

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**TVEGANJE IN DONOSNOST DELNIC SLOVENSКИH
INVESTICIJSКИH DRUŽB**

Ljubljana, november 2006

BARBARA DRVARIČ

IZJAVA

Študentka **Barbara Drvarič** izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom **doc. dr. Aljoše Valentinčiča** in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 7.11.2006

Podpis: _____

KAZALO

Uvod	1
1. Investicijski skladi	2
1.1. Razvoj investicijskih skladov po svetu	2
1.2. Razvoj investicijskih skladov v Sloveniji	3
1.2.1. Družba za upravljanje in skrbnik	5
2. Investicijska družba	6
2.1. Vrste dovoljenih naložb	8
2.2. Davčni režim	8
2.2.1. Davčni režim za fizične osebe:	8
2.2.2. Davčni režim za pravne osebe	9
2.2.3. Davčni režim za investicijsko družbo	9
3. Tveganost in donosnost naložbe v delnice investicijske družbe	10
3.1. Merjenje tveganj	12
3.1.1. Varianca	12
3.1.2. Standardni odklon	12
3.1.3. Korelacijski koeficient	13
3.1.4. Beta koeficient – kazalnik beta	13
3.2. Donosnost naložbe v delnice investicijske družbe	14
4. Tveganje in donosnost delnic investicijskih družb na slovenski borzi.....	14
4.1. Trg kapitala v proučevanem obdobju	15
4.2. Proučevane investicijske družbe na ljubljanski borzi vrednostnih papirjev.....	18
4.3. Rezultati	27
5. Sklep	31
Literatura	33
Viri	34

Kazalo slik

<i>Slika 1: Investicijska družba</i>	4
<i>Slika 2: Vzajemni sklad</i>	5
<i>Slika 3: Gibanje enotnega tečaja indeksov SBI20 in PIX</i>	16
<i>Slika 4: Trimesečni donosi investicijskih družb</i>	19
<i>Slika 5: Gibanje enotnega tečaja IFDR in indeksa SBI20 od septembra 2004 do maja 2006 (v SIT)</i>	19
<i>Slika 6: Gibanje enotnega tečaja IFIR in indeksa SBI20 od septembra 2004 do maja 2006 (v SIT)</i>	21
<i>Slika 7: Gibanje enotnega tečaja ZVIR in indeksa SBI20 od septembra 2004 do maja 2006 (v SIT)</i>	22
<i>Slika 8: Gibanje enotnega tečaja ZMIN in indeksa SBI20 od septembra 2004 do maja 2006 (v SIT)</i>	23
<i>Slika 9: Gibanje enotnega tečaja NF1N in indeksa SBI20 od septembra 2004 do maja 2006 (v SIT)</i>	24
<i>Slika 10: Gibanje enotnega tečaja MAIR in indeksa SBI20 od septembra 2004 do maja 2006 (v SIT)</i>	25

Kazalo tabel

<i>Tabela 1: Primerjava sredstev naloženih v zaprte sklade v ZDA (v mrd \$) in v investicijske družbe v Sloveniji (v mrd SIT)</i>	3
<i>Tabela 2: Struktura prometa v letu 2004</i>	15
<i>Tabela 3: Struktura prometa v letu 2005</i>	17
<i>Tabela 4: Stuktura prometa v prvem polletju 2006</i>	18
<i>Tabela 5: 10 največjih naložb ID-a Infond 1, d.d.*</i>	20
<i>Tabela 6: 10 največjih naložb ID-a Infond d.d.*</i>	21
<i>Tabela 7:</i>	22
<i>Tabela 8: 10 največjih naložb ID-a Zlata moneta 1, d.d.*</i>	23
<i>Tabela 9: 10 največjih naložb ID-a NFD 1 d.d.*</i>	24
<i>Tabela 10: 10 največjih naložb ID-a Maksima d.d.*</i>	25
<i>Tabela 11: Struktura portfelja, glede na vrste vrednostnih papirjev (v %) na dan 30.6.2006</i>	26
<i>Tabela 12: Struktura portfelja, glede na državo izdajatelja vrednostnih papirjev (v %) na dan 30.6.2006</i>	26
<i>Tabela 13: Število delničarjev v slovenskih investicijskih družbah med 31.12.2004 in 31.5.2006 ter delež tujih imetnikov</i>	27
<i>Tabela 14: Kazalci za SBI20 od septembra 2004 do maja 2006</i>	28
<i>Tabela 15: Kazalci za IFDR od septembra 2004 do maja 2006</i>	29
<i>Tabela 16: Kazalci za IFIR od septembra 2004 do maja 2006</i>	29
<i>Tabela 17: Kazalci za ZVIR od septembra 2004 do maja 2006</i>	30
<i>Tabela 18: Kazalci za ZMIN od septembra 2004 do maja 2006</i>	30

<i>Tabela 19: Kazalci za NFIN od septembra 2004 do maja 2006</i>	31
<i>Tabela 20: Kazalci za MAIR od septembra 2004 do maja 2006</i>	31

Kazalo kratic

ID	Investicijska družba
IFDR	Oznaka za delnico investicijske družbe Infond ID 1, d.d.
IFIR	Oznaka za delnico investicijske družbe Infond ID, d.d.
LJSE	Ljubljanska borza vrednostnih papirjev
MAIR	Oznaka za delnico investicijske družbe Maksima, delniška ID, d.d.
NFIN	Oznaka za delnico investicijske družbe Nacionalna investicijska družba 1 delniški investicijski sklad, d.d.
PIX	Indeks investicijskih skladov
SBI20	Slovenski borzni indeks
ZM1N	Oznaka za delnico investicijske družbe Zlata moneta 1, ID, d.d.
ZVIR	Oznaka za delnico investicijske družbe Zvon 1 ID, d.d.

Uvod

Razvoj kapitalskega trga v Sloveniji se je začel s preoblikovanjem družbene lastnine. Po načelu pravičnosti je leta 1991 osamosvojena Slovenija imetje podjetij, ki so bila v družbeni lasti, s pomočjo certifikatov, razdelila med državljane. Tako so nastale pooblašene investicijske družbe, z namenom pobiranja certifikatov in zamenjave le-teh za različne vrednostne papirje slovenskih podjetij.

Leta 1995 je Evropska komisija, na podlagi podpisanega Sporazuma o sodelovanju iz leta 1993¹ in prošnji za priključitev Slovenije v Evropsko unijo, izdala Belo knjigo. Slovenija je s harmonizacijo zakonodaje o investicijskih skladih začela že leta 1997, zaključila pa s sprejetjem Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1). Zakon določa pogoje za ustanovitev investicijskih skladov in družb za upravljanje ter ureja način in nadzor njihovega poslovanja, pogoje prodaje investicijskih kuponov oziroma delnic investicijskih skladov v Republiki Sloveniji, vrste storitev, ki jih druge osebe opravljajo za investicijske sklade in pogoje ter način opravljanja teh storitev, kakor tudi nadzor in pogoje upravljanja pokojninskih vzajemnih skladov.

Pri sprejemanju ZISDU-1 se je zakonodajalec odločal med dvema alternativama glede ureditve preoblikovanja PID-ov. Postopek preoblikovanja in dokončna ureditev iz PID-ov nastalih družb bi lahko opredeljeval že ZISDU-1 ali pa bi to opredeljeval poseben zakon. Slednje je obveljalo zaradi nujnosti sprejetja ZISDU-1 po hitrem postopku in kompleksnosti preoblikovanja PID-ov. V ZISDU-1 je tako zgolj navedena možnost preoblikovanja PID-ov v vzajemni sklad, o čemer se odloča na skupščini delničarjev PID-a. V kolikor PID-i niso izpolnjevali pogojev, ki so bili potrebni za preoblikovanje v vzajemni sklad, so se morali do konca leta 2003 preoblikovati v investicijsko družbo ali javni finančni holding (delniška družba).

Namen diplomskega dela je analizirati tveganje in donosnost nastalih investicijskih družb, ki kotirajo na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev. Obdobje analize je od septembra leta 2004 do maja 2006 saj je v tem obdobju bilo moč pridobiti podatke za največ investicijskih družb.

V prvem delu je podana definicija investicijskih skladov, kot jih določa ZISDU-1. Opisana je tudi zgodovina razvoja investicijskih skladov po svetu in v Sloveniji. V drugem delu je opisana investicijska družba ter nekatere glavne značilnosti, ki jih določa ZISDU-1. V tretjem delu so predstavljene oblike tveganj in pa donosnost naložbe v investicijsko družbo. Najprej so opisane oblike mer tveganj, ki sem se jih uporabila v diplomskem delu, na koncu pa je predstavljena še donosnost teh naložb. V četrtem poglavju je teoretično znanje iz prejšnjih poglavij uporabljeno na konkretnem primeru izračuna različnih kazalcev tveganj ter izračuna donosnosti naložb v slovenske investicijske družbe, ki kotirajo na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev. Na koncu sledi sklep z ugotovitvami.

¹ Sporazum o sodelovanju med Slovenijo in Evropsko unijo je začel veljati 1.9.2006.

1. Investicijski skladi

Investicijski sklad v ožjem pomenu besede pomeni le skup premoženja, ki ga sestavljajo naložbe v vrednostne papirje. Finančno premoženje je lahko organizirano v obliki pravne osebe. Od posamezne pravne ureditve je odvisno, ali bo moral imeti investicijski sklad tudi lastnost pravne osebe (Plavšak, 1994, str. 69).

1.1. Razvoj investicijskih skladov po svetu

Investicijski skladi so se razvili v Evropi 1822 kot zaprti skladi. Tega leta je nizozemski kralj William I. ustanovil prvo investicijsko družbo »Societe Generales des Pays-Bas pour Favoriser L'industrie Nationale«.

Koncept zaprtega sklada so v večjem obsegu razvijali Angleži (Žnidaršič Kranjc, 1999, str.19). Iz Evrope so se v dvajsetih letih razširili v Ameriko, kjer je bil prvi ameriški zaprti sklad (closed-end fund) ustanovljen leta 1924 v Bostonu (Massachusetts Investors Trust), nastajali pa so tudi v New Yorku in Philadelphii.

Vse do borznega zloma 24. oktobra 1929 je bila prevladujoča oblika zaprtih investicijskih skladov, obdobje po depresiji pa je predvsem zaradi enostavne manipulacije z zaprtimi skladi, poleg odprtih skladov prineslo tudi novo zakonodajo. Zaradi nešteti zlorab je stopilo v veljavo kar nekaj zakonov: Federal Securities Act iz leta 1933, naslednje leto pa je začel veljati Federal Securities Exchange Act in Federat Investment Company Act ter Investment Advisers Act leta 1940, kar predstavlja okvir za regulacijo investicijskih skladov (Rugg, 1986, str. 25).

Naslednja prelomnica v zgodovini skladov je bilo leto 1958, ko je s podpisom Small Business Acta predsednik ZDA Eisenhower uzakonil tvegani kapital in oblikoval investicijske družbe za rizični kapital.

V sedemdesetih letih so bili zanimivi skladi kratkoročnih vrednostnih papirjev, v naslednjih letih skladi občinskih obveznic, nato opcijsko-dobičkovni skladi, ostali specializirani in prvi državni sklad pa v začetku 80. let (Rugg, 1986, str. 27).

Struktura zaprtih skladov je večinoma ostala ignorirana do sredine osemdesetih let, ko je povpraševanje po zaprtih skladih postalo veliko. Rastoče zanimanje za sektorske sklade v poznih osemdesetih in ranih devetdesetih pa je dalo zaprtim skladom še dodaten pomen.

Leta 1928 je tako v ZDA delovalo le 50 zaprtih skladov, konec leta 2005 pa 634 zaprtih skladov, v katerih je bilo naloženih 276 milijard dolarjev denarja, kar je 95% več kot konec leta 2000. Sicer pa deluje v svetu prek 53.000 skladov (ICI-Mutual Fund Fact Book, 2006).

Tabela 1: Primerjava sredstev naloženih v zaprte sklade v ZDA (v mrd \$) in v investicijske družbe v Sloveniji (v mrd SIT)

Leto	ZDA (mrd \$)	Slovenija (mrd SIT)
2003	214	227
2004	254	237
2005	276	157

Vir: ICI-Mutual Fund Fact Book, 2006; Arhiv enotnih tečajev, 2006

1.2. Razvoj investicijskih skladov v Sloveniji

Investicijski skladi so se v Sloveniji razvijali malo drugače kot večina investicijskih skladov drugod po svetu. Množično so se pojavili šele z odpravo družbene lastnine nefinančnih podjetij. Vzrok nastanka je podoben kot v drugih državah srednje in vzhodne Evrope (Ribnikar, 1998, str. 60). Osnovo za razvoj najdemo v pooblaščenih investicijskih družbah (PID), ki so dobile svoje ime zaradi neprimerne strukture njihovih portfeljev za investicijske družbe (deleži v družbah z neomejeno odgovornostjo, veliki del portfelja v netržnih delniških družbah in v obliki neizkoriščenih lastninskih certifikatov ipd.). Po preoblikovanju posebnih investicijskih družb se je del s pretežno tržnimi naložbami preoblikoval v redno investicijsko družbo.² Tako se je ob koncu leta 2003 končalo obdobje, v katerem so se PID-i morali preoblikovati v redne delniške družbe oziroma v redne investicijske sklade (Mastnak, 2004, str. 27).

Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1, 2005, 2. člen) določa, da je investicijski sklad podjetje, katerega edini namen je javno zbiranje denarnih sredstev fizičnih in pravnih oseb in nalaganje teh sredstev v vrednostne papirje in druge likvidne finančne naložbe po načelu razpršitve tveganj ter da se lahko investicijski sklad oblikuje kot vzajemni sklad oziroma ustanovi kot investicijska družba.

Zakon ZISDU-1 (2005) definira naslednje oblike investicijskih skladov:

- Pooblaščen investicijska družba (PID)
- Investicijska družba
- Vzajemni sklad
- Indeksni investicijski sklad
- Investicijski sklad denarnega trga
- Namenski investicijski sklad
- Sklad skladov
- Vzajemni pokojninski sklad

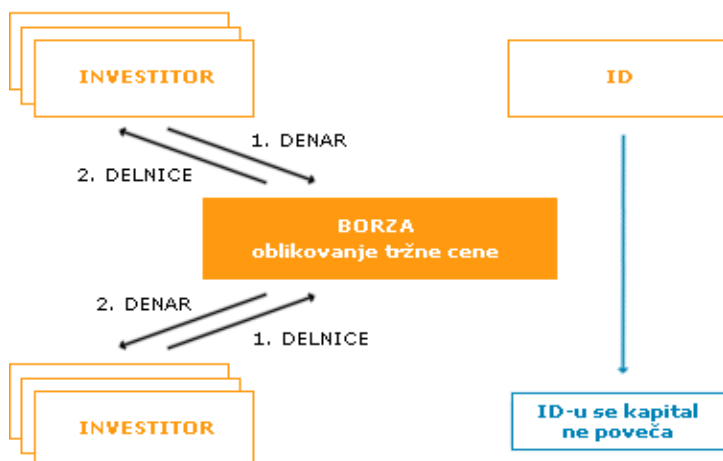
² Posebne investicijske družbe so se morale v skladu s 33. členom ZPSPID (1999) do 31.12.2003 uskladiti z določbami ZISDU o investicijskih družbah in se preoblikovati v redno delniško družbo ali združiti se v redno delniško družbo in investicijsko družbo.

PID je posebna oblika investicijske družbe in je prehodnega značaja. Ustanovljena je bila z namenom javnega zbiranja lastniških certifikatov in odkupa delnic, ki so bile izdane in prenesene na Sklad Republike Slovenije za razvoj v skladu z Zakonom o lastninskem preoblikovanju.³ Po osnovni shemi za razdelitev družbenega kapitala je PID-om pripadalo 20% družbenega kapitala. Pozneje so lahko PID-i investirali tudi v vrednostne papirje, s katerimi se trguje na organiziranem trgu, v denarna sredstva, nepremičnine in kratkoročne finančne naložbe. S sredstvi PID-ov upravljajo pooblašcene družbe za upravljanje (PDZU).

Investicijska družba je posebna vrsta investicijskega sklada, ki je organizirana kot delniška družba, za katero se uporabljajo določila ZGD⁴, razen v delih, ki jih ZISDU-1 ne določa drugače. Investicijske družbe so zakonsko urejene kot zaprti sklad, kar pomeni, da nimajo obveze odkupovati svojih delnic na zahtevo imetnikov.

Investicijske družbe niso v celoti usklajene z evropskimi direktivami, zato se ne morejo tržiti na področju celotne EU. To ne pomeni, da so v nasprotju z evropskim pravnim redom, temveč le, da nimajo neposrednega dostopa na trg drugih članic Evropske unije (More, 2003, str. 15).

Slika 1: Investicijska družba



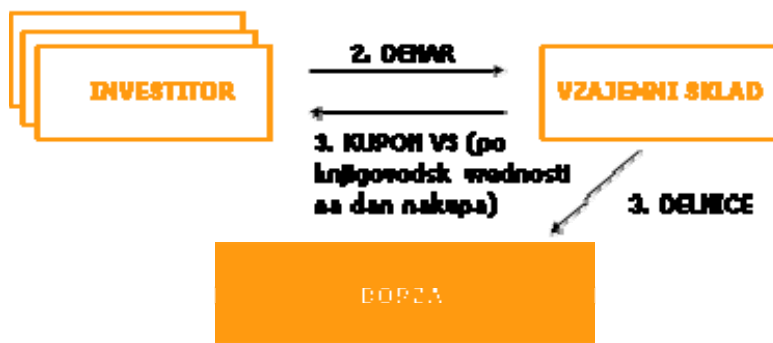
Vir: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, Za vlagatelje, 2006

Vzajemni sklad je investicijski sklad, oblikovan kot ločeno premoženje, ki je razdeljeno na enote, katerih vrednost je na zahtevo imetnika izplačljiva iz tega premoženja. Vzajemni sklad ni pravna oseba, investitor dobi v zameno za svoj denar investicijski kupon, ki predstavlja število točk sklada, ki pa je odvisno od vloženega zneska in zadnje objavljene vrednosti premoženja sklada (VEP).

³ Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij, Uradni list RS, št. 55/92.

⁴ Zakon o gospodarskih družbah, Uradni list RS, št. 30/93.

Slika 2: Vzajemni sklad



Vir: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, Za vlagatelje, 2006

Indeksni investicijski sklad je investicijski sklad, katerega cilj naložbene politike je natančno posnemanje sestave določenega indeksa in ki ima večino sredstev naloženih v vrednostne papirje oziroma izvedene finančne instrumente, ki sestavljajo navedeni indeks.

Investicijski sklad denarnega trga je investicijski sklad, ki večino prihodkov realizira iz naložb in ima večino sredstev naloženih v instrumente denarnega trga ter denarnih depozitih.

Namenski investicijski sklad je investicijski sklad, katerega naložbena politika je usmerjena v nalaganje sredstev v določeno gospodarsko dejavnost, panogo (vejo), geografsko področje, v določeno vrsto vrednostnih papirjev ipd., pri čemer je družba za upravljanje takšnega investicijskega sklada specializirana za upravljanje s takšnimi vrstami naložb ali pa razpolaga s specialnim znanjem pri upravljanju s takšnimi naložbami.

Sklad skladov je tisti investicijski sklad, katerega cilj naložbene politike je vlaganje sredstev pretežno v enote premoženja oziroma delnice drugih investicijskih skladov.

1.2.1. Družba za upravljanje in skrbnik

Družba za upravljanje je gospodarska družba s sedežem v Republiki Sloveniji, ki je pridobila dovoljenje Agencije za opravljanje storitev upravljanja investicijskih skladov oziroma družba za upravljanje države članice je pravna oseba s sedežem v državi članici, ki je pridobila dovoljenje pristojnega organa države članice za opravljanje storitev upravljanja investicijskih skladov v skladu z Direktivo o investicijskih skladih (ZISDU-1, 2005, 4. člen)

Skrbnik je skrbnik premoženja investicijskega sklada ali vzajemnega prostovoljnega pokojninskega sklada ali kritnega premoženja pokojninske družbe in je lahko skrbniška banka ali druga finančna institucija, katere poslovanje ureja Zakon o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP-1) in katere glavna dejavnost so storitve v zvezi s poslovanjem z vrednostnimi papirji ter uveljavljanjem pravic iz teh vrednostnih papirjev.

2. Investicijska družba

Zaprti skladi so v Sloveniji znani pod imenom investicijska družba. V zakonu ZISDU-1 pa so določene statusne določbe investicijske družbe. V tem delu poglavja bom opisala nekatere izmed teh določb.

Ustanovitev investicijske družbe (ZISDU-1, 2005, 154. člen)

- (1) Investicijska družba se lahko ustanovi samo po postopku postopne ustanovitve delniške družbe.
- (2) Investicijsko družbo kot edini ustanovitelj ustanovi družba za upravljanje s tem, da sprejme statut in javno objavi poziv za vpis in vplačilo delnic investicijske družbe.

Osnovni kapital ID (ZISDU-1, 2005, 155. člen)

Najnižji znesek osnovnega kapitala investicijske družbe je 200.000.000 tolarjev.

Delnice ID (ZISDU-1, 2005, 159. člen)

- (1) Investicijska družba lahko izda samo imenske delnice istega razreda.
- (2) Delnice investicijske družbe morajo biti izdane v nematerializirani obliki.
- (3) Delnice investicijske družbe morajo biti prosto prenosljive.

Lastne delnice ID (ZISDU-1, 2005, 164. člen)

- (1) Investicijska družba sme pridobiti lastne delnice neodplačno, odplačno pa samo pod določenimi pogoji.
- (2) Kadar je tržna cena delnic investicijske družbe nižja od 90 odstotkov njihove knjigovodske vrednosti, sme investicijska družba odplačno pridobiti lastne delnice, če so izpolnjeni naslednji pogoji:
 1. da jih pridobi na podlagi posla, sklenjenega na organiziranem trgu, na katerem se trguje s temi delnicami,
 2. da nakupna cena ni višja od knjigovodske vrednosti delnic, zmanjšane za vse stroške, povezane z nakupom in pridobitvijo teh delnic,
 3. da vsem delničarjem omogoči prodajo delnic pod enakimi pogoji.

Vsebina statuta ID (ZISDU-1, 2005, 165. člen)

- (1) Statut investicijske družbe mora poleg sestavin, ki jih mora vsebovati vsak statut delniške družbe, vsebovati tudi:
 1. investicijsko politiko investicijske družbe,
 2. višino ustanovitvenih stroškov, do povrnitve katerih je upravičena družba za upravljanje, ter način izračuna ter plačila,
 3. višino provizije za upravljanje investicijske družbe, do katerih je upravičena družba za upravljanje, ter način izračuna, obdobja obračuna in roke za plačilo te provizije,
 4. vrste drugih stroškov, ki jih je družba za upravljanje upravičena plačati iz premoženja investicijske družbe,

5. način obveščanja delničarjev o finančnem in pravnem položaju investicijske družbe, o njenem poslovanju, o zamenjavi skrbnika,
6. druge določbe, ki urejajo vsebino pravnega razmerja med investicijsko družbo in družbo za upravljanje,
7. pogoje in način prenosa upravljanja skrbniških storitev na drugega skrbnika in zagotavljanje zaščite delničarjev investicijske družbe v takem primeru,
8. pogoje in način upravljanja investicijske družbe na drugo družbo za upravljanje in zagotavljanje zaščite delničarjev investicijske družbe v takem primeru.

Organi ID

Uprava investicijske družbe (ZISDU-1, 2005, 168. člen)

- (1) Investicijska družba nima uprave.
- (3) Družba za upravljanje vodi posle investicijske družbe in jo zastopa v vseh zadevah, razen v tistih, v katerih je za zastopanje investicijske družbe pooblaščen nadzorni svet investicijske družbe.

Nadzorni svet investicijske družbe (ZISDU-1, 2005, 169. člen)

- (1) Investicijska družba mora imeti nadzorni svet.
- (2) Poleg pristojnosti, ki jih ima nadzorni svet vsake delniške družbe, nadzorni svet investicijske družbe tudi zastopa investicijsko družbo v razmerjih do družbe za upravljanje.

Stroški ID (ZISDU-1, 2005, 179. člen)

- (1) Celotni stroški poslovanja investicijske družbe, izraženi v odstotku, so definirani kot vsi stroški poslovanja, ki bremenijo investicijsko družbo, vključno z upravljalskimi provizijami, deljeni s povprečno letno čisto vrednostjo sredstev investicijske družbe.
- (2) Družba za upravljanje mora izračunavati celotne stroške posamezne investicijske družbe, ki jo upravlja, v skladu z metodologijo, ki jo predpiše Agencija.

Sklep skupščine o prenehanju investicijske družbe in začetku likvidacije (ZISDU-1, 2005, 186. člen)

- (1) Skupščina investicijske družbe lahko sprejme sklep o prenehanju investicijske družbe in začetku likvidacije.
- (2) Mnenje mora dati tudi skrbnik. V mnenju mora skrbnik delničarje opozoriti na pravne posledice likvidacije in jim razložiti potek postopka likvidacije.

Prepoved prisilne poravnave in stečaja (ZISDU-1, 2005, 191. člen)

Nad investicijsko družbo ni mogoče začeti postopka prisilne poravnave oziroma stečajnega postopka.

2.1. Vrste dovoljenih naložb

Premoženje investicijskih skladov lahko predstavljajo samo naslednje vrste naložb (ZISDU-1, 2005, 64. člen):

- tržni vrednostni papirji in instrumenti denarnega trga, ki so sprejeti ali s katerimi se trguje na organiziranem trgu, in/ali
- tržni vrednostni papirji in instrumenti denarnega trga, s katerimi se trguje na drugem organiziranem trgu vrednostnih papirjev v Republiki Sloveniji ali v državi podpisnici Sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru oziroma državi članici OECD, ki redno deluje in je priznan ter odprt za javnost, in/ali
- tržni vrednostni in instrumenti denarnega trga, s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev tuje države (če so izpolnjeni določeni pogoji), in/ali
- vrednostni papirji, ki jih pridobi družba za upravljanje za račun investicijskega sklada v postopku njihove prve prodaje (če so izpolnjeni določeni pogoji), in/ali
- enote oziroma delnice drugih investicijskih skladov (če so izpolnjeni določeni pogoji), in/ali
- denarni depoziti pri kreditnih ustanovah
- izvedeni finančni instrumenti opredeljeni v ZTVP-1 ter tem instrumentom enakovredni instrumenti, katerih poravnava se vrši z denarnim plačilom
- instrumenti denarnega trga, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, oziroma s katerimi se običajno trguje na denarnem trgu (če so izpolnjeni določeni pogoji)

Investicijski sklad ima lahko poleg teh naložb tudi dodatna likvidna sredstva. Vrsto in obseg dodatnih likvidnih sredstev predpiše Agencija.

Investicijska družba ima lahko največ 20 odstotkov svojih sredstev vloženih tudi v druge prenosljive vrednostne papirje in instrumente denarnega trga.

Investicijski sklad ne sme imeti naložb v plemenitih kovinah oziroma v certifikatih, ki predstavljajo plemenite kovine.

2.2. Davčni režim

2.2.1. Davčni režim za fizične osebe:

Imetnik delnic investicijske družbe (v nadaljevanju ID) je obdavčen:

- v trenutku, ko prejme izplačilo čistega dobička ID ter
- v trenutku, ko delnice ID proda.

Obdavčenje izplačila čistega dobička ID

Izplačani čisti dobiček ID se obdavčuje ob izplačilu, in sicer v višini 20 odstotkov od doseženega dohodka iz naslova delitve čistega dobička ID. Družba za upravljanje je dolžna ob izplačilu

znesek davka odtegniti in imetniku na njegov račun nakazati znesek takega dohodka, zmanjšan za znesek davka ter o tem obvestiti imetnika. Tako odmerjen davek je za imetnika dokončen.

Obdavčenje dobička iz kapitala

Vlagatelj v delnice ID je obdavčen v trenutku, ko delnice proda. Za obdavčljivo odsvojitve kapitala (delnice ID) se šteje prodaja delnic ID ter izplačilo sorazmernega dela likvidacijske mase v primeru likvidacije ID. Davčna osnova za določitev zneska davka se ugotovi kot razlika med prodajno in nakupno vrednostjo delnice ID.

Davka od dobička se ne plača pri prodaji delnic ID, ki jih je imetnik pridobil kot delnice pooblaščenice investicijske družbe in sicer v roku in po predpisih, ki urejajo to področje. Od tako ugotovljene davčne osnove se izračuna in plača dohodnina po stopnji 20%. Stopnja dohodnine se znižuje vsakih pet let imetništva delnice ID in znaša po dopolnjenih:

- petih letih imetništva delnice ID: 15%,
- desetih letih imetništva delnice ID: 10%,
- petnajstih letih imetništva delnice ID: 5%,
- dvajsetih ali več letih delnice ID: 0%.

2.2.2. Davčni režim za pravne osebe

Pri prodaji delnic ID, ali izplačilom sorazmernega dela likvidacijske v primeru likvidacije ID so dohodki pravnih oseb obdavčeni v skladu z Zakonom o davku od dohodkov pravnih oseb (Uradni list Republike Slovenije št.:17/05 – UPB1 ter 108/05, v nadaljevanju ZDDPO-1) in sicer s stopnjo davka na dohodek v višini 25% na ustvarjeni davčno priznani dobiček. Vsi vlagatelji – pravne osebe so dolžni poleg obdavčenja v primeru prodaje delnic ID, ali izplačilom sorazmernega dela likvidacijske mase v primeru ID v skladu z 1.a členom ZDDPO-1 pri določanju davčne osnove upoštevati posebna pravila pri spremembah računovodskih usmeritev, popravkih napak in prevrednotenjih.

2.2.3. Davčni režim za investicijsko družbo

ID plačuje davek od dobička v davčnem obdobju 2007 po stopnji 0% od davčne osnove, če do 30. novembra 2009 razdeli najmanj 20% poslovnega dobička iz leta 2006. V davčnih obdobjih od 2008 do 2011 plačujejo davek po stopnji 0% od davčne osnove, če do 30. novembra teh obdobj razdelijo najmanj 35% poslovnega dobička prejšnjega davčnega obdobja vsakega od teh davčnih obdobj.

Davek se plačuje po stopnji 25%.

3. Tveganost in donosnost naložbe v delnice investicijske družbe

Na tveganost naložbe v delnice investicijske družbe vplivajo dejavniki sistematičnega in nesistematičnega tveganja. Sistematično tveganje vrednostnega papirja je tveganje, ki ga ni moč odpraviti z razpršitvijo premoženja na različne naložbe, medtem ko je nesistematično tveganje z razpršitvijo naložb mogoče odpraviti (Mramor, 2002, str. 73). Investitor naj bi bil na učinkovitem trgu kapitala nagrajen le za prevzemanje sistematičnega tveganja. Sistematično tveganje povzročajo dejavniki, ki hkrati vplivajo na vse naložbe na določenem trgu kapitala, medtem ko nesistematično tveganje povzročajo dejavniki na ravni posameznega izdajatelja vrednostnega papirja.

Upravljalca investicijske družbe se ne more izogniti sistematičnemu tveganju in sicer:

- spremembi pogojev poslovanja izdajateljev vrednostnih papirjev;
- spremembi davne zakonodaje;
- spremembi predpisov, ki urejajo delovanje trga vrednostnih papirjev;
- primerom višje sile.

Posamezne vrste tveganja so:

Naložbeno tveganje

Naložbeno tveganje družbe je tveganje, da bo knjigovodska vrednost delnic družbe nihala zaradi nihanja vrednosti njenih naložb na organiziranih trgih vrednostnih papirjev. Družba tveganje zmanjšuje s tem, da sredstva nalaga v največja in uveljavljena podjetja (lokalno in globalno). Dejstvo, da delnice teh podjetij sestavljajo domače in svetovno uveljavljene indekse, ki ponazarjajo gibanje ekonomije in kapitalskih trgov, daje možnost za bolj pregledno spremljanje posameznega podjetja in s tem zmanjšuje tveganje glede nedostopnosti podatkov in informacij, ki so potrebne za utemeljeno oceno potenciala posamezne delnice.

Tveganje neizpolnitve obveznosti

Je tveganje, da:

- nasprotna stranka ne bo izpolnila svojih obveznosti v pogodbeno določenem roku ali obsegu, ali da obveznosti ne bo nikoli izpolnila
- nasprotna stranka ne bo izpolnila svojih obveznosti v skladu z drugimi pogodbenimi ali zakonskimi določili.

Obrestno tveganje

Obrestno tveganje je posledica spreminjanja cen dolžniških vrednostnih papirjev zaradi spremembe obrestnih mer na trgu kapitala. Investicijske družbe lahko del svojih sredstev nalagajo tudi v dolžniške vrednostne papirje. Na vrednost (ceno) obveznic in drugih papirjev vpliva gibanje obrestnih mer. Na splošno velja, da se obrestne mere in cene dolžniških vrednostnih papirjev gibajo obratno sorazmerno. Ko obrestne mere padajo, cena večine

dolžniških vrednostnih papirjev narašča in obratno. Zato je tveganje spremembe obrestnih mer eden od faktorjev tveganja, katerim je investicijska družba izpostavljena.

Tveganje kreditne bonitete izdajatelja

Obstaja tveganje, da nekateri izdajatelji ne bodo mogli poplačati svojih obveznosti. Nadalje je lahko izdajatelj podvržen pomembnejšim spremembam v svojem finančnem stanju, ki lahko znižajo kreditno boniteto izdajatelja, kar lahko pripelje do večje cenovne občutljivosti vrednostnega papirja in s tem tudi investicijskega sklada. Sprememba v kvaliteti bonitetne ocene izdajatelja lahko vpliva tudi na zmanjšanje likvidnosti vrednostnega papirja, zaradi česar ga je težje prodati.

Likvidnostno tveganje

Likvidnostno tveganje je tveganje investitorja v delnice družbe, ki je povezano z likvidnostjo borze, kjer se trguje z delnico. Likvidnostno tveganje nastopi takrat, kadar:

- je razlika med nakupno in prodajno ceno (bid-ask spread) visoka;
- je število dni trgovanja glede na vse dneve trgovanja v letu majhno;
- je letni obrat na borzi nizek, (merjeno v odstotku delnic glede na celotno izdajo delnic);
- je ustvarjeni povprečni dnevni promet, merjeno vrednostno, nizek;
- je odstotek delnic (Free Float) v celotni izdaji delnic, ki so v prostem obtoku in s tem na voljo za trgovanje nizek;
- se zmanjša likvidnost posamezne naložbe (npr. zaradi koncentracije lastništva), ali celotna likvidnost trga, merjeno z vrednostnim upadom celotnega prometa na posamezni borzi.

Valutno tveganje

Valutno tveganje je tveganje spremembe vrednosti naložb v delnice, ki niso vezane na domačo valuto, zaradi spremembe deviznih tečajev nasproti slovenskemu tolarju.

Tveganje skrbništva

Tveganje skrbništva pomeni tveganje spremembe vrednosti naložb, ki izhaja iz napak skrbnika.

Vse omenjene oblike tveganj vplivajo finančni rezultat investicijskih družb oziroma njihovih prihodnjih denarnih tokov. Sodobne finance večinoma temeljijo na predpostavki, da so investitorji nagnjeni k temu, da zmanjšujejo negotovost svojih prihodnjih denarnih tokov, kar posledično pomeni, da mora biti ta negotovost vključena v tržno ceno delnice investicijske družbe.

Z zadostno razpršitvijo naložb investicijska družba, ob danih pogojih, skuša minimizirati tveganje. Sredstva družbe upravljaavec nalaga v skladu z naložbeno politiko in naložbenimi cilji v lastniške in dolžniške vrednostne papirje, kar je odvisno od razmer na delniških in obvezniških trgih. Investicijske družbe dajejo poudarek likvidnosti, stabilni rasti in varnosti naložb.

3.1. Merjenje tveganj

V tržni ekonomiji merimo tveganje posameznega vrednostnega papirja preko gibanja cene vrednostnega papirja (ali njegove stopnje donosa). Večja so nihanja, večje je tveganje in obratno. Nihanja matematično merimo z varianco in standardnim odklonom (Vernimmen, 2005).

3.1.1. Varianca

Večje je tveganje investicije, višja je variacija donosov in bolj so ti donosi negotovi. Na tveganje delnice lahko gledamo kot na razpršitev pričakovanih donosov okrog povprečne donosnosti. Posledično lahko tveganje matematično merimo z varianco donosov.

$$V(r) = \sum_{t=1}^n p_t \times (r_t - \bar{r})^2 \quad (1)$$

3.1.2. Standardni odklon

Standardni odklon je z verjetnostjo ponderiran povprečni odklon pričakovane vrednosti in kaže, kako daleč pod (nad) pričakovano vrednostjo bo verjetna dejanska vrednost. 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).

Standardni odklon donosnosti tako kaže stopnjo nihanja donosnosti določene delnice. Ta kazalnik je v teoriji v praksi najpogosteje uporabljen pokazatelj celotnega (sistematičnega in nesistematičnega) tveganja delnice oziroma posameznega vrednostnega papirja. Pomembna predpostavka tega kazalnika tveganja je, da so donosnosti vrednostnega papirja normalno porazdeljene. Ob tej predpostavki je verjetnost, da se bo dejanska donosnost nahajala v pasu +/- 1σ , 68.26-odstotna, verjetnost v pasu +/- 2σ je 95.46-odstotna in v pasu +/- 3σ , 99.74-odstotna (Berk, 2001, str. 61). Večji kot je standardni odklon donosnosti določenega papirja, večje naj bi bilo njegovo celotno tveganje. Zlasti pri manj likvidnih delnicah je ta kazalnik treba jemati s precejšnjo rezervo. Kazalnik predpostavlja, da je preteklo tveganje dober napovedovalec prihodnjega tveganja delnice, kar pa ni nujno res.

Standardni odklon je kvadratni koren variance.

$$\sigma(r) = \sqrt{V(r)} \quad (2)$$

3.1.3. Korelacijski koeficient

Korelacijski koeficient pomaga opredeliti statistične vrednosti trenda. Prikazuje smer in moč linearne odvisnosti časovnih vrst od izbrane bazne časovne vrste podatkov. Smer odvisnosti je določena s pozitivnim ali negativnim predznakom, večja ali manjša moč odvisnosti pa z višjo ali nižjo vrednostjo korelacijskega koeficienta. Njegova vrednost je med -1 in 1. Izračunamo ga na podlagi enačbe:

$$\rho_{xy} = \frac{Cov(X, Y)}{\sigma_x \times \sigma_y} \quad (3)$$

3.1.4. Beta koeficient – kazalnik beta

Beta koeficient odraža tendenco delnice, da sledi tržnim gibanjem in merilo spremenljivosti donosnosti delnice glede na donosnost povprečne delnice ali tržnega portfelja. Tržni portfelj v tem primeru pomeni borzni indeks. Delnica s povprečnim tveganjem je opredeljena kot delnica, ki sledi tržnim gibanjem izraženim z določenim indeksom. To pomeni, da se donosnost obravnavane delnice spreminja premo-sorazmerno s spreminjanjem indeksa.

Delnice s visokim standardnim odklonom pričakovanih donosov imajo višje beta koeficiente. Beta je višja tudi, če je korelacijski koeficient med delnico i-te investicijske družbe in borznim indeksom visok, saj takšna delnica z diverzifikacijo na pripomore veliko k manjšemu tveganju (Brigham, 2002, str. 40).

Kazalnik beta z vrednostjo 1 pove, da je tveganje delnice enako tveganju povprečne delnice na trgu, medtem ko vrednost kazalnika večja (manjša) od 1, kaže na nadpovprečno (podpovprečno) sistematično tveganje delnice.

Beta koeficient izračunamo po naslednji enačbi:

$$\beta = \frac{Cov(k_i, k_M)}{\sigma_M^2} \quad (4)$$

Beta meri volatilnost delnic v razmerju do povprečne delnice na trgu, ki ima po definiciji beto 1. Delnicam, ki imajo pozitivno beto, naj bi donosnost narasla takrat, ko celoten trg delnic raste. Kljub temu lahko specifični dejavniki povzročijo, da se kljub rasti delniškega trga donosnost delnice zniža. Teoretično je mogoče, da imajo delnice tudi negativno beto. V tem primeru naj bi cena delnice rasla, medtem ko bi cene ostalih delnic padale (Brigham, 2002, str. 40-41).

3.2. Donosnost naložbe v delnice investicijske družbe

Donos lahko definiramo kot denarno izražen uspeh investiranja (Berk, 2001, str. 58). Donosnost opredelimo kot razmerje med denarnim donosom in ceno naložbe (Mramor, 1999, str. 25).

Donos je povečanje vrednosti delnice sklada. Vrednost te je odvisna od povpraševanja delnic sklada na trgu. Povpraševanje pa je odvisno od mnogih dejavnikov: bonitete sklada na trgu, bonitete upravljalcev od kakovosti portfelja, uspešnosti sklada. Donos izhaja iz dividend ali obresti, kar je odvisno od portfelja sklada (Macrae, 1997, str. 13-15). Tretja možnost je razporejanje kapitalskega dobička, če ima sklad dobiček od prodanih vrednostnih papirjev tekočega leta. Razporejanje je ponavadi ob koncu poslovnega leta.

Pretekla donosnost naložbe v delnice investicijske družbe ne zagotavlja enake donosnosti v prihodnje in se lahko vrednost naložbe v delnice investicijske družbe v prihodnosti poveča ali zmanjša ter obstaja možnost, da vlagatelj ne dobi povrnjenih vseh sredstev, ki jih je vložil v delnice investicijske družbe. Prihodnja donosnost naložbe v delnice družbe je pretežno odvisna od gibanja vrednosti naložb, ki jih ima družba, odvisna pa je tudi od uspešnosti družbe za upravljanje pri upravljanju premoženja investicijske družbe.

Investicijska družba skuša doseči čim višjo donosnost s svojo naložbeno politiko. Pri tem skuša naložbe usmerjati v:

- nakup vrednostnih papirjev družb s primerno donosnostjo, tako kapitalsko kot dividendno,
- nakup vrednostnih papirjev družb, katerih panogo in bodoče poslovanje se ocenjuje kot perspektivno,
- nakup vrednostnih papirjev družb, katerih delnice kotirajo na organiziranem trgu in za katere se ocenjuje, da imajo ugodno razmerje med donosom na delnico in tržno ceno delnice.

V realnosti je težko najti naložbe, katerih donosnosti so v negativni korelaciji. Večina donosov se giblje navzgor, ko je nacionalna ekonomija močna, in navzdol, ko gre gospodarstvu slabo, kar pomeni, da je tveganje prisotno tudi v velikih, dobro razpršenih portfeljih (Brigham, 2002, str. 36).

4. Tveganje in donosnost delnic investicijskih družb na slovenski borzi

Delnice slovenskih investicijskih družb so poceni in tečaji večine njih še padajo. Na prostem trgu Ljubljanske borze vrednostnih papirjev jih je bilo mogoče kupiti tudi s 40-odstotnim diskontom, torej po tržni ceni, ki dosega 60 odstotkov knjigovodske vrednosti delnice. Diskont cene slovenskih investicijskih družb je sprejemljiv, saj imajo te družbe precej svojih sredstev naloženih v politično tvegane naložbe. Gre za delnice podjetij, na katere ima vpliv politika.

4.1. Trg kapitala v proučevanem obdobju

Ker ima večina proučevanih investicijskih družb v svojem portfelju slovenska podjetja, ki večinoma kotirajo na borzi, je v tem delu predstavljeno dogajanje na slovenskem trgu kapitala v letih 2004 in 2005 ter v prvem polletju leta 2006. Ker je to dogajanje posredno vplivalo tudi na proučevane investicijske družbe je v naslednjem podpoglavju 4.2. v tabelah še za vsako posamezno investicijsko družbo prikazanih deset največjih naložb.

Leto 2004

Promet na vseh trgih Ljubljanske borze je v letu 2004 dosegel 396,7 mrd SIT, kar je za 56,4 mrd SIT, oziroma za 16,6% več kot leta 2003. Promet leta 2004 je bil tako drugi najvišji v zgodovini Ljubljanske borze (zaostal je le za letom 2002). Najvišji vrednostni promet obseg prometa je bil dosežen v decembru, sicer pa je bil promet v letu 2004 enakomerno razporejen med obe polovici leta.

V strukturi vrednostnega obsega prometa so v letu 2004 največji delež dosegle delnice s 56,3%, sledile so jim obveznice z 28,6% ter delnice investicijskih skladov s 15,1%.

Tabela 2: Struktura prometa v letu 2004

	Promet v mio SIT	Količina	Št. Poslov
Delnice	223.103	46.972.308	231.779
Obveznice	113.584	13.305.274	18.999
Posebne investicijske družbe	55.394	161.824.418	85.149
Pooblašcene investicijske družbe	4.571	63.122.425	17.141
SKUPAJ	396.652	285.224.425	353.068

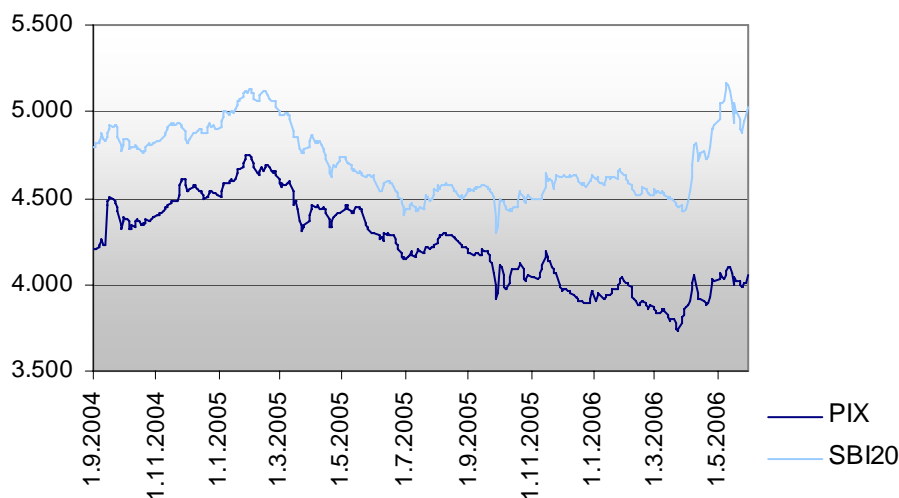
Vir: Letno statistično poročilo Ljubljanske borze, 2005

V letu 2004 so bile najprometnejše delnice (z upoštevanjem svežnjev): Krka (40,7 mrd SIT), Mercator (23,4 mrd SIT), Petrol (16,2 mrd SIT) in Intereuropa (11,8 mrd SIT). Med delnicami investicijskih družb so bile v ospredju delnice: Triglav steber 1 (18,8 mrd SIT), Zlata Moneta 1 (7,4 mrd SIT) in NFD 1 (7,1 mrd SIT).

Indeks SBI20 je v letu 2004 zrasel za 24,7%, indeks investicijskih skladov PIX pa je v istem letu zrasel za 33,9%. Indeks PIX je skoraj celoten porast dosegel v prvih štirih mesecih, ko se mu je vrednost povečala za 32%.

Tudi vsi pomembnejši svetovni borzni indeksi so v letu 2004 beležili rast, najvišjo so dosegali indeksi na vzhodnoevropskih borzah.

Slika 3: Gibanje enotnega tečaja indeksov SBI20 in PIX



Vir: Arhiv borznih tečajev; Arhiv borznih indeksov, 2006

Pomembnejši dogodki, ki so vplivali na spremembo tečajev na Ljubljanski borzi v letu 2004 so bili:⁵

- Družbe borzne kotacije so v letu 2004 povečale dobiček za 7% v primerjavi s preteklim letom.
- Obrestne mere za bančne depozite so še naprej upadale. Povprečne obrestne mere za dolgoročne tolarske vloge so se tako med decembrom 2003 in decembrom 2004 znižale za 46,5%.
- Istrabenz je odprodal svoj 50% delež v družbi OMV Istrabenz, avstrijski družbi OMV.
- Sava je odprodala še zadnji 25% delež v družbi Sava Tires ameriškemu podjetju Goodyear.

Zaradi preoblikovanja je bilo iz trgovanja na prostem trgu izključeno 16 delnic PID-ov. Na drugi strani pa je bila v trgovanje sprejeta ena delnica ID-ov ter 15 delnic delniških družb, ki so nastale s preoblikovanjem PID-ov.

Leto 2005

Vrednostni obseg prometa na LJSE je v letu 2005 znašal 138,8 mrd SIT, kar je 30,6% oz. 61,3 mrd SIT manj kot leto prej. Največ prometa je bilo v januarju (16,7 mrd SIT), najmanj pa v avgustu (6,7 mrd SIT). Z delnicami rednih družb je bilo opravljenega 69,7% celotnega vrednostnega obsega prometa na Ljubljanski borzi, z delnicami investicijskih skladov pa 13,9%. Najprometnejše delnice v letu 2005 so bile delnice: Krke (26,7 mrd SIT), Mercatorja (110,7 mrd SIT), Petrola (10,5 mrd SIT), Gorenja (5,1 mrd SIT) in Luke Koper (3,8 mrd SIT). Med delnicami investicijskih skladov pa so najvišji promet dosegle delnice NFD1 (4,1 mrd SIT), KD ID-a (2,6 mrd SIT) in Infonda ID-a (2,4 mrd SIT)

⁵ Letno statistično poročilo Ljubljanske borze, 2005

Tabela 3: Struktura prometa v letu 2005

	Promet v mio SIT	Struktura v %	Količina	Št. Poslov
Delnice	96.690	70	20.521.659	178.718
Obveznice	22.735	16	3.462.994	13.440
Investicijske družbe	19.340	14	51.276.121	63.747
Kratkoročni VP	37	0	3.750	3
SKUPAJ	138.803	100	75.264.524	255.908

Vir: Letno statistično poročilo Ljubljanske borze, 2006

Gibanje tečajev slovenskih investicijskih družb je večino leta 2005 sledilo negativnemu gibanju delniškega indeksa SBI 20 (-5,6 %). Razlog še večjemu letnemu padcu indeksa PIX (-12,2 %) je predvsem v sorazmerno visokih dividendnih donosih mnogih investicijskih družb. Družba Infond ID 1, d.d., je na primer v letu 2005 razdelila dividende za leto 2004 v znesku 60 tolarjev bruto na delnico.

Negativno gibanje tečajev vrednostnih papirjev na domači borzi v letu 2005 je vplivalo tudi na poslovanje in rezultate investicijskih družb, katerih tečaji so večinoma zabeležili negativno skupno donosnost.

Glavni dogodki na Ljubljanski borzi v letu 2005:

- V začetku maja je začela poslovati združena družba Droga Kolinska s sedežem v Ljubljani. Delnice združenega podjetja so pričele kotirati na LSE v začetku oktobra.
- Urad za varstvo konkurence je izdal odločbo, s katero ne nasprotuje koncentraciji med Pivovarno Laško in Pivovarno Union ter tako formalno odobril prevzem Pivovarne Union s strani Pivovarne Laško.
- Leto 2005 so zaznamovale tudi zamenjave predsednikov uprav. Med vidnejše družbe, ki so jih doletela zamenjave velja omeniti Luko Koper, Pivovarno Laško, Petrol in Poslovni sistem Mercator.
- Dne 23.9.2005 je ministrstvo za finance poslalo v obravnavo na vlado predlog sprememb davčne zakonodaje. Tečaji delnic največjih slovenskih družb so po objavi zabeležili največji zdrs tečaja v zadnjih treh letih zaradi spornega dela predloga, ki se nanaša na imetnike vrednostnih papirjev, deležev in točk skladov, ki jim je že potekel triletni rok in so bili po dotedanji zakonodaji oproščeni davka. Nato je dne 29.9.2005 ministrstvo objavilo, da bo popravilo sporni del predloga, kar je spet vplivalo na korekcijo tečajev delnic.
- V sredini oktobra se je na LJSE pričelo trgovanje na nadgrajenem trgovalnem sistemu BTS, s katerim je borza uvedla avkcijsko trgovanje za manj likvidne vrednostne papirjev.

V letu 2005 so se tri delniške investicijske družbe: Triglav steber 1, Modra linija in Vipa Invest, preoblikovale v vzajemni sklad.

Tabela 4: Struktura prometa v prvem polletju 2006

	Promet v mio SIT	Količina	Št. Poslov
Delnice	85.139	9.861.363	90.743
Obveznice	11.030	1.690.884	5.592
Investicijske družbe	10.450	26.003.507	28.159
Kratkoročni VP	0	0	0
SKUPAJ	106.619	37.555.754	124.494

Vir: Polletno statistično poročilo Ljubljanske borze, 2006

Vrednostni obseg prometa Ljubljanske borze je v prvih šestih mesecih leta 2006 znašal 106,6 mrd SIT, kar je za 52,4% več kot v primerljivem obdobju lanskega leta. Z delnicami družb (brez investicijskih skladov) je bilo opravljenega 79,9% celotnega vrednostnega obsega prometa, z delnicami investicijskih skladov pa 9,8%.

V prvem polletju leta 2006 so bile najbolj prometne delnice: Krke (33,3 mrd SIT), Petrola (14,0 mrd SIT), Mercatorja (11,1 mrd SIT), Gorenja (3,7 mrd SIT) in Pivovarne Laško (2,2 mrd SIT). Med najbolj prometnimi delnicami investicijskih skladov pa so bile v tem obdobju delnice: NFD 1 ID (2,4 mrd SIT), Zlate Monete ID (2,0 mrd SIT), KD ID (1,8 mrd SIT) in Maksime ID (1,7 mrd SIT).

Indeks SBI20 je v prvih šestih mesecih 2006 pridobil 10,0%, indeks PIX pa 2,5%. S prvim aprilom 2006 so na borzi začeli izračunavati nov slovenski blue-chip indeks SBI TOP, ki meri donosnost delnic najlikvidnejših slovenskih podjetij na LJSE. V tem obdobju je indeks pridobil 24,7% vrednosti.

Najpomembnejši dogodki v prvem polletju 2006:

- Januarja so začele na borzi kotirati delnice družbe Autocommerce d.d.
- Holdinška družba Istrabenz je maja postala 60,24% lastnica delnic Droge Kolinska.
- Prvo polletje sta zaznamovali tudi dokapitalizaciji Mercatorja in Merkurja.

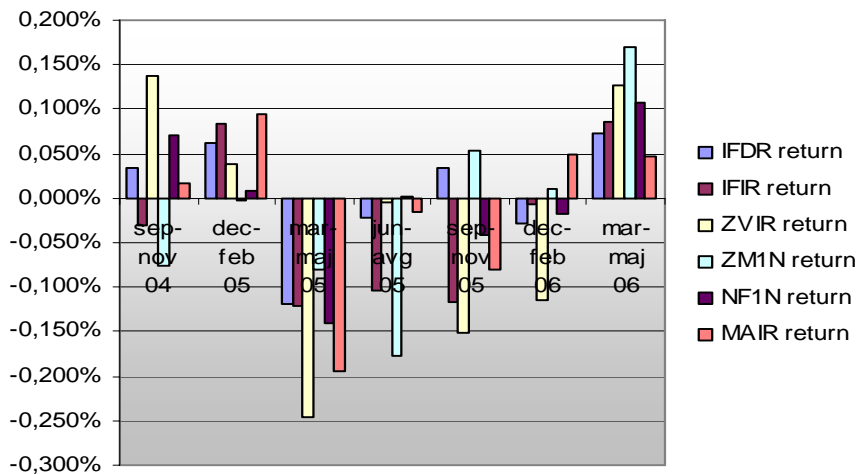
4.2. Proučevane investicijske družbe na ljubljanski borzi vrednostnih papirjev

V analizo sem vključila 6 investicijskih družb, ki kotirajo na prostem trgu na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev. Za teh šest družb je bilo moč pridobiti zadostno količino podatkov, gre za podatke za proučevano obdobje od septembra leta 2004 do februarja leta 2006. V analizo sem vključila naslednje investicijske družbe:

- INFOND ID 1, d.d. (IFDR);

- INFOND ID, d.d., Maribor (IFIR);
- Zvon ena ID, d.d. (ZVIR);
- Zlata moneta 1, ID, d.d., Maribor (ZM1N);
- NFD 1 Delniški investicijski sklad, d.d. (NF1N);
- Maksima, delniška ID, d.d. (MAIR)

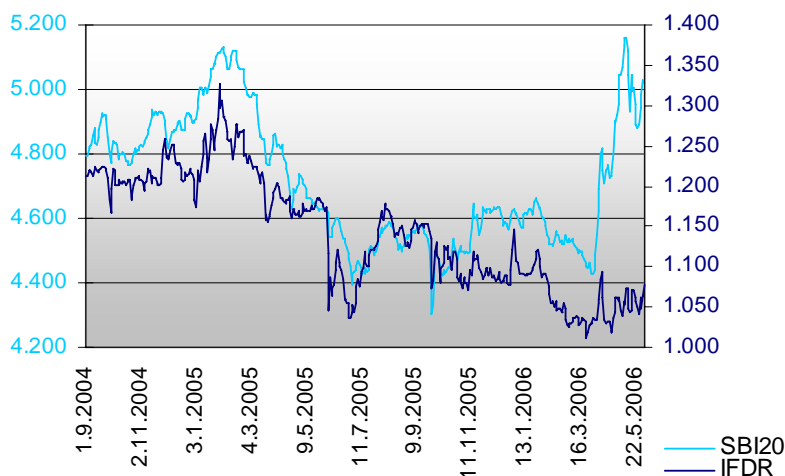
Slika 4: Trimesečni donosi investicijskih družb



Vir: Arhiv notnih tečajev, 2006

Posebna investicijska družba Infond ID 1, d.d., je pričela s poslovanjem 12.6.2004 in je nastala z razdelitvijo prenosne družbe Infond PID, d.d., na dve novi družbi: Infond Holding 1, d.d., finančno družbo in posebno investicijsko družbo Infond ID 1, d.d. Trgovanje z delnico IFDR se je pričelo 2.8.2004.

Slika 5: Gibanje enotnega tečaja IFDR in indeksa SBI20 od septembra 2004 do maja 2006 (v SIT)



Vir: Arhiv notnih tečajev, 2006

Investicijska družba Infond ID 1, d.d. ima izmed šestih proučevanih družb med desetimi največjimi naložbami največji delež nekotirajočih vrednostnih papirjev. Izmed desetih vrednostnih papirjev, jih pet ne kotira na borzi. Posebna investicijska družba Infond ID 1, d.d. je poleg posebne investicijske družbe Infond ID edina investicijska družba, ki ima med desetimi največjimi naložbami sredstva naložena tudi v tuje podjetje (Deutsche Telekom), ki kotira na Frankfurtški borzi. Med desetimi največjimi naložbami te investicijske družbe pa najdemo tudi dve obveznici.

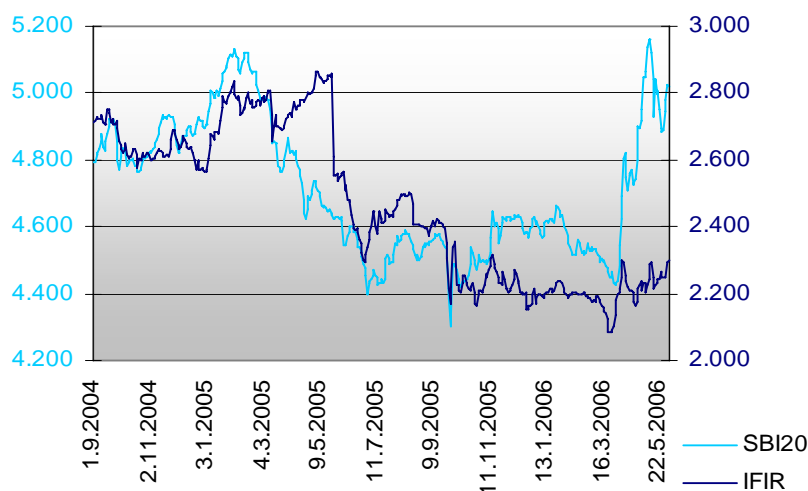
Tabela 5: 10 največjih naložb ID-a Infond 1, d.d.*

Ime	Borza	Delež portfelja v %
Krka, Novo mesto	LJSE	9,41
Intereuropa, Koper	LJSE	7,25
RS 32. izdaja	LJSE	6,58
RS 48. izdaja	LJSE	4,70
Hit, Nova Gorica	Ne kotira	4,40
Impol, Slovenska Bistrica	Ne kotira	3,96
A1 Leasing in finance	Ne kotira	3,86
Elektro Gorenjska, Kranj	Ne kotira	3,84
Deutsche Telekom	Frankfurt	3,64
Terme Maribor	Ne kotira	2,55

* Opomba: 10 največjih naložb je prikaz zadnjih razpoložljivih podatkov, ki so jih skladi dostavili Ljubljanski borzi. Stanje prikaza na dan 15. 10. 2006.

Posebna investicijska družba Infond ID, d.d., ki jo prav tako kot posebno investicijsko družbo Infond ID 1, d.d., upravlja družba KBM-Infond, družba za upravljanje d.o.o., je nastala na podlagi razdružitve družbe Infond-Zlat, pooblaščen investicijska družba, d.d. in preoblikovanja z ustanovitvijo treh družb, in sicer Infond PID, d.d., Infond ID, d.d. in Infond Holding, d.d. Z delnico IFIR se je pričelo trgovati 23.9.2002.

Slika 6: Gibanje enotnega tečaja IFIR in indeksa SBI20 od septembra 2004 do maja 2006 (v SIT)



Vir: Arhiv enotnih tečajev, 2006

Tabela 6: 10 največjih naložb ID-a Infond d.d.*

Ime	Borza	Delež portfelja v %
Krka, Novo mesto	LJSE	9,41
Intereuropa, Koper	LJSE	7,25
Pivovarna Laško	LJSE	6,37
Delo, Ljubljana	LJSE	6,24
NLB 14. izdaja	LJSE	5,98
Hit, Nova Gorica	Ne kotira	4,52
RS 53. izdaja	LJSE	3,74
Žito, Ljubljana	LJSE	2,91
Deutsche Telekom	Frankfurt	2,74
AB 10.izdaja	LJSE	2,36

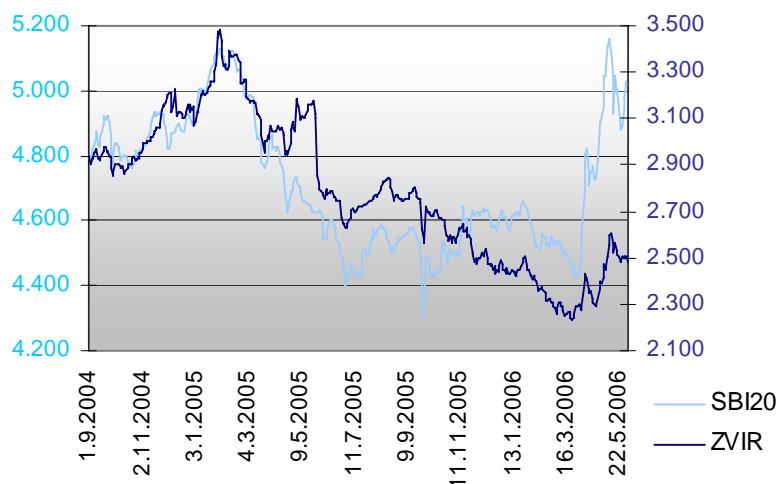
* Opomba: 10 največjih naložb je prikaz zadnjih razpoložljivih podatkov, ki so jih skladi dostavili Ljubljanski borzi. Stanje prikaza na dan 15. 10. 2006.

Vir: Investicijske družbe, Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, 2006

Posebna investicijska družba Infond ID, d.d. ima med desetimi največjimi naložbami tri obveznice. To izmed šestih proučevanih investicijskih družb predstavlja največji delež sredstev, naloženih v obveznice. Med desetimi največjimi naložbami najdemo tudi delnico podjetja, ki ne kotira na borzi (Hit, Nova Gorica) in delnico podjetja, ki kotira na frankfurtski borzi (Deutsche Telekom).

Zvon ena, posebna ID je nastala dne 6.10.2003 z razdelitvijo PID Zvon ena, Krekova pooblaščenca investicijska družba d.d. Trgovanje z delnicami Zvon ena, posebna ID, d.d. se je začelo 24.11.2003.

Slika 7: Gibanje enotnega tečaja ZVIR in indeksa SBI20 od septembra 2004 do maja 2006 (v SIT)



Vir: Arhiv enotnih tečajev, 2006

10 največjih naložb posebne investicijske družbe Zvon ena ID, d.d. predstavljajo samo delnice podjetij, ki kotirajo na borzi. 3,39% sredstev ima investicijska družba naloženih v delnice podjetja Samsung Electronic, ki kotira na Londonski borzi.

Tabela 7:

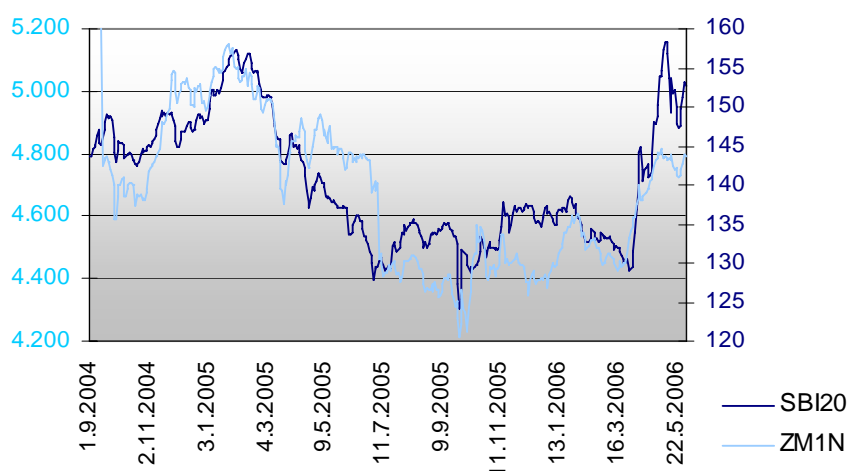
Ime	Borza	Delež portfelja v %
Krka, Novo mesto	LJSE	14,33
Žito, Ljubljana	LJSE	8,74
Iskra Avtoelektrika, Šempeter	LJSE	7,65
Sava, Kranj	LJSE	7,58
Telekom Slovenije, Ljubljana	LJSE	7,03
Etol, Celje	LJSE	5,26
NFD Holding, Ljubljana	LJSE	4,52
Salus, Ljubljana	LJSE	4,29
Gorenje, Velenje	LJSE	3,71
Samsung Electronic	London	3,39

* Opomba: 10 največjih naložb je prikaz zadnjih razpoložljivih podatkov, ki so jih skladi dostavili Ljubljanski borzi. Stanje prikaza na dan 15. 10. 2006.

Vir: Investicijske družbe, Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, 2006

Delnice ZM1N so bile v kotacijo na Ljubljanski borzi uvrščene dne 22.7.1999.

Slika 8: Gibanje enotnega tečaja ZM1N in indeksa SBI20 od septembra 2004 do maja 2006 (v SIT)



Vir: Arhiv enotnih tečajev, 2006

Investicijska družba Zlata Moneta 1, d.d. ima edina izmed proučevanih investicijskih družb svoja sredstva naložena tudi točkah vzajemnega sklada (KD MM vzajemni sklad), ki sicer ne kotira na borzi. Velik delež portfelja (več kot 25%) predstavljajo naložbe v delnice podjetij, ki tvorijo nov slovenski borzni indeks, t.j. indeks slovenskih blue chip podjetij (TOP SBI).

Tabela 8: 10 največjih naložb ID-a Zlata moneta 1, d.d.*

Ime	Borza	Delež portfelja v %
Krka, Novo mesto	LJSE	8,28
Pivovarna Laško	LJSE	7,12
Petrol, Ljubljana	LJSE	6,33
Intereuropa, Koper	LJSE	6,02
KD MM vzajemni sklad	Ne kotira	4,85
Helios Domžale	LJSE	4,61
Zakladna menica RS	LJSE	4,43
Merkur, Naklo	LJSE	4,22
Juteks, Žalec	LJSE	4,19
Impol, Slovenska Bistrica	Ne kotira	3,11

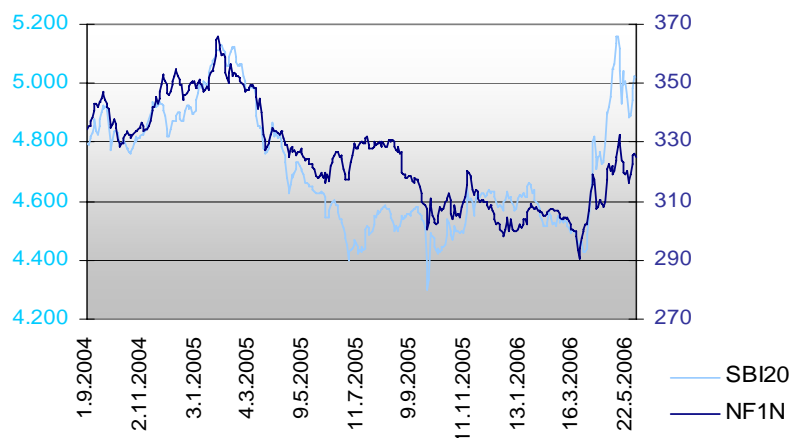
* Opomba: 10 največjih naložb je prikaz zadnjih razpoložljivih podatkov, ki so jih skladi dostavili Ljubljanski borzi. Stanje prikaza na dan 15. 10. 2006.

Vir: Investicijske družbe, Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, 2006

Sklad NFD 1 je nastal pripojitvijo pooblaščenih investicijskih družb Štajerski investicijski sklad d.d., Celje, Gorenjski investicijski sklad d.d., Ljubljana, Dolenjski investicijski sklad d.d., Novo mesto in Adriatic investicijski sklad d.d., Koper k družbi Prvi investicijski sklad d.d., Ljubljana

in nato z razdružitvijo le-te na NFD 1 Investicijski sklad, pooblaščen investicijska družba d.d., Ljubljana in NFD 2 Investicijski sklad, pooblaščen investicijska družba d.d., Ljubljana. Delnice Sklada NFD 1 so bile dne 26. oktobra 1998 uvrščene v kotacijo na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev.

Slika 9: Gibanje enotnega tečaja NF1N in indeksa SBI20 od septembra 2004 do maja 2006 (v SIT)



Vir: Arhiv enotnih tečajev, 2006

Investicijska družba NFD 1, d.d. ima od vseh proučevanih investicijskih družb med desetimi največjimi naložbami največji delež sredstev naloženih v nekotirajoče vrednostne papirje (več kot 15%). Vse proučevane investicijske družbe, razen investicijske družbe Maksima ID, d.d., imajo največji delež svojih sredstev naloženih v delnico podjetja Krka. Investicijska družba NFD 1, d.d. ima izmed teh družb največji delež v tem podjetju (skoraj 20%).

Tabela 9: 10 največjih naložb ID-a NFD 1 d.d.*

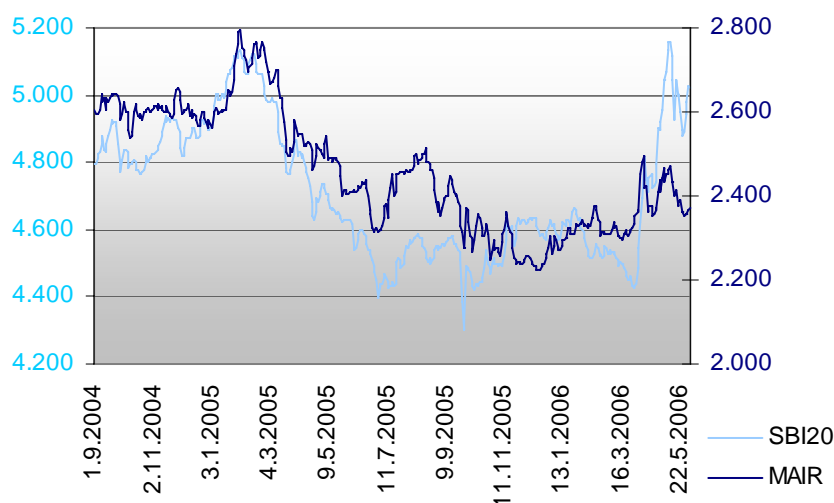
Ime	Borza	Delež portfelja v %
Krka, Novo mesto	LJSE	19,59
Sava, Kranj	LJSE	14,56
Petrol, Ljubljana	LJSE	9,75
Dodatna likvidna sredstva	Ne kotira	8,46
Telekom Slovenije, Ljubljana	LJSE	6,02
Merkur, Naklo	LJSE	5,77
Cinkarna Celje	LJSE	4,57
Kratkoročni depoziti	Ne kotira	4,27
Ljubljanske mlekarne	Ne kotira	3,27
Helios Domžale	LJSE	2,98

* Opomba: 10 največjih naložb je prikaz zadnjih razpoložljivih podatkov, ki so jih skladi dostavili Ljubljanski borzi. Stanje prikaza na dan 15. 10. 2006.

Vir: Investicijske družbe, Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, 2006

ID Maksima,d.d., investicijska družba Ljubljana je nastala kot ena izmed novih družb prenosne družbe Maksima 1 d.d., pooblaščne investicijske družbe. Delnice MAIR so bile 21.5.2003 uvrščene v kotacijo na Ljubljansko borzo.

Slika 10: Gibanje enotnega tečaja MAIR in indeksa SBI20 od septembra 2004 do maja 2006 (v SIT)



Vir: Arhiv enotnih tečajev, 2006

Investicijska družba Maksima d.d. ima med desetimi največjimi naložbami samo delnice podjetij, ki kotirajo na ljubljanski borzi. Več kot polovica teh podjetij spada v redno kotacijo.

Tabela 10: 10 največjih naložb ID-a Maksima d.d.*

Ime	Borza	Delež portfelja v %
Petrol, Ljubljana	LJSE	10,64
Krka, Novo mesto	LJSE	8,44
Gorenje, Velenje	LJSE	7,10
Pivovarna Laško	LJSE	6,89
Aerodrom Ljubljana, Brnik	LJSE	6,16
Delo, Ljubljana	LJSE	4,85
Luka Koper	LJSE	2,42
Mlinotest, Ajdovščina	LJSE	1,91
Žito, Ljubljana	LJSE	1,40
Intereuropa, Koper	LJSE	1,36

* Opomba: 10 največjih naložb je prikaz zadnjih razpoložljivih podatkov, ki so jih skladi dostavili Ljubljanski borzi. Stanje prikaza na dan 15. 10. 2006.

Vir: Investicijske družbe, Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, 2006

V strukturi sredstev šestih proučevanih investicijskih družb prevladujejo delnice. Le te v povprečju predstavljajo 78.86% sredstev, medtem ko obveznice predstavljajo v povprečju 6.41% vseh sredstev.

Tabela 11: Struktura portfelja, glede na vrste vrednostnih papirjev (v %) na dan 30.6.2006

Investicijska družba/ Vrsta vrednostnega papirja	Delnice	Obveznice	Ostalo ⁶
IFDR	81.68	16.45	1,87
IFIR	70.99	15.98	13.03
ZVIR	85.19	1.27	13.53
ZM1N	69.20	3.67	27.13
NF1N	80.59	1.08	18.33
MAIR	85.51	0.00	8.35

Vir: Investicijske družbe, Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, 2006

V strukturi sredstev še vedno prevladujejo delnice domačih izdajateljev. V povprečju je 88.90% sredstev investicijskih družb naloženih v vrednostnih papirjih domačih izdajateljev in le 11.10% v vrednostnih papirjih tujih izdajateljev.

Tabela 12: Struktura portfelja, glede na državo izdajatelja vrednostnih papirjev (v %) na dan 30.6.2006

Investicijska družba	Domači vrednostni papirji v (%)	Tuji vrednostni papirji (v %)
IFDR	67.81	32.19
IFIR	85.87	14.13
ZVIR	89.51	10.49
ZM1N	89.31	10.69
NF1N	100.00	0.00
MAIR	74.16	25,84
Povprečje investicijskih družb	88.90	11.10

Vir: Investicijske družbe, Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, 2006

Kot je razvidno iz Tabele 13 je delež tujih imetnikov delnic proučevanih investicijskih družb nizek.

⁶ Pod ostalo se smatrajo naložbe v investicijske sklade, naložbe v izvedene finančne instrumente in naložbe v instrumente denarnega trga.

Tabela 13: Število delničarjev v slovenskih investicijskih družbah med 31.12.2004 in 31.5.2006 ter delež tujih imetnikov

Investicijska družba	Število delničarjev na dan 31.12.2004	Število delničarjev na dan 31.12.2005	Število delničarjev na dan 30.6.2006	Delež tujih imetnikov na dan 30.6.2006 (v %)
IFDR	49.946	44.948	42.060	0.58
IFIR	51.428	46.472	43.424	0.45
ZVIR	N/A	N/A	38.479	1.28
ZM1N	N/A	N/A	16.963	0.61
NF1N	49.961	44.633	40.716	0.65
MAIR	39.444	N/A	31.975	1.04

Vir: Letna poročila posameznih investicijskih družb

4.3. Rezultati

Investicijske družbe sem proučevala v obdobju od 1. septembra 2004 do 30. maja 2006. To obdobje sem vzela zato, ker je to obdobje, v katerega sem lahko zajela vsaj teh 6 investicijskih družb (preostali dve investicijski družbi, ki še kotirata na Ljubljanski borzi, to sta KD ID in Krona Senior ID, sta bili namreč v kotacijo uvrščeni po tem obdobju). V primeru razširitve proučevanega obdobja bi bilo proučevanih investicijskih družb še manj. Celotno obdobje sem potem razdelila na trimesečna obdobja, da bi dobila čim več proučevanih podobdobjij ter s tem še bolj natančne rezultate.

Za vsako posamezno investicijsko družbo sem izračunala tri kazalce tveganj, in sicer standardni odklon, korelacijski koeficient in koeficient beta, ter dejansko donosnost, ki jo je v posameznem podobdobju dosegla delnica posamezne investicijske družbe. Posamezne kazalce tveganj in donosnost sem izračunala na podlagi podatkov o enotnih tečajih delnic proučevanih investicijskih družb. Dnevne podatke o enotnih tečajih sem razdelila po trimesečnih obdobjih in za vsako posamezno trimesečje izračunala posamezne kazalce. Tako je npr. trimesečna donosnost delnice IFDR v obdobju od septembra do novembra 2004 0,034%. Standardni odklon v istem trimesečnem obdobju je 0,869%, korelacijski koeficient pa v tem trimesečnem obdobju kaže srednje močno pozitivno korelacijo (0,431) z borznim indeksom SBI20. V istem obdobju je koeficient beta delnice IFDR 0,916, kar pomeni, da je tveganje delnice IFDR v obdobju od septembra do novembra leta 2004 malo nižje od tveganja povprečne delnice vključene v indeks SBI20.

Glede na vsak posamezni kazalec tveganja, ki sem ga izračunala, sem potem sklepala kakšna naj bi bila pričakovana donosnost, oziroma v katero smer naj bi se spreminjala, če naj bi zadovoljili predpostavko, da je racionalen investitor pripravljen tvegati več le pri višjih donosih. Potem sem primerjala pričakovano donosnost z dejansko donosnostjo, izračunano na podlagi podatkov o enotnih tečajih. Če se je tveganje iz obdobja 1 v obdobje 2 povečalo pomeni, da je pričakovana

donosnost za isto obdobje tudi narasla in potem sem ugotavljala kaj se je dejansko zgodilo. Povedano drugače, ugotavljala sem, če je investitor za večje tveganje naložbe bil res nagrajen z višjo donosnostjo. V tabelah sem spremembe posameznih kazalcev tudi označila. S + sem označila porast tveganja oziroma donosnosti in z – zmanjšanje tveganja oziroma donosnosti.

Najprej sem za primerjavo izračunala spremembe enotnega tečaja indeksa SBI20 ter standardni odklon indeksa v proučevanih trimesečnih obdobjih (tabela 14). Tveganost indeksa se je povečala v treh proučevanih trimesečnih obdobjih, dejanska donosnost pa je spremembam tveganja sledila z ustreznim predznakom v vseh obdobjih, razen v obdobju od decembra 2004 do februarja 2005.

Tabela 14: Kazalci za SBI20 od septembra 2004 do maja 2006

SBI20	Sept - Nov 04	Dec 04 - Feb 05	Mar - Maj 05	Jun - Avg 05	Sept - Nov 05	Dec 05 - Feb 06	Mar - Maj 06
Donosn.	0,016%	0,011% (-)	- 0,071% (-)	0,020% (+)	- 0,038% (-)	- 0,059% (-)	0,167% (+)
St. odkl.	0,408%	1,239% (+)	0,744% (-)	1,342% (+)	1,284% (-)	0,829% (-)	0,917% (+)

Vir: Lastni izračuni

Pri posamezni delnici investicijske družbe so se posamezni kazalci obnašali različno. Standardni odklon delnice IFDR se je povečal v devetih mesecih leta 2005 ter v zadnjem trimesečnem obdobju v letu 2006 (tabela 15). V tem obdobju se je celotno tveganje delnice IFDR povečalo. Prav tako je bilo zaslediti porast korelacijskega koeficienta delnice IFDR v devetih mesecih leta 2005. Povečan korelacijski koeficient pomeni močnejšo linearno odvisnost časovnih vrst od bazne časovne vrste podatkov in s tem višje tveganje za investitorja. Koeficient beta kaže porast tveganja v vsakem drugem proučevanem trimesečnem obdobju. Delnica IFDR je bila v treh proučevanih trimesečnih obdobjih tvegana bolj kot povprečna delnica v proučevanem vzorcu. Donosnost delnice IFDR je v 7 proučevanih trimesečnih obdobjih narasla v obdobjih Dec – Feb 05, Jun – Avg 05, Sept – Nov 05 in Mar - Maj 06.

V obdobjih od septembra 2004 do februarja 2005 se je tako dejanska donosnost gibala v enaki smeri kot pričakovana donosnost na podlagi vseh kazalcev tveganj, v obdobjih od junija do avgusta 2005 ter od marca do maja 2005 pa je dejanska donosnost sledila gibanju pričakovane donosnosti le na podlagi dveh kazalcev tveganj, in sicer v prvem primeru standardnemu odklonu in korelacijskemu koeficientu, v drugem primeru pa standardnemu odklonu in koeficientu beta. V preostalih trimesečnih obdobjih pa se dejanska donosnost ni obnašala v skladu s pričakovano donosnostjo.

Tabela 15: Kazalci za IFDR od septembra 2004 do maja 2006

IFDR	Sept - Nov 04	Dec - Feb 05	Mar - Maj 05	Jun - Avg 05	Sept - Nov 05	Dec - Feb 06	Mar - Maj 06
Average	0,033%	0,063% (+)	- 0,119% (-)	- 0,022% (+)	0,033% (+)	- 0,028% (-)	0,073% (+)
SD	0,869%	0,336% (-)	0,421% (+)	0,447% (+)	0,781% (+)	0,324% (-)	1,122% (+)
Korel. Koef.	0,431	0,332 (-)	0,460 (+)	0,465 (+)	0,591 (+)	0,376 (-)	0,130 (-)
Beta	0,916	0,090 (-)	0,260 (+)	0,155 (-)	0,359 (+)	0,147 (-)	0,158 (+)

Vir: Lastni izračuni

Pri delnici IFIR se je dejanska donosnost gibala v enaki smeri kot pričakovana donosnost predvsem na podlagi standardnega odklona in korelacijskega koeficienta, in sicer v le v dveh od sedmih proučevanih trimesečjih. Dejanska donosnost se na podlagi koeficienta beta za delnico IFIR ni gibala v enaki smeri kot pričakovana donosnost v nobenem od proučevanih trimesečnih obdobjih (tabela 16). Dejanska donosnost se tako na podlagi vseh treh kazalcev tveganja za delnico IFIR ni v nobenem od proučevanih trimesečnih obdobjih gibala v skladu s pričakovano donosnostjo istočasno.

Delnica IFIR je bila v vseh proučevanih trimesečnih obdobjih manj tvegana od povprečne delnice v proučevanem vzorcu.

Tabela 16: Kazalci za IFIR od septembra 2004 do maja 2006

IFIR	Sept - Nov 04	Dec - Feb 05	Mar - Maj 05	Jun - Avg 05	Sept - Nov 05	Dec - Feb 06	Mar - Maj 06
Average	-0,031%	0,0842% (+)	- 0,1213% (-)	- 0,1029% (+)	- 0,1172% (-)	- 0,0063% (+)	0,0855% (+)
SD	0,593%	0,6934% (+)	1,3453% (+)	0,8665% (-)	1,3987% (+)	0,6207% (-)	0,9582% (+)
Korel. Koef.	0,343	0,397 (+)	0,155 (-)	- 0,054 (-)	0,437 (+)	0,431 (-)	0,106 (-)
Beta	0,499	0,222 (-)	0,280 (+)	- 0,035 (-)	0,476 (+)	0,323 (-)	0,112 (-)

Vir: Lastni izračuni

Delnica ZVIR je prav tako podpovprečno tvegana delnica glede na kazalec beta v vseh sedmih proučevanih trimesečjih. Tveganje delnice se je v proučevanih trimesečjih glede na koeficient beto in korelacijski koeficient v povprečju zniževalo, medtem ko standardni odklon kaže padeč tveganja le v dveh izmed sedmih proučevanih trimesečjih. Dejanska donosnost pa se je v štirih proučevanih trimesečnih obdobjih povečala. Spremembe dejanske donosnosti prav tako kot pri delnici IFIR niso v nobenem od proučevanih trimesečnih obdobjih sledile spremembam pričakovane donosnosti na podlagi izračunanih kazalcev tveganja hkrati. Gibanje je bilo

usklajeno le v dveh obdobjih na podlagi koeficienta beta in standardnega odklona ter v enem obdobju na podlagi korelacijskega koeficienta.

Tabela 17: Kazalci za ZVIR od septembra 2004 do maja 2006

ZVIR	Sept - Nov 04	Dec - Feb 05	Mar - Maj 05	Jun - Avg 05	Sept - Nov 05	Dec - Feb 06	Mar - Maj 06
Average	0,1370%	0,0387% (+)	- 0,2463% (-)	- 0,0047% (+)	- 0,1511% (-)	- 0,1140% (+)	0,1274% (+)
SD	0,5959%	1,1866% (+)	1,4911% (+)	0,6071% (-)	1,1640% (+)	0,7117% (-)	1,0933% (+)
Korel. Koef.	0,375	0,357 (-)	0,161 (-)	- 0,002 (-)	0,454 (+)	0,295 (-)	0,266 (-)
Beta	0,547	0,341 (-)	0,323 (-)	- 0,001 (-)	0,411 (+)	0,253 (-)	0,315 (+)

Vir: Lastni izračuni

Gibanje dejanske donosnosti delnice ZM1N je sledilo gibanju pričakovane donosnosti na podlagi vseh treh izračunanih kazalcev tveganja hkrati v dveh proučevanih obdobjih. V treh obdobjih je bilo gibanje usklajeno le na podlagi posameznih koeficientov, in sicer v treh obdobjih na podlagi korelacijskega koeficienta ter v dveh na podlagi koeficienta beta. Tako se dejanska donosnost ni gibala v smeri pričakovane donosnosti na podlagi nobenega izmed izračunanih koeficientov le v enem izmed proučevanih trimesečnih obdobjih.

Tabela 18: Kazalci za ZM1N od septembra 2004 do maja 2006

ZM1N	Sept - Nov 04	Dec - Feb 05	Mar - Maj 05	Jun - Avg 05	Sept - Nov 05	Dec - Feb 06	Mar - Maj 06
Average	-0,0753%	- 0,0020% (+)	- 0,0798% (-)	- 0,1775% (-)	0,0534% (+)	0,0095% (-)	0,1695% (+)
SD	1,6730%	0,6591% (-)	0,8757% (+)	1,0713% (+)	1,1774% (+)	0,6053% (-)	0,5183% (-)
Corr	0,147	0,281 (+)	0,531 (+)	- 0,113 (-)	0,370 (+)	0,131 (-)	0,22 (+)
Beta	0,602	0,149 (-)	0,625 (+)	- 0,090 (-)	0,340 (+)	0,096 (-)	0,128 (+)

Vir: Lastni izračuni

Delnice IFIR, ZVIR in ZM1N imajo v poletnem obdobju med junijem in avgustom leta 2005 negativne korelacijske koeficiente, kar pomeni, da je moč linearne odvisnosti podatkov pri posamezni delnici v tem obdobju negativna glede na podatke borznega indeksa SBI20 (glej priloge). Iste delnice imajo v istem obdobju negativne koeficiente beta, kar pomeni, da je cena delnic teh investicijskih družb rasla, medtem ko so cene ostalih delnic padale.

Standardni odklon je kot kazalec tveganja delnice NF1N najboljši indikator pričakovane donosnosti, saj je gibanje dejanske donosnosti le-tej sledilo v treh proučevanih trimesečjih. Na

podlagi preostalih dveh koeficientov pa je dejanska donosnost sledila gibanju pričakovane donosnosti le v enem trimesečju proučevanega obdobja. V dveh obdobjih pa gibanje obeh donosnosti ni bilo usklajeno na podlagi nobenega izmed izračunanih koeficientov.

Tabela 19: Kazalci za NF1N od septembra 2004 do maja 2006

NF1N	Sept - Nov 04	Dec - Feb 05	Mar - Maj 05	Jun - Avg 05	Sept - Nov 05	Dec - Feb 06	Mar - Maj 06
Average	0,0701%	0,0074% (-)	- 0,1398% (-)	0,0027% (+)	- 0,0411% (-)	- 0,0179% (+)	0,1064% (+)
SD	0,4802%	0,5505% (+)	0,5249% (-)	0,5776% (+)	0,7604% (+)	0,4646% (-)	0,8814% (+)
Corr	0,533	0,297 (-)	0,670 (+)	0,383 (-)	0,546 (+)	0,496 (-)	0,140 (-)
Beta	0,627	0,132 (-)	0,472 (+)	0,165 (-)	0,324 (+)	0,278 (-)	0,135 (-)

Vir: Lastni izračuni

Dejanska donosnost delnice MAIR se ni gibala v enaki smeri kot pričakovana donosnost, pričakovani na podlagi vseh treh izračunanih kazalcev tveganja hkrati, v nobenem od proučevanih trimesečnih obdobjih. Predvidevanja o usklajenem gibanju dejanske in prihodnje donosnosti na podlagi teh kazalcev so bila torej v štirih izmed sedmih proučevanih obdobjih nepravilna, kar je največ izmed vseh proučevanih delnic.

Tabela 20: Kazalci za MAIR od septembra 2004 do maja 2006

MAIR	Sept - Nov 04	Dec - Feb 05	Mar - Maj 05	Jun - Avg 05	Sept - Nov 05	Dec - Feb 06	Mar - Maj 06
Average	0,0172%	0,0949% (+)	- 0,1935% (-)	- 0,0146% (+)	- 0,0805% (-)	0,0501% (+)	0,0472% (-)
SD	0,6297%	0,6456% (+)	0,7746% (+)	0,7215% (-)	1,0560% (+)	0,5528% (-)	0,9709% (+)
Corr	0,397	0,386 (-)	0,453 (+)	0,212 (-)	0,479 (+)	0,393 (-)	0,222 (-)
Beta	0,612	0,201 (-)	0,472 (+)	0,114 (-)	0,394 (+)	0,262 (-)	0,236 (-)

Vir: Lastni izračuni

5. Sklep

ZISDU-1 je s svojimi določili prinesel na slovenski kapitalni trg veliko sprememb. Poleg poenotenja zakona z evropskimi direktivami, prinaša predvsem tudi večjo varnost in zaščito malih investorjev z uvedbo skrbništva ter dodatnimi zahtevami do DZU. ZISDU-1 tudi odpravlja omejitve pri investiranju na tuje trge. S prilagoditvijo evropskim direktivam je dopuščena tudi možnost prihoda konkurence tujih investicijskih družb, kar pomeni liberalizacijo

in odpiranje slovenskega kapitalskega trga. Tretja ključna sprememba pa je odprava omejitev investicijske politike sklada. Vse tri glavne spremembe novega zakona, še posebej zadnja, ki se nanaša na odpravo omejitev investicijske politike, vplivajo na naložbeno politiko posameznih investicijskih družb ter s tem na tveganje in donosnost njihovih delnic.

Vseh šest proučevanih delnic sledi pozitivnemu trendu v proučevanem obdobju, kar pomeni da je celotna donosnost, gledana za celotno proučevano obdobje, pozitivna. Tri delnice, IFIR, ZVIR in ZM1N se v istem podobdobju od junija do avgusta leta 2005 srečujejo z negativnim trendom, kar se kaže v negativnem predznaku dveh kazalcev tveganj, korelacijskega koeficienta ter koeficienta beta. Negativna korelacija je še posebej izrazita pri delnici ZM1N, medtem ko je pri ostalih dveh delnicah minimalna.

Delnice vseh šestih proučevanih investicijskih družb so tudi v vseh proučevanih podobdobjih podpopprečno tvegane, na kar kaže relativno majhen koeficient beta., ki največjo vrednost doseže pri delnici IFDR v prvem proučevanem podobdobju.

Rezultati kažejo, da kljub temu da delnice proučevanih investicijskih družb niso izrazito tvegane, se tveganost le-teh iz podobdobja v podobdobje spreminja, dejanska donosnost pa tem spremembam ne sledi s pričakovanim predznakom. Višje tveganje se tako relativno v majhnih primerih odraža v višji donosnosti proučevanih delnicah šestih investicijskih družb. Na podlagi dobljenih rezultatov tako lahko sklepamo, da ne moremo z zagotovostjo trditi, da bo dejanska donosnost posamezne naložbe dosegla pričakovano donosnost, na katero lahko sklepamo na podlagi kazalnikov tveganj. Rezultati pa kažejo, da je najuspešnejši kazalec teh napovedovanj standardni odklon. Na podlagi standardnega odklona je pri vseh šestih proučevanih delnicah vsaj v enem proučevanem obdobju dejanska donosnost sledila pričakovani donosnosti.

Vsekakor je treba poudariti še to, da gre za analizo relativno majhnega vzorca podatkov. Za bolj realno sliko gibanja tveganj in donosnosti bi bilo v vzorec potrebno vključiti večje število investicijskih družb ter razširiti proučevano obdobje. To pa je za analiziranje tveganj in donosnosti slovenskih investicijskih družb praktično nemogoče, ker so le-te na ljubljanski borzi relativno mlad finančni proizvod in je obdobje, za katero so na voljo podatki premajhno.

V prihodnosti se bodo nekatere investicijske družbe preoblikovale v vzajemne sklade in bo te vrste investicijskih skladov pri nas še manj. Na tveganje in donosnost delnic preostalih investicijskih družb pa bodo v prihodnosti vplivale še dodatne spremembe, kot je na primer uvrstitev podjetij v državni lasti na ljubljansko borzo vrednostnim papirjev (npr. Telekom Slovenije).

Literatura

1. Berk Aleš: Gradivo za poslovne finance. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2001. 296 str.
2. Brigham Eugene F.: Intermediate financial management. 7th ed. Fort Worth (TX) : South-Western/Thomson Learning, 2002. XXXI, 988 str.
3. Macrae Thomas W.: Managing your own finances, London [etc.] : International Thompson Business Press, 1997. IX, 404 str.
4. Mastnak Simon: Slovenski investicijski skladi v letu 2003. Finance, Ljubljana, 9.3.2004, str. 27.
5. More Matej : Investicijski skladi in družbe za upravljanje. Mednarodno poslovno pravo, Ljubljana, 15 (2003), 169, str. 14-17.
6. Mramor Dušan: Slovar poslovnofinančnih izrazov : slovensko-angleški, angleško-slovenski. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1999. 116 str.
7. Mramor Dušan: Teorija poslovnih financ. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 191 str.
8. Ribnikar Ivan: Odprava družbene lastnine podjetij, privatizacija. Bančni vestnik, Ljubljana, 47 (1998), 1-2, str. 60-62.
9. Ribnikar Ivan: Restructuring of financial intermediaries in (emerging) financial markets. Naše gospodarstvo, 45 (1999), 3/4, str. 155.
10. Rugg Donald D.: The Dow Jones-Irwin guide to mutual funds. 3rd ed. Homewood (Ill.) : Dow Jones-Irwin, 1986. XII, 245 str.
11. Vernimmen Pierre : Corporate finance : theory and practice Chichester, Hoboken (NJ) : J. Wiley, cop. 2005. XXIV, 1030 str.
12. Žnidaršič Kranjc Alenka : Investicijski skladi v Sloveniji - (ne)uspeh in za koga, Postojna : Dej, 1999. 421 str.

Viri

1. Agencija za trg vrednostnih papirjev. [URL: <http://www.atvp.si>], 23.9.2006.
2. Arhiv enotnih tečajev. Ljubljana : Ljubljanska borza vrednostnih papirjev. [URL: <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=1289&sid=8C32zF6EJVtmM0B1>], 30.5.2006.
3. Borzni indeksi. Ljubljana : Ljubljanska borza. [URL: <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=1296&sid=8C32zF6EJVtmM0B1>], 30.5.2006.
4. Capital Link's Closed-End Fund Forum. [URL: www.closed-endfundsforum.com], 15.5.2006.
5. Closed-End Funds Statistics [URL: <http://www.ici.org/stats/ce/index.html>], 24.6.2006.
6. ICI Mutual Funds Fact Book. [URL: <http://www.ici.org>], 2006.
7. Izvleček prospekta Zlate monete 1, posebne delniške investicijske družbe d.d., junij 2006.
8. Letno poročilo Posebne investicijske družbe Infond ID 1, d.d., 2004.
9. Letno poročilo Posebne investicijske družbe Infond ID 1, d.d., 2005.
10. Letno poročilo Posebne investicijske družbe Infond ID, d.d., 2004.
11. Letno poročilo Posebne investicijske družbe Infond ID, d.d., 2005.
12. Letno poročilo Posebne investicijske družbe Zvon ena ID, d.d., 2004.
13. Letno poročilo Posebne investicijske družbe Zvon ena ID, d.d., 2005.
14. Letno poročilo NFD 1 delniški investicijski sklad d.d., 2004.
15. Letno poročilo NFD 1 delniški investicijski sklad d.d., 2005.
16. Letno poročilo ID Maksima d.d., 2004.
17. Letno poročilo ID Maksima d.d., 2005.
18. Letno statistično poročilo Ljubljanske borze, 2005.
19. Letno statistično poročilo Ljubljanske borze, 2006.

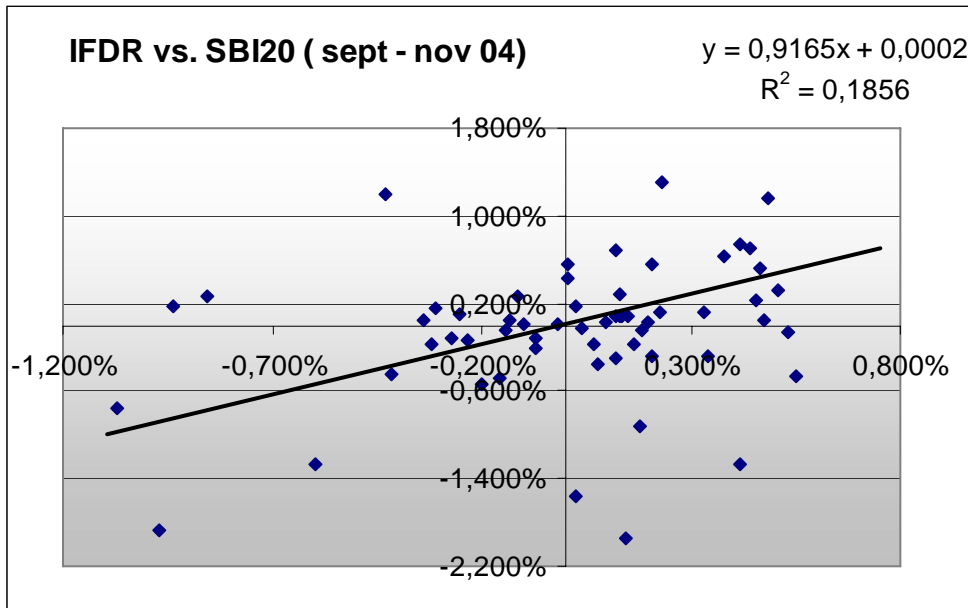
20. Polletno poročilo investicijske družbe Maksima, delniška investicijska družba, d.d., avgust 2006.
21. Polletno poročilo NFD 1 delniški investicijski sklad d.d., 2005.
22. Polletno poročilo Posebne investicijske družbe Infond ID 1, d.d., julij 2006.
23. Polletno poročilo Posebne investicijske družbe Infond ID 1, d.d., julij 2006.
24. Polletno poročilo Posebne investicijske družbe Zvon ena ID, d.d., avgust 2006.
25. Polletno statistično poročilo Ljubljanske borze, 2006.
26. The Closed-End Fund Association's website. [URL: www.cefa.com], 15.5.2006.
27. SEONET [URL: <http://seonet.ljse.si/menu/default.asp>], 30.5.2006.
28. Site-b-Site's CEF. [URL <http://www.site-by-site.com/usa/cef/cef.htm>], 15.5.2006.
29. Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb (Uradni list RS, št.17/05).
30. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 26/2005).
31. Zakon o gospodarskih družbah (Uradni list RS, št. 30/93).
32. Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij (Uradni list RS, št. 55/92).
33. Zakon o spremembah in dopolnitvah Zakona o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 86/2004).
34. Združenje družb za upravljanje: [URL: <http://www.zdu-giz.si>], 23.9.2006.

PRILOGE

KAZALO PRILOG

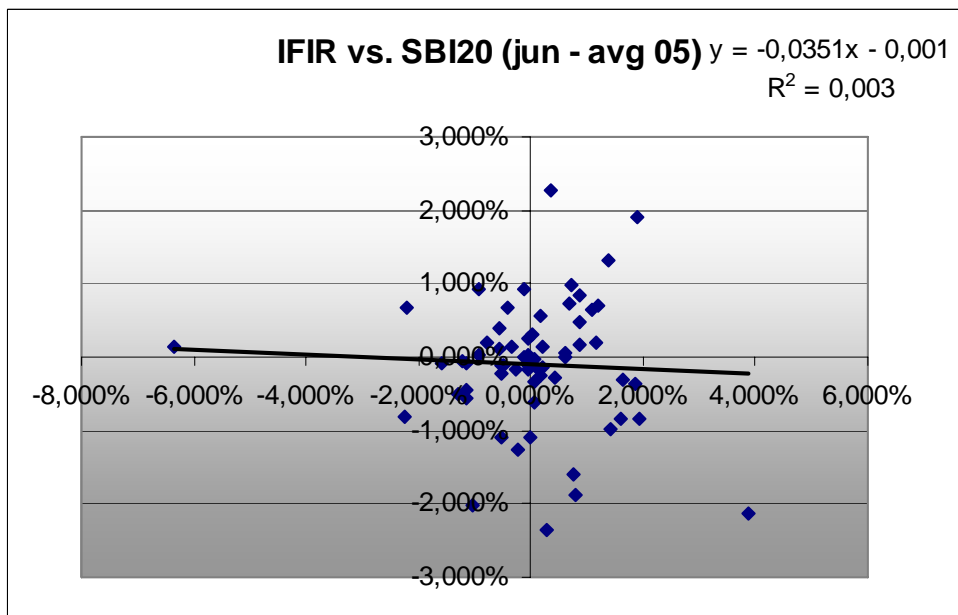
<i>Priloga 1: Trend in koeficient beta za delnico IFDR v obdobju od septembra do novembra leta 2004.....</i>	<i>1</i>
<i>Priloga 2: Trend in koeficient beta za delnico IFIR v obdobju od junija do avgusta leta 2005.....</i>	<i>1</i>
<i>Priloga 3: Trend in koeficient beta za delnico ZVIR v obdobju od junija do avgusta leta 2005.....</i>	<i>2</i>
<i>Priloga 4: Trend in koeficient beta za delnico ZMIN v obdobju od junija do avgusta leta 2005.....</i>	<i>2</i>
<i>Priloga 5: Trend in koeficient beta za delnico NFIN v obdobju od septembra do novembra leta 2004.....</i>	<i>3</i>
<i>Priloga 6: Trend in koeficient beta za delnico MAIR v obdobju od septembra do novembra leta 2004.....</i>	<i>3</i>

Priloga 1: Trend in koeficient beta za delnico IFDR v obdobju od septembra do novembra leta 2004



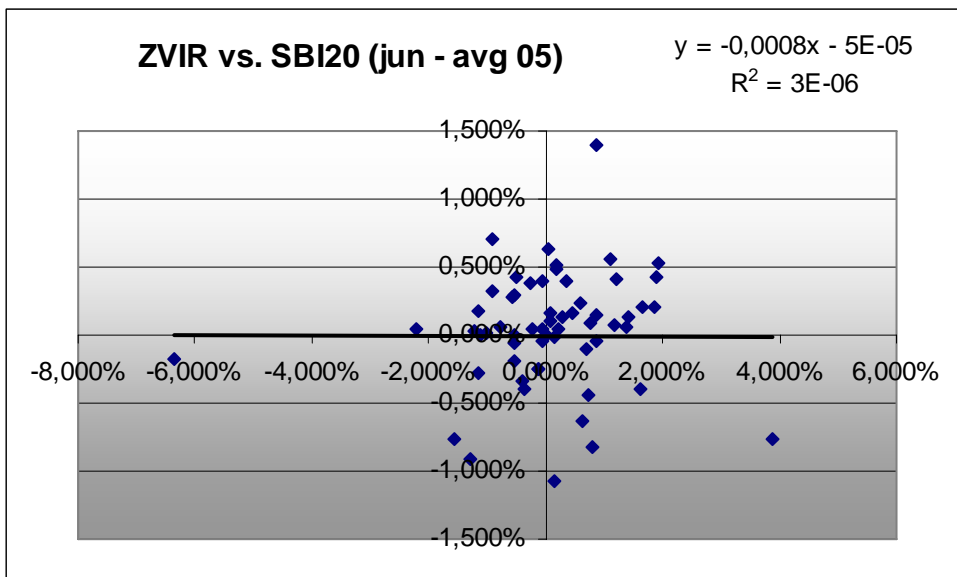
Vir: Lastni izračuni

Priloga 2: Trend in koeficient beta za delnico IFIR v obdobju od junija do avgusta leta 2005



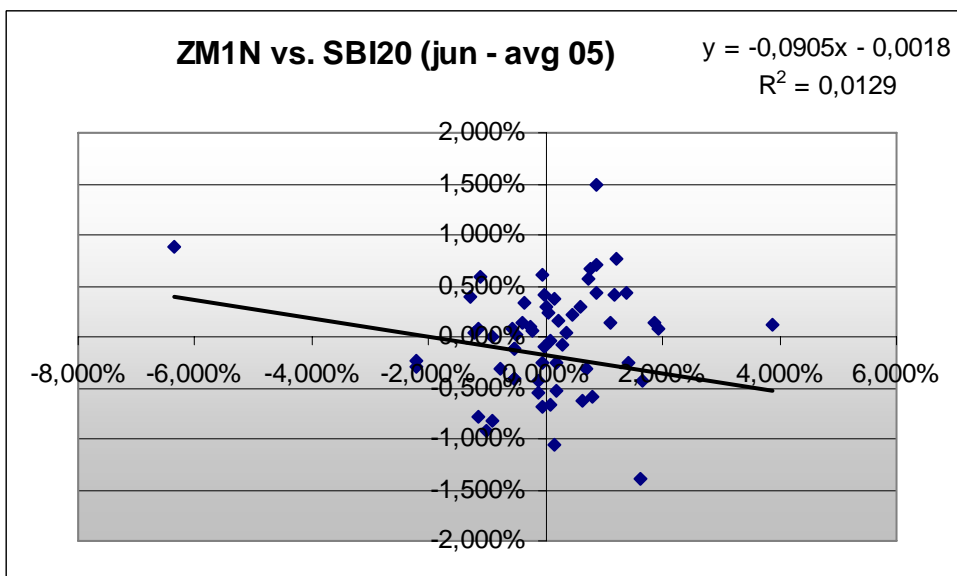
Vir: Lastni izračuni

Priloga 3: Trend in koeficient beta za delnico ZVIR v obdobju od junija do avgusta leta 2005



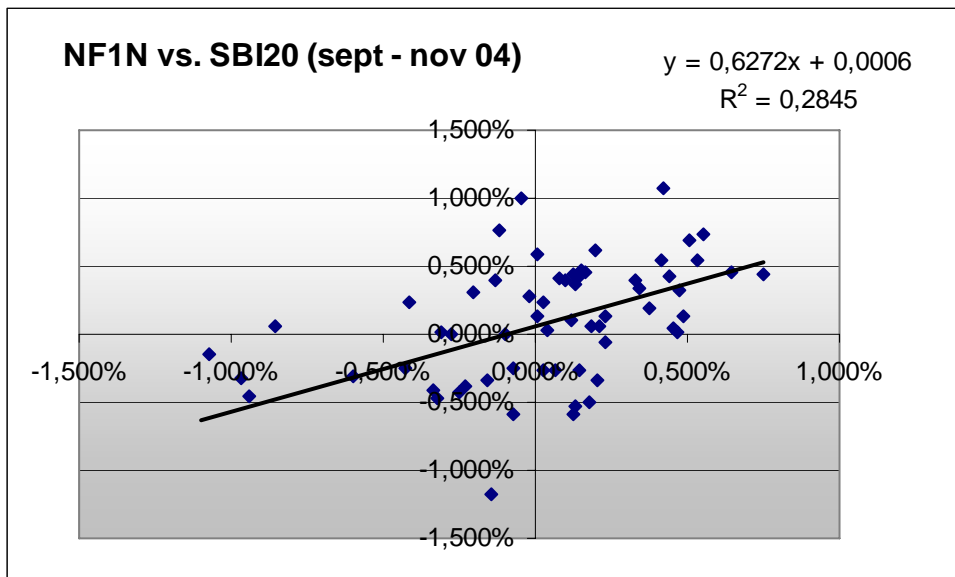
Vir: Lastni izračuni

Priloga 4: Trend in koeficient beta za delnico ZM1N v obdobju od junija do avgusta leta 2005



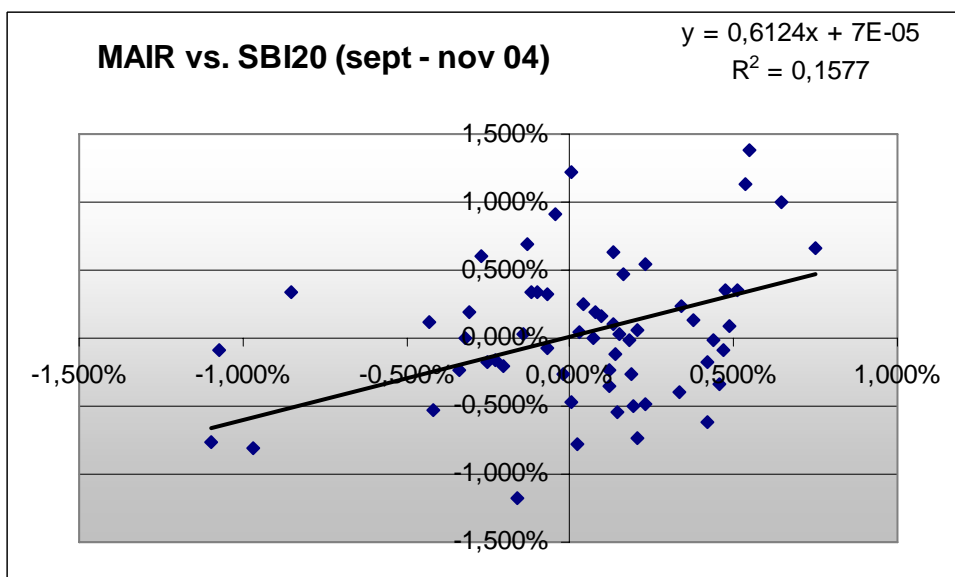
Vir: Lastni izračuni

Priloga 5: Trend in koeficient beta za delnico NF1N v obdobju od septembra do novembra leta 2004



Vir: Lastni izračuni

Priloga 6: Trend in koeficient beta za delnico MAIR v obdobju od septembra do novembra leta 2004



Vir: Lastni izračuni