, ki postavljajo v ospredje varnost naloženih sredstev in nizko tveganje. To tveganje je sicer višje v primerjavi z vezano bančno vlogo, vendar so prednosti naložbe v sklad predvsem v pričakovani višji donosnosti, visoki likvidnosti sredstev in rednemu letnemu izplačilu obresti. Tako lahko konservativni vlagatelj, ki stremi k rentnemu varčevanju iz naslova naložbe oz. glavnice enkrat letno prejema še obresti oziroma rento.

Tveganje pri obvezniških vzajemnih skladih je nižje kot pri delniških skladih in je povezano predvsem z gibanjem obrestnih mer in razmerami na denarnem ter tudi na kapitalskem trgu. Kljub manjšemu tveganju morajo biti vlagatelji pripravljene le-tega prevzeti in se zavedati, da obveznice na trgu kapitala nihajo, zaradi gibanja obrestnih mer, uspešnosti poslovanja izdajateljev obvezniških papirjev in da je prihodnja donosnost naložbe v obvezniški vzajemni sklad odvisna tudi od uspešnosti upravljanja družbe za upravljanje, ob vnaprej določeni naložbeni politiki vzajemnega sklada. Naložbena politika obvezniškega vzajemnega sklada je namenjena dolgoročni rasti vrednosti sredstev, ki izvira iz dohodkovnih dobičkov iz naslova obresti in iz kapitalskih dobičkov. Kljub takšni naložbeni politiki sklada, morajo vlagatelji upoštevati možnost potencialnih začasnih izgub zaradi zmanjšanja vrednosti enote premoženja obvezniškega sklada.

Zaradi nižjih pričakovanih donosov obvezniškega vzajemnega sklada v primerjavi z delniškimi in zaradi relativno večjega vpliva vstopnih stroškov na donosnost naložbe je priporočljivo, da imajo vlagatelji sredstva v obvezniškem vzajemnem skladu naložena daljše časovno obdobje, to je vsaj tri leta.

Obvezniški vzajemni sklad je namenjen tudi vlagateljem z boljšim poznavanjem finančnih instrumentov in razmer na kapitalskih trgih, ki v investicijske kupone vzajemnega sklada nalagajo z namenom enostavne in učinkovite razpršitve naložb v različne, pretežno dolžniške vrednostne papirje. Vsekakor pa ostaja prvotna lastnost vlagatelja v obvezniške vzajemne sklade slabo poznavanje kapitalskih trgov in predvsem želja po donosnem dolgoročnem varčevanju ob relativno nizkem tveganju.

## **8 SKLEP**

Varčevanje in naložbena aktivnost manjših vlagateljev so botrovali ideji o ustanovitvi vzajemnih skladov, ki so še vedno v prvi vrsti namenjeni prav njim, saj se ti le redko odločajo za individualno upravljanje premoženja. S svojimi, ponavadi manjšimi prihranki ne morejo ustrezno razpršiti tveganja z investiranjem v večje število vrednostnih papirjev in drugih instrumentov finančnega trga preko borznih posrednikov. Prav tako nimajo dovolj znanj o ocenjevanju najboljših investicijskih možnosti v danem trenutku. Te potrebe so zaznale finančne institucije in varčevalcem ponudile možnost, da so združili svoje prihranke v vzajemni sklad. Ko vlagatelj kupi določeno število enot sklada, postane posredno lastnik



sorazmernega deleža vseh vrednostnih papirjev, ki jih ima sklad v lasti. Sredstva, vložena v vzajemni sklad, so visoko likvidna zaradi možnosti hitre zamenjave vrednostnih papirjev skladov za gotovino. Z zbranimi sredstvi sklada upravljajo strokovnjaki, ki skrbijo, da naložbe sklada prinašajo vlagateljem, kar največje donose ob danem tveganju, ki je odraz izbrane naložbene politike. Od upravljanja je tako odvisna poslovna uspešnost sklada, pomembna za učinkovitost trga kapitala in s tem tudi za celovito gospodarstvo.

Trg dolžniških vrednostnih papirjev se vse bolj razvija in raste in zaradi tega od posameznega vlagatelja zahteva vedno večja znanja o trgu. Razvoju dolžniških vrednostnih papirjev sledi proces neprestanega spremljanja različnih vrst tveganj in proces iskanja načinov obvladovanja le-teh. Zaradi teh hitrih sprememb in številnih prednosti predstavljajo skladi za malega neizkušenega vlagatelja pomembno alternativo neposrednemu investiranju.

Obvezniški vzajemni sklad je primeren za vlagatelje, ki želijo sredstva dolgoročneje investirati na trgih vrednostnih papirjev in pri tem nimajo dovolj strokovnih znanj ali izkušenj, ali se zaradi pomanjkanja časa ne morejo samostojno ukvarjati s tovrstnimi vlaganji oz. samostojno ne morejo dovolj učinkovito dosegati ustrezne razpršitve naložb. Investicijski kupon obvezniškega vzajemnega sklada je primeren za vlagatelja, ki želi stabilno vrednost premoženja in ni pripravljen sprejeti višjega tveganja trga lastniških vrednostnih papirjev. Obvezniški vzajemni skladi so pri svojem poslovanju izpostavljeni različnim vrstam tveganja (sprememba cene, tveganje obrestne mere, valutna tveganja), zato mora upravljavec redno spremljati ta tveganja in sprejeti ustrezne ukrepe, s katerimi je mogoče tveganja obvladovati. Pri tem lahko uporabi izvedene finančne instrumente, s katerimi se da tveganje obvladovati oz. pri dobrem strokovnem poznavanju izvedenih finančnih instrumentov dosegati dodatne zasluge.

Kljub vsem prednostim vlaganja v obvezniške vzajemne sklade je za malega vlagatelja nujno, da je vsaj pozoren na naložbeno politiko sklada in odzivanje na tržne razmere.

Pri obvezniških vzajemnih skladih je namreč za njihovo uspešno upravljanje pomembno pravilno oblikovana naložbena politika, ocena tržnih razmer in prava reakcija nanje, predvsem predvidevanje obrestnih mer, gibanje deviznih tečajev in krivulj donosnosti.

## LITERATURA

1. Berk Aleš et al.: Gradivo za poslovne finance. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2001. 296 str.
2. Bodie Zvi et al.: Investments. New York : McGraw Hill / Irwin, 1999. 967 str.
3. Bodie Zvi et al.: Investments. Peta izdaja. New York : McGraw Hill / Irwin, 2002. 1015 str.
4. Brigham Eugene F. et al.: Intermediate financial management, 7. izd. Singapore : South – Western/Thomson Learning, 2002. 988 str.
5. Choundry Moorad: Fixed income markets: instruments, applications, mathematics, Chichester : J. Wiley, 2004. 898 str.
6. Čas Miloš, Rotar Tomaž: Borzni izraz s trojezičnim slovarjem. Maribor : Kapital. 1994. 190 str.
7. Das Satyajit: Swap & Derivative Financing; The Global Reference to Products, Pricing, Applications and Markets – Revised Edition. Chicago : Irwin, 1994. 1476 str.
8. Dimovski Vlado, Gregorič Aleksandra: Temelji bančništva. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 181 str.
9. Elton Edwin J. et al.: Modern Portfolio Theory and Investment Analysis. 5th Edition. New York : John Wiley & Sons. Inc., 1995. 715 str.
10. Fabozzi Frank J.: Fixed Income Securities. New Hope : Frank J. Fabozzi Association, 1997. 481 str.
11. Fabozzi Frank J.: The Handbook of Fixed Income Securities. Sixth Edition. New York : McGraw Hill, 2001. 1373 str.
12. Fabozzi Frank J.: Bond markets, analysis, and strategies. 5th Edition. Upper Saddle River (N.J.) : Pearson/Prentice Hall, 2004. 670 str.
13. Fisher Donald E., Jordan Donad J.: Security Analysis and Portfolio Management. 5th edition. New Jersey : Prentice Hall, Englewood Ciffs, 1991. 768 str.
14. Fredman Albert J., Wiles Russ: How mutual funds work. New York : Institute of finance, 1993. 334 str.
15. Henderson Tamara: Fixed income strategy: the practitioner's guide to riding the curve. Chichester : John Wiley, 2003. 204 str.
16. Kim H., Suck: Global corporate finance: text and cases. 3rd Edition. Cambridge, Massachusetts : Blackwell Publishers, Inc., 1996. 530 str.

17. Kleindienst Robert: Varčevanje v domačih in tujih delnicah: najboljša pot za doseganje dolgoročnih finančnih ciljev. Ljubljana : GV založba, 2001. 542 str.
18. Levi Maurice: International finance .3rd edition. New York : McGraw – Hill, 1996. 630 str.
19. Mohorič Saša: Izvedene finančne oblike in slovenski finančni trgi: diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1996. 48 str.
20. Mramor Dušan: Poglavja iz poslovnih financ. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1994. 123 str.
21. Mramor Dušan: Poglavja iz poslovnih financ. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000, 119 str.
22. Preda Stefano et al.: Funds and Portfolio Management Institutions. Amsterdam : Elsevier Science Publishers B.V, 1991. 449 str.
23. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 205 str.
24. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2004. 205 str.
25. Reilly Frank K: Investment. New York : CBS College Publishing, 1982. 525 str.
26. Saunders Antony: Financial Institutions Management: A Modern Perspective. Boston : Irwin /McGraw Hill, 2000. 742 str.
27. Sharpe William F. & Alexander Gordon J.: Investments. Fourth edition. New Jersey : Prentice – Hall International, 1990. 833 str.
28. Sundaresan Suresh M.: Fixed income markets and their derivatives. Cincinnati : South – Western College, 1997. 624 str.
29. Sill Keith: The Economic Benefits and Risks of Derivative Securities. Business Review, Philadelphia, 1997. str. 15 – 26.
30. Svilan Sibil: Vrednostni papirji. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1990. 213 strani.
31. Winstone David: Financial Derivatives – Hedging with futures, Forwards, Options and Swaps. London : Chapman and Hall, 1995. 303 str.

## **VIRI**

1. Mutual fund fact book. Washington, DC : Investment Company Institute, 2000. 112 str.
2. Terminsko poslovanje na Blagovni borzi, Ljubljana, 1997.
3. Deželan Silva: Prosojnice s predavanj Finančni trgi. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2005.



# **PRILOGE**

**PRILOGA 1:** Kreditne ocene.....2

**PRILOGA 2:** Slovarček tujih izrazov.....3

## PRILOGA 1: Kreditne ocene

Kreditna ocena je ocena tveganja, ki nam pokaže stopnjo tveganja, da ne bodo izplačane obveznosti iz vrednostnega papirja

<b>Moody's</b>	<b>Standard &amp; Poor's</b>	<b>Opis Bonitete</b>
Aaa	AAA	Obveznice najvišje kakovosti
Aa	AA	Obveznice visoke kakovosti
A	A	Obveznice, katerih izdajatelj nima problemov izplačevati obresti in poplačati glavnico. V prihodnosti se lahko zgodi, da se finančni položaj podjetja nekoliko poslabša, vendar ne toliko da ne bi bilo zmožno odplačevati obveznosti.
Baa	BBB	Obveznice srednje kakovosti
Ba	BB	Obveznice, katerih izplačevanje obresti in glavnice ni dovolj zavarovano iz strani izdajatelja. Obveznice, katerih boniteta že meji na špekulativnost.
	B	
B	CCC	Visoko tvegane, špekulativne obveznice
Caa	CC	
Ca	C	
C	DDD	Obveznice, katerih izdajatelj je v stečajju oz. likvidaciji.
	DD	
	D	

Vir: Fabozzi, 2001, str. 214

## PRILOGA 2: Slovarček tujih izrazov

Tuj izraz	Slovenska razlaga
arbitrage pricing theory	arbitražna teorija določanja cen
bullet strategy	strategija naboja
buy-and-hold strategy	strategija "kupi in obdrži"
buy sell swap	promptni nakup in terminska prodaja deviz
call option	nakupna opcija
capital yield	kapitalska donosnost
clearing house	klirinška hiša
corporate bond funds	skladi podjetniških obveznic
credit default swaps	kreditne zamenjave
current yield	tekoča donosnost
default swaptions	opcije na kreditne zamenjave
derivative securities	derivativi oz. izvedeni finančni instrumenti
duration	trajanje
emerging market bond funds	obvezniški skladi porajajočih se trgov
flattening	ploščenje
foreign exchange option	valutna opcija
foreign exchange swap	devizna zamenjava
forward contract	terminski posel
forward/forward	obrestni terminski posel
forward exchange contract	valutni terminski posel
forward rate agreement	dogovor o terminski obrestni meri
future contract	terminska pogodba
futures exchange contract	valutna terminska pogodba
general corporate bond fund	splošni skladi podjetniških obveznic
general global bond funds	splošni globalni obvezniški skladi
general government bond funds	splošni skladi državnih obveznic
general national municipal bond funds	splošni nacionalni skladi občinskih obveznic
indexing	indeksiranje
general state municipal bond funds	splošni skladi občinskih obveznic države
government bond funds	skladi državnih obveznic
high – yield bond funds	skladi visokodonosnih obveznic
initial margin	začetno kritje
interest rate cap	obrestna kapica
interest rate floor	obrestno dno
interest rate swap	zamenjava obrestnih mer
intermediate – term corporate bond funds	srednjeročni skladi podjetniških obveznic
intermediate – term government bond funds	srednjeročni skladi državnih obveznic
international bond funds	mednarodni obvezniški skladi
investment fund	investicijski sklad
junk bonds	visokotvegane obveznice
ladder strategy	strategija lestve
leverage	finančni vzvod

## Tuj izraz

## Slovenska razlaga

long position	dolga pozicija
maintenance margin	vzdrževalno kritje
margin requirements	sistem obračunskih kritij
marking to market	dnevni obračun pozicij
maturity	dospelost
mortgage-backed funds	skladi hipotekarnih obveznic
national municipal bond funds	skladi nacionalnih občinskih obveznic
negative butterfly	negativni metulj
nominal yield	nominalna donosnost
other world bond funds	drugi svetovni obvezniški skladi
over the counter	trgovanje "preko okenc"
positive butterfly	pozitivni metulj
put option	prodajna opcija
rate – anticipation swap	zamenjava v pričakovanju spremembe obrestnih mer
rate collar	obrestna ovratnica
settlement price	poravnalna cena
short – term corporate bond funds	kratkoročni skladi podjetniških obveznic
short position	kratka pozicija
short – term global bond funds	kratkoročni globalni obvezniški skladi
short – term government bond funds	kratkoročni skladi državnih obveznic
short – term national municipal bond funds	kratkoročni skladi nacionalnih občinskih obveznic
short – term state municipal bond funds	kratkoročni skladi občinskih obveznic ene države
state municipal bond funds	skladi občinskih obveznic ene države
strategic – income bond funds	strateško – dohodkovni obvezniški skladi
swaption	opcija na zamenjavo obrestnih mer
tracking error	napaka pri zasledovanju
treasury bills	zakladne menice
treasury bonds	zakladne obveznice
treasury notes	zakladni zapisi
world bond funds	svetovni obvezniški skladi
quality swap	zamenjava kvalitete obveznic
yield curve	krivulja donosnosti
yield for perpetuities	donosnost obveznic brez dospelja
yield to maturity	donosnost do dospelja
yield pick-up swap	izkoriščanje tržnih neučinkovitosti
yield to call	donosnost do odpoklica