UNIVERZA V LJUBLJANI

EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

OSEBNE FINANCE

Ljubljana, junij 2003 BARBARA PETERLIN

IZJAVA

Študentka _____ izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom mag. Igorja Lončarskega in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne Podpis:

_____

KAZALO

1. UVOD 1

2. OSEBNE FINANCE 2

3. FINANČNI TRGI 5

3.1. OPREDELITEV IN POMEN FINANČNEGA TRGA 5
3.2. DELITEV FINANČNEGA TRGA 6
3.2.1. TRG DENARJA 6
3.2.2. TRG KAPITALA 6
3.3. FINANČNE INSTITUCIJE 7

4. VRSTE NALOŽB 9

4.1. TEMELJNA DELITEV NALOŽB 9
4.2. BANČNE VLOGE 11
4.3. DELNICE IN LASTNIŠKI DELEŽI V PODJETJIH, KI NISO DELNIŠKE DRUŽBE 11
4.4. OBVEZNICE IN KRATKOROČNI DOLŽNIŠKI VREDNOSTNI PAPIRJI 12
4.5. NALOŽBE V INVESTICIJSKE SKLADE 12
4.6. POLICE DODATNEGA POKOJNINSKEGA ZAVAROVANJA IN DRUGA ZAVAROVANJA 13
4.7. PRIMERNOST NALOŽBE GLEDE NA FINANČNI CILJ 15

5. DEJAVNIKI IZBORA NALOŽB 17

5.1. ELEMENTI VARČEVANJA 17
5.1.1. ODNOS DO TVEGANJA 17
5.1.1.1. Katere naložbe so bolj tvegane, katere pa manj? 19
5.1.2. DAVKI 20
5.1.2.1. Optimiranje davčnih obveznosti 20
5.1.2.2. Obdavčitev premoženja in dohodkov v SLOVENIJI 21
5.1.2.3. Obdavčitev premoženja in dohodkov v NEMČIJI 25
5.2. PSIHOLOŠKI DEJAVNIKI IZBORA NALOŽB 26
5.2.1. VEDENJSKE FINANCE (BEHAVIOURAL FINANCE) 26
5.2.1.1. Procesi odločanja 28

6. SKLEP 32

LITERATURA **34**

VIRI **36**

SLOVAR TUJIH IZRAZOV **1**

PRILOGA 1: VPRAŠALNIK **2**

SEZNAM SLIK

Slika 1 Premoženjska piramida 4

Slika 2 Delitev finančnih institucij glede na način zbiranja prihrankov 8

Slika 3 Temeljna delitev naložb 10

Slika 4 Nagnjenost slovenskega prebivalstva k tveganju 18

SEZNAM TABEL

Tabela 1 Osebno premoženje in obveznosti 3

Tabela 2 Glavne skupine finančnih naložb in njihova primernost pri varčevanju za doseganje različnih finančnih ciljev 16

Tabela 3 Katere naložbe so bolj tvegane, katere pa manj tvegane? 19

1. UVOD

Gospodarstvo potrebuje male vlagatelje. Neposreden nastop vlagatelja na trgu kapitala pomeni hitrejši razvoj za gospodarstvo. Trg kapitala na ta način dobiva nova sredstva, ki so nujno potrebna gospodarstvu.

Slovensko prebivalstvo je tako kot prebivalstvo drugih tranzicijskih držav vrsto let živelo v sistemu, ki ni dovoljeval vlaganja v vrednostne papirje (skoraj edina možnost plemenitenja prihrankov v finančnih naložbah so bile nizko donosne bančne vloge in redki zavarovalniški produkti), poleg tega pa ni dajal nobenih spodbud za osebno finančno disciplino in odgovornost. Odločanju o naložbi smo zato Slovenci pripisovali razmeroma majhen pomen (Kleindienst, 2001, str.12).

Razvoj slovenskega finančnega trga in trga kapitala pa je prinesel temeljite spremembe varčevalnih navad Slovencev. Ponudila se je pestra izbira oblik naložb, v katere lahko vložijo svoje prihranke. To je hkrati za vlagatelja izziv, da svoje premoženje modreje in bolj donosneje oplemeniti. Kljub vse bolj razvitemu finančnemu trgu, slovenske vlagatelje uvrščajo med bolj konzervativne vlagatelje, saj so njihovi prihranki še vedno v večini investirani v bančne vloge, ki je sicer varna finančna naložba, vendar najmanj donosna. Kaj je razlog temu? Je to pomanjkanje znanja o delovanju finančnega sistema v Sloveniji in poznavanja oblik naložb? Je to neutemeljen strah pred novim, nepoznanim, nepreizkušenim? Je to mogoče slaba izkušnja iz preteklosti, pomanjkanje časa, pomanjkanje pravih informacij, prenizek standard? Razlogov je več in ti so individualni. Z gotovostjo lahko trdim, da v osnovi prevladujejo našteti. Slovenskim državljanom je zato potrebno pomagati razviti osebno finančno disciplino in pridobiti ustrezno finančno znanje.

Glavni namen diplomskega dela je ugotoviti glavne dejavnike, ki vplivajo na vlagateljev izbor zanj najbolj optimalne naložbe. Pri tem sem se osredotočila na tržne in predvsem psihološke dejavnike izbora naložbe. Zanimalo me je, kakšen odnos imajo ljudje do tveganja, kako optimirati davčne obveznosti, kakšna je obdavčitev premoženja in donosov v Sloveniji ter primeri rezultatov iluzij, zaradi katerih so odločitve o naložbi posameznika neracionalne.

Drugo poglavje opredeljuje pomen osebnih financ posameznika, kaj vse zajemajo, na kakšen način jih najlažje spremljamo in tako učinkovito upravljamo osebno premoženje. Posameznik mora začeti ustvarjati premoženje pri temeljih in sicer najprej poskrbeti za osnovno finančno varnost in šele nato naprej širiti premoženje.

V tretjem poglavju je predstavljeno osnovno znanje o finančnem trgu, od pomena finančnih trgov, delitve finančnega trga do opisa najpomembnejših finančnih institucij, ki bi jih moral poznati vsak posameznik.

Sledi četrto poglavje, ki podrobneje opisuje nekatere, za male vlagatelje najbolj zanimive in dostopne vrste finančnih naložb, njihove koristi in slabosti.

Peto, najobširnejše in najpomembnejše poglavje, opisuje dejavnike izbora naložb. Poglavje zajema dva sklopa dejavnikov in sicer elemente varčevanja ter psihološke dejavnike izbora (vedenjske finance). Vlagateljeva odločitev o naložbi je pogojena z njegovim odnosom in potrebo po elementih varčevanja. Elementi varčevanja pomagajo razjasniti vlagatelju, kateri način plemenitenja denarja je zanj najbolj primeren in katere postavke so zanj ključne pri naložbi. Med najpomembnejšimi elementi varčevanja sta varnost (odnos do tveganja) in davki. Od česa je odvisna nagnjenost k tveganju? Katere naložbe so bolj tvegane, katere manj? Kako lahko posameznik optimira svoje davčne obveznosti? Odgovori so podani v petem poglavju. V zadnjih letih je postalo vse bolj in bolj očitno, da psihologija igra izredno pomembno vlogo na finančnem trgu. Vedenjske finance združujejo znanje iz psihologije in ekonomije. Razkrivajo nam in obenem pomagajo razjasniti, zakaj je proces odločitve o naložbi velikokrat rezultat tudi čustvenih odzivov, ki povzročijo nelogične in neracionalne odločitve posameznika. Predstavljeni so primeri rezultatov iluzij, ki vodijo posameznika k neracionalni odločitvi o naložbi ter soočanje s posledicami odločitev. Z upoštevanjem tako tržnih kot tudi psiholoških dejavnikov lahko vlagatelj oblikuje strateško sestavo osebnega premoženja v skladu s svojim osebnim finančnim profilom in finančnimi cilji.

V zadnjem, šestem poglavju so podane sklepne ugotovitve.

2. OSEBNE FINANCE

Tako pomembnega področja kot so osebne finance ne smemo prepustiti naključju. Področje osebnih financ je zelo obširno. Zajema premoženje posameznika, ki je tesno povezano z njegovimi pomembnimi življenjskimi cilji in potrebami, kot so močna želja po finančni varnosti in neodvisnosti, želja po višjem življenjskem standardu, želja po ugodju, dobičku, želja po boljšem ugledu, večji osebni uspeh itd. Kateri odločitvi bo posameznik dal prednost je odvisno od njegove trenutne situacije –načina in pogleda na življenje, močne želje po spremembi, dobičku, dobrinah, ugledu in tudi od njegove osebnosti.

Nekega splošnega recepta na področju osebnih financ ni. Kar je dobro in priporočljivo za določenega posameznika ni nujno enako dobro in koristno za drugega. Strokovnjaki priporočajo za učinkovito in lažje upravljanje premoženja enkrat letno sestaviti bilanco stanja osebnega premoženja. V primeru izredno dejavnega investiranja pa je to smotrno storiti pogosteje.

Zapis finančnih obveznosti in premoženja (tabela 1) nam da vpogled v vse tekoče prihodke in odhodke. Med drugim nas spomni na tiste »skrite« potenciale in obveznosti, na katere sicer ne bi pomislili vsak dan. Predstavlja izhodišče za določanje ciljev upravljanja premoženja. Razlika med vso vrednostjo premoženja in obveznostmi nam da približno oceno neto vrednosti premoženja. Pri oblikovanju bilance je smiselno pri prihodkih upoštevati bruto zneske, pri odhodkih pa davke in prispevke.

Tabela 1 Osebno premoženje in obveznosti

FINANČNO PREMOŽENJE	FINANČNE OBVEZNOSTI
• **Bančne vloge** (vezana sredstva, povprečno stanje na tekočem računu) • **Vrednostni papirji** (delnice, obveznice, naložbe v vzajemne sklade) • **Drugi lasntniški deleži v podjetjih** (d.n.o.) • **Vrednost premij življenjskega zavarovanja** • **Vrednost premij pokojninskega zavarovanja** • **Vrednost nepremičnin** (hiše, stanovanja, vikenda, parcele,...) • **Vrednost premičnin** (avtomobila, plovila, umetnin, nakita,...) • **Odobrena posojila**	• **Najeta posojila** • **Neporavnane obveznosti kreditnih kartic** • **Drugi dolgovi** (obveznost do delodajalcev – štipendije oziroma šolnine, posojila sorodnikov,...) • **Neplačan del lizinga** • **Morebitno doplačilo dohodnine**
SKUPNA VREDNOST	**SKUPNA VREDNOST**

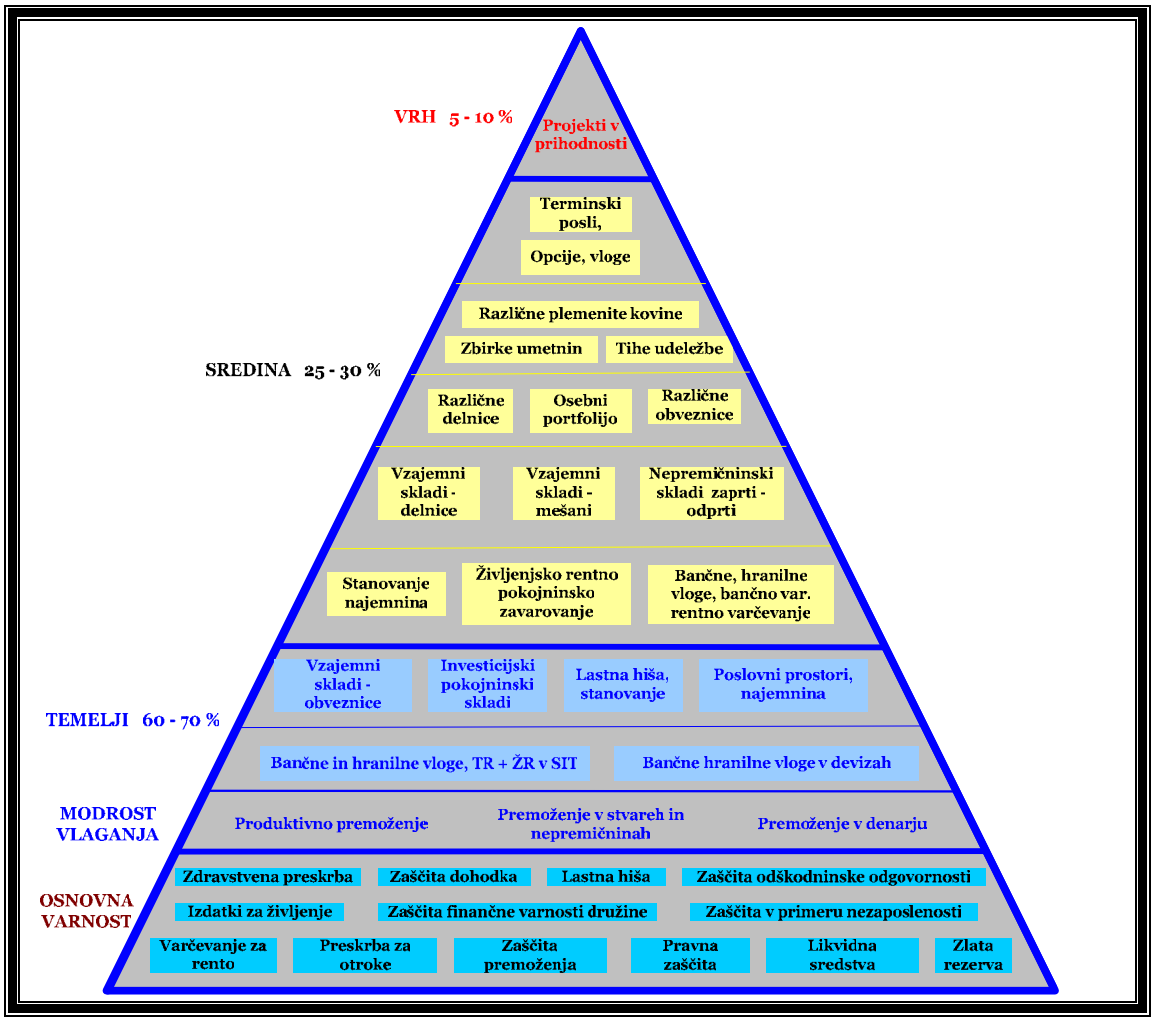
Vir: Groznik, 2001, str.10.

Ljudje ne kupujemo z razumom, temveč s čustvi, zato nakup kaj hitro postane nepremišljen. Z rednim zapisovanjem v bilanco premoženja lahko posameznik opazi primere svoje neracionalne porabe denarja. S temeljitim načrtovanjem, spremljanjem in nadzorovanjem pa se lahko temu v prihodnosti izogne. Vsekakor je umetnost obvladovati življenjske stroške.

V osnovi mora vsak delovno sposoben in aktiven posameznik v prvi vrsti postaviti finančne temelje, ki predstavljajo osnovno finančno varnost. Cilji, življenjske situacije in življenjski slog mu narekujejo višino finančne varnosti. Cilj posameznika je povečevati finančno varnost iz leta v leto in tako odpraviti eksistenčni strah in si ustvariti določeno mero varnosti. Šele ko je posameznik poskrbel za osnovne temelje njegovega premoženja, je priporočljivo in hkrati smiselno, da začne ustvarjati dodatno premoženje z ustrezno razpršitvijo naložbenega kapitala.

Z rastjo premoženja postanejo ponavadi življenjski cilji bolj razkošni. Če ima posameznik že veliko ustvarjenega premoženja, ima manjše potrebe po varčevanju za osebno finančno varnost, zato pa večjo potrebo po vzdrževanju ravni premoženja. Iz piramide premoženja (slika 1) je jasno razvidno, da naj bi varčevalec namenil okrog 10 % finančnih presežkov v najbolj tvegane naložbe (terminski posli), okrog 30 % v srednje tvegane naložbe (dinamične vzajemne sklade, delnice,....) in večino finančnih presežkov v varne naložbe kot so nepremičnine, vzajemni skladi, bančne vloge itd.

Slika 1 Premoženjska piramida



Vir: KD Concorde, 1998, str.1.

Ustvarjanje baze finančnih podatkov in osebnih analiz je vsekakor koristno. Pri tem si lahko posameznik pomaga z izobraženim in izkušenim svetovalcem za osebne finance, ki ga kar najhitreje seznani s prednostmi in slabostmi posamezne oblike naložbe, modro upravlja z njegovim premoženjem ter mu glede na situacijo v kateri trenutno je, svetuje zanj najbolj optimalno naložbo.

3. FINANČNI TRGI

3.1. OPREDELITEV IN POMEN FINANČNEGA TRGA

Finančni sistem je pomemben del narodnega gospodarstva. Poglavitna naloga finančnega sistema, ki ga sestavljajo finančne institucije in finančni trgi, je vzpostavitev povezave med varčevalci in investitorji. Njegova kakovost je odvisna od ustrezno urejenih razmerij na trgu in pravilno oblikovanih zakonskih okvirjev.

Finančni trgi s finančnimi institucijami predstavljajo mehanizem, ki omogoča prenos prihrankov od tistih ekonomskih subjektov, ki varčujejo (običajno je to prebivalstvo), na tiste, ki investirajo v produktivne namene (običajno je to gospodarstvo). Gre za prenos tistega dela prihrankov ekonomskih subjektov, ki ga le-ti ne porabijo za svoje nefinančne naložbe (nepremičnine, oprema, znanje). Ta del prihrankov imenujemo finančni prihranki (Mramor, 1993, str.65).

Današnji finančni trg je po obsegu globalen in je eno najhitreje razvijajočih se gospodarskih področij. Tu se vsak dan pojavljajo novi instrumenti, s katerimi poskušajo finančne institucije, podjetja, država in ostali pritegniti investitorje, da bi svoje prihranke naložili prav v njihove finančne instrumente. Prenos finančnih prihrankov lahko poteka neposredno ali posredno od končnih varčevalcev na končne investitorje. Posreden prenos poteka preko finančnih posrednikov, finančnih institucij, ki posredno prenašajo finančne presežke od končnih varčevalcev na končne investitorje.

Ekonomska funkcija finančnih trgov je torej omogočanje takšnega prenosa prihrankov od varčevalcev na investitorje, da bodo prihranki uporabljeni ekonomsko učinkovito. S tem se večata premoženje in potrošnja varčevalcev, investitorjev in celotne ekonomije (Mramor, 1993, str.67).

3.2. DELITEV FINANČNEGA TRGA

Finančne trge lahko razvrstimo v skupine na različne načine. Najširša delitev, ki se tudi največkrat pojavlja v literaturi, je delitev finančnega trga na denarni trg in trg kapitala.

Trga se med seboj razlikujeta glede na rok prenosa finančnih sredstev od suficitnih k deficitnim celicam na finančnem trgu. Pomemben most med denarnimi trgi in trgi kapitala predstavljajo nekatere finančne institucije, predvsem poslovne banke.

3.2.1. TRG DENARJA

Trg denarja je del finančnega trga na katerem se trguje s kratkoročnimi finančnimi instrumenti. To so kratkoročna posojila in vrednostni papirji, ki imajo do dospetja manj kot eno leto. Tipični kratkoročni vrednostni papirji so: blagajniški zapisi (izdajajo jih centralna banka in poslovne banke), komercialni zapisi (izdajajo jih nebančni izdajatelji) in zakladne menice kot državni vrednostni papir (Jašovič, 2000, str.76).

Denarni trg omogoča prenos velikih vsot denarja od varčevalca k investitorju v razmeroma kratkem času in z relativno nizkimi stroški ter predstavlja vlagatelju glavni vir in pretok denarnih sredstev, s katerim ohranja likvidnost (plačilno sposobnost), ki je v razvitem tržnem gospodarstvu ključna prednost. Na trgu denarja ima torej denar predvsem funkcijo plačilnega sredstva.

Pomembni udeleženci na denarnem trgu so vsi subjekti, ki kakorkoli sodelujejo v trgovanju z denarjem. To so centralna banka, poslovne banke, velike finančne in nefinančne korporacije, posredniške institucije (brokerji) ter posamezniki.

Nedvomno ima priviligiran položaj centralna banka. S spretno in učinkovito uporabo finančnih instrumentov uravnava količino denarja v obtoku, dosega pravo raven obrestnih mer in spreminja ceno, po kateri se poslovne banke lahko zadolžijo pri njej ter višino rezerv, ki jih morajo le-te držati v odnosu do depozitov (Prohaska, 1999, str.10).

3.2.2. TRG KAPITALA

V širšem smislu se na trgu kapitala odvijata ponudba in povpraševanje po dogoročnih finančnih sredstvih (rok, daljši od enega leta). Trg kapitala se deli na trg dolgoročnih posojil in trg vrednostnih papirjev (Prohaska, 1999, str.11).

Trg vrednostnih papirjev delimo na primarni in sekundarni trg in še nadalje na tercialni in kvartalni trg (Bohorč, 2001, str.2).

Primarni trg vrednostnih papirjev je namenjen novoizdanim (emisijskim), prvič ponujenim vrednostnim papirjem. Cilj posameznika, podjetja, banke ali državne institucije je z izdajo vrednostnega papirja priti do denarja za financiranje svojih izdatkov.

Sekundarni finančni trg je namenjen trgovanju z že obstoječimi finančnimi oblikami. Vrši se takoimenovana preprodaja vrednostnih papirjev in menjava lastništva. Segmentiran je na trg obveznic, trg dolgoročnih obveznic in delnic različnih podjetij, trg obveznic občin in države.

O terciarnem trgu kapitala govorimo, ko gre za prodajo vrednostnih papirjev podjetij, ki sicer kotirajo na borzi, preko bančnih okenc. To poteka v neposrednih, telefonskih ali računalniških povezavah med finančnimi posredniki in agenti.

O kvartalnem trgu govorimo, ko se prodajajo vrednostni papirji institucionalnim varčevalcem (neporedni stiki med korporacijami).

Na trgu dologoročnih posojil se srečujemo z dolgoročnimi posojili in trajnimi posojili, kjer posojilodajalec postane lastnik podjetja. Pri tem gre za bilateralne kreditne odnose.

Sredstva, vložena na trgu kapitala imajo predvsem naložbeno funkcijo, ki naj bi zagotovila vlagatelju večji donos (Špec, 1996, str.23). Osnovni namen trga kapitala je spodbuditi in povečati obseg varčevanja ter usmeritev v najbolj produktivne naložbe.

3.3. FINANČNE INSTITUCIJE

Za večji in učinkovitejši prenos finančnih prihrankov so na trgu potrebne finančne institucije. Finančne institucije se ukvarjajo s proizvodnjo in prodajo finančnih oblik in/ali storitev. Njihova premoženjska bilanca vsebuje med aktivi predvsem finančno premoženje in med pasivi predvsem dolgove.

Varčevalcem prinašajo določene prednosti - večjo kvaliteto naloženih prihrankov. Finančne institucije so veliko bolje usposobljene za izbiro kvalitetnih investitorjev in leti imajo bistvene večje možnosti razpršitve finančnih prihrankov varčevalcev na večje število investitorjev (Mramor, 1993, str.86).

Finančne institucije lahko razdelimo v različne skupine glede na različne kriterije.

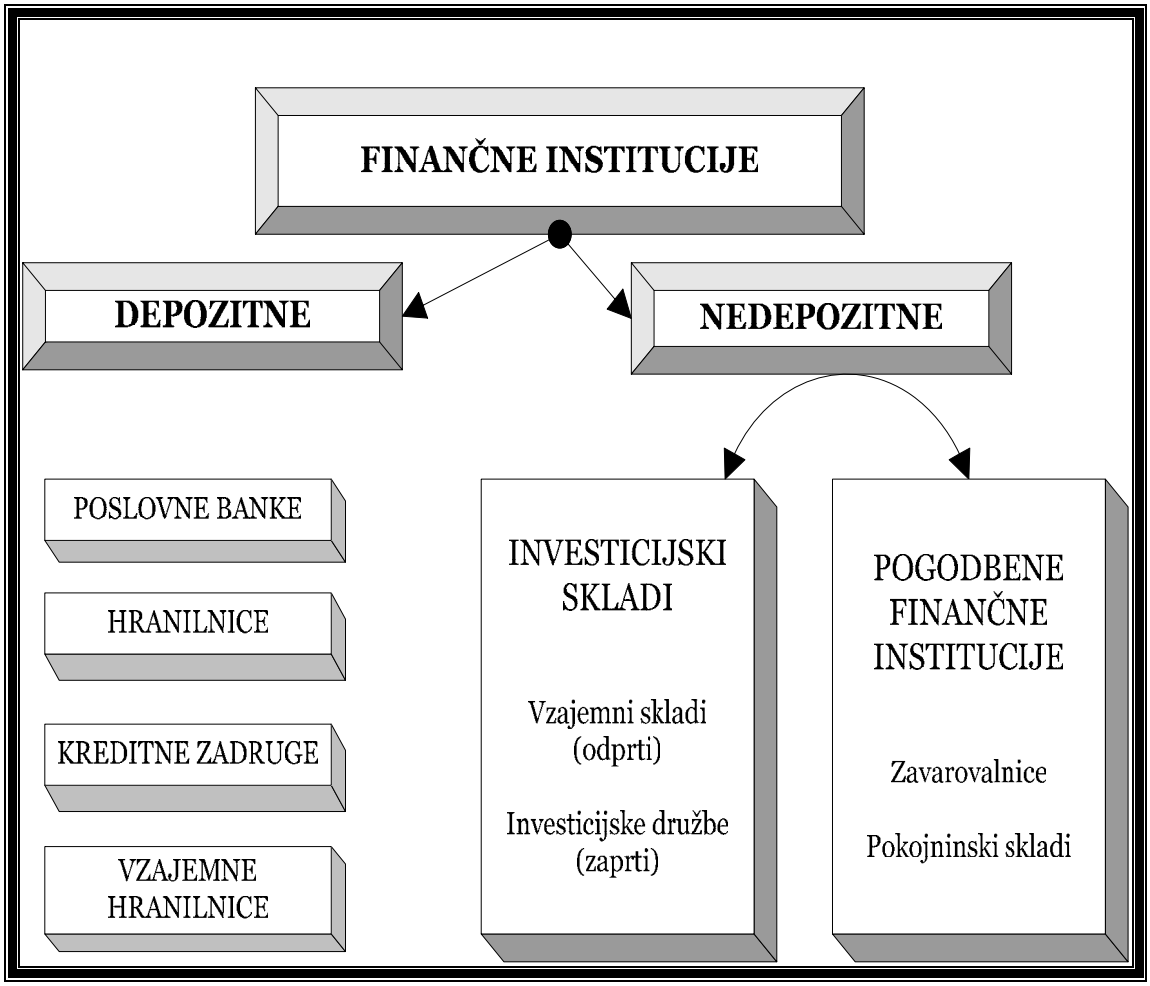
Tako delimo finančne institucije glede na dva principa (Dimovski, 1996, str.3):

- Funkcionalnem načelu in
- institucionalnem kriteriju.

Po institucionalnem kriteriju delimo finančne institucije na finančne posrednike in agentske finančne institucije, med katere uvrščamo investicijske banke, ki pomagajo podjetjem pri emisiji denarja, in brokerje, ki so specializirani za tveganje z vrednostnimi papirji.

Po funkcionalnem kriteriju pa razdelimo obstoječe finančne institucije na depozitne finančne institucije oziroma institucionalne investitorje in nedepozitne oziroma investicijske finančne institucije (slika 2), ki se med seboj razlikujejo po na načinu zbiranja prihrankov.

Slika 2 Delitev finančnih institucij glede na način zbiranja prihrankov



Vir: Mramor, 1993, str.90.

Skupna lastnost **depozitnih finančnih institucij** je sprejemanje vlog varčevalcev. Varčevalcem ponujajo različne račune, na katere vlagajo svoje prihranke pod različnimi pogoji (donosnost, dospetje, možnost dviga itn.). Zbrane finančne prihranke prenašajo naprej na investitorje, največkrat v obliki posojil. Višina obrestne mere za bančne vloge je določena vnaprej.

Za razliko od depozitnih finančnih institucij **nedepozitne finančne institucije** ne sprejemajo vlog varčevalcev, temveč ustvarjajo sredstva z izdajanjem delnic in obveznic (investicijski skladi) ali sklepajo z varčevalci posebne pogodbe, v katerih se zavežejo, da bodo prihranke varčevalcev posredovale najboljšim investitorjem, ki bodo zagotavljali kar najoptimalnejši donos na prihranke ter likvidnost naložbe (pogodbene finančne institucije).

Slovenija bo postala enakopravna članica Evropske unije. To pomeni skupen evropski trg kapitala, slovenske vlagatelje bo varovala skupna evropska zakonodaja, pojavili se bodo novi motivi varčevanja, nova delovna mesta, študij v tujini, bivanje v tujini, odpravljen bo problem majhnosti trga in še več. Evropska družba bo povzročila povečanje podjetniške kulture, poslovne zanesljivosti in poštenosti. Pred vrati so torej novi izzivi, nove priložnosti, tuji predlogi, ponudbe in še kako pomembna odprta vprašanja države in finančnih institucij, kako obdržati nacionalno pripadnost investitorjev.

4. VRSTE NALOŽB

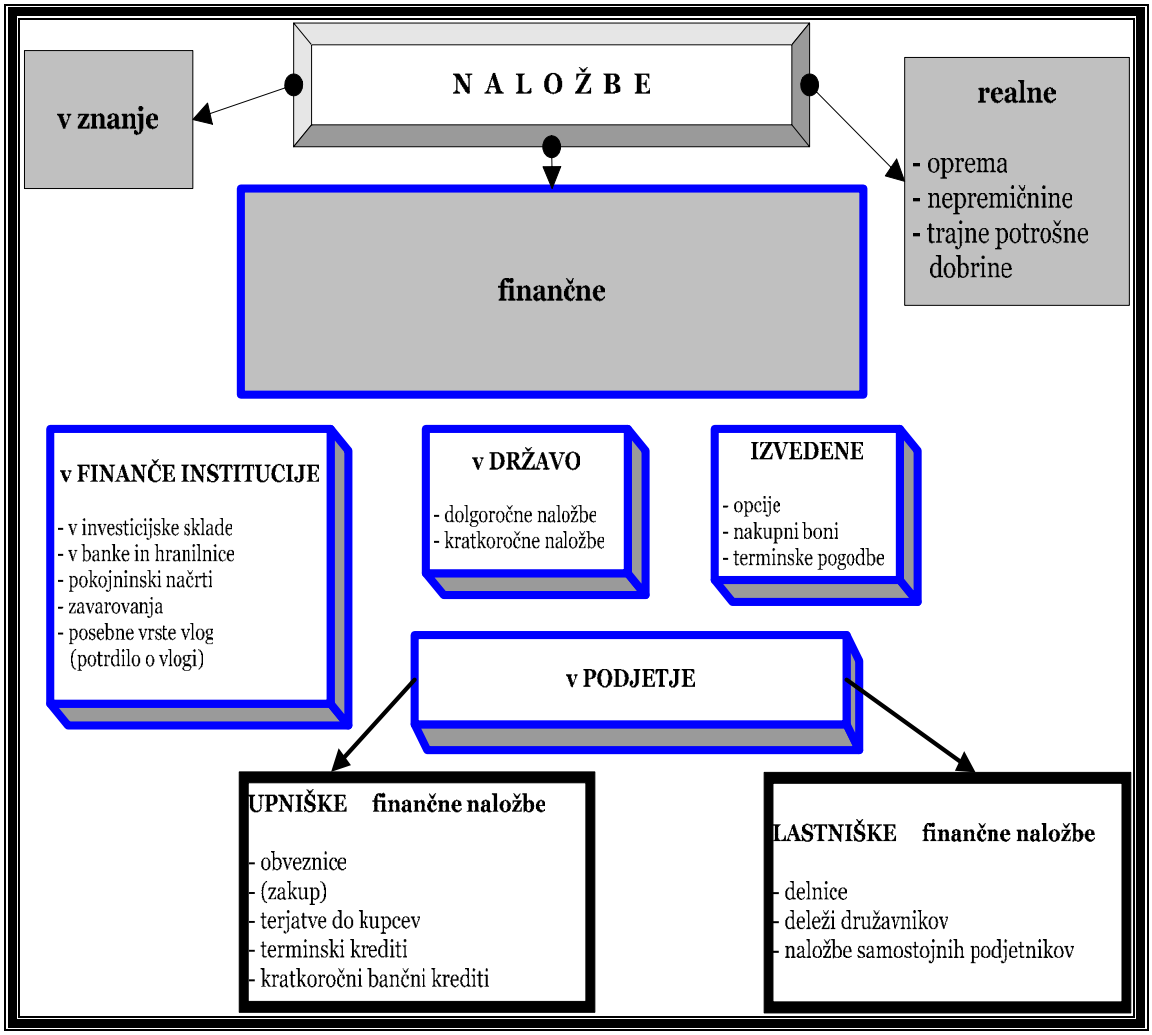
4.1. TEMELJNA DELITEV NALOŽB

S svojo dejavnostjo posamezniki pridobivajo denarna sredstva, ki jih delno porabijo za tekočo potrošnjo, preostali del, takoimenovane prihranke, pa lahko naložijo. Prihranke lahko naložijo realno ali finančno, in to bodisi neposredno ali posredno preko finančnih institucij. Če posameznik prihranke uporabi za nakup dolgoročnih realnih dobrin, govorimo o realnih naložbah, če pa prihranke prenese na druge ekonomske subjekte, je prenos v sodobnih ekonomijah praviloma finančne narave, zato govorimo o finančnih naložbah (Mramor, 1993, str.111).

Vsako leto se pojavi cela vrsta novih finančnih naložb. Finančne institucije, podjetja kot tudi država ponujajo vlagatelju pestro izbiro finančnih naložb za izdelavo osebnega premoženjskega načrta. Poiskati si mora finančni program, ki mu omogoča najbolj optimalno rešitev finančne varnosti in uresničitev ciljev, ki si jih je zastavil. Ob tem se mora zavedati, da zastopniki bank, zavarovalnic in drugih finančnih institucij ne delajo le za interes vlagatelja, temveč tudi za svoj interes in interes delodajalca.

Na sliki 3 je prikazana temeljna delitev naložb na realne naložbe, finančne naložbe in naložbe v znanje. Finančne naložbe so nadalje razvrščene glede na izdajatelja.

Slika 3 Temeljna delitev naložb



Vir: Mramor, 1993, str.112.

Podrobneje si bomo pogledali le nekatere za male vlagatelje najbolj zanimive in dostopne vrste finančnih naložb in sicer:

- **Bančne vloge,**
- **lastniške vrednostne papirje in lastniške deleže v podjetjih, ki niso delniške družbe,**
- **obveznice in kratkoročni dolžniški vrednostni papirji,**
- **naložbe v investicijske sklade,**
- **police dodatnega pokojninskega zavarovanja in druga zavarovanja.**

4.2. BANČNE VLOGE

O bančni vlogi ali depozitu govorimo, ko vlagatelj položi denar na račun pri banki, banka pa se obveže, da mu denar z obrestmi vrne v dogovorjenem času. Banke varčevalcem nudijo vloge na vpogled in vezane vloge. Pri vlogah na vpogled vlagatelj kadarkoli svobodno dvigne denar s svojega računa, medtem ko lahko pri vezanih vlogah denar dvigne šele po koncu dogovorjenega obdobja ter za svojo vlogo prejme ustrezno višjo obrestno mero. Višina obrestne mere narašča s povečevanjem dobe vezave sredstev. Pomembni prednosti bančne vloge sta neobdavčenost obresti na vloge za zdaj in jamstvo za izplačilo vlog, ki ga banka nudi svojim strankam, če le-ta zaide v stečajni postopek. Višina jamstva je omejena navzgor. Sistem jamstva za vloge upošteva nevarnosti moralnega tveganja, preprečuje nepremišljen množični dvig vlog in pomembno povečuje zaupanje prebivalcev v bančni in finančni sistem.

4.3. DELNICE IN LASTNIŠKI DELEŽI V PODJETJIH, KI NISO DELNIŠKE DRUŽBE

Delnica je lastniški vrednostni papir, ki izdajatelju (podjetju) pomeni trajen vir sredstev, lastniku delnice pa »solastništvo« podjetja s trajno udeležbo na dobičku (v obliki dividend in/ali povečanja tržne vrednosti delnic) in pravico voljenja upravnega odbora ter glasovanja o nekaterih najpomembnejših poslovnih odločitvah podjetja (Mramor, 1993, str.114). Izdajatelji lastniških vrednostnih papirjev se ne zavezujejo, da bodo delničarjem v določenih rokih plačali določene znenske. Pri izdaji novih delnic ima imetnik lastniškega vrednostnega papirja predkupno pravico. Ob prenehanju poslovanja podjetja pa je upravičen do sorazmernega deleža sredstev, ki so ostala potem, ko so bile poplačane vse obveznosti podjetja. Ločimo navadne in prednostne delnice. Navadne delnice prinašajo imetniku polno pravico do glasovanja (»ena delnica, en glas«) in vso pravico pri delitvi dobička v obliki dividend ali v obliki nadaljnih investicij. Na drugi strani pa imetniki navadnih delnic pridejo na vrsto za izplačilo pri stečaju oziroma likvidaciji kot zadnji. Podobno kot obveznice, prinašajo prednostne delnice vnaprej določeno dividendo, ne glede na uspeh podjetja in imajo omejene pravice glasovanja. V primeru stečaja imajo pri izplačilu prednostne delnice prednost pred navadnimi delnicami. V primeru slabega poslovanja podjetja (izguba) se neizplačane dividende iz naslova prednostnih delnic zbirajo (seštevajo) in morajo biti izplačane takoj (tekoče prednostne dividende in za nazaj), ko podjetje ustvari dobiček.

Za naložbo v lastniške deleže v podjetjih, ki niso delniške družbe, se vlagatelj odloči z namenom neposrednega upravljanja podjetja ali celo zaposlitve v njem.

4.4. OBVEZNICE IN KRATKOROČNI DOLŽNIŠKI VREDNOSTNI PAPIRJI

Poleg delnic so obveznice zelo primerna dolgoročna oblika naložbe. Izdajatelj obveznice je po vsebini posojilojemalec, kupec pa posojilodajalec. Značilnost obveznice je, da njihov imetnik dobi za dobo do dospelosti obveznice redno izplačane kupone z vnaprej določeno obrestno mero. Ob dospetju se vse obveznice izplačajo v nominalni vrednosti. Nakupna vrednost obveznice je odvisna od ponudbe in povpraševanja. Obveznice se vrednotijo tako, da se sprva ugotovi časovni razpored vseh plačil obresti in plačila glavnice, nato pa se ti denarni tokovi diskontirajo (prevedejo na danes) glede na ustrezno zahtevano stopnjo donosa, ki je odvisna od tveganosti naložbe. Imetnik obveznice ima možnost na organiziranem trgu (borzi) prodati obveznico tudi pred rokom dospelosti (nad enim letom), torej kadarkoli. Pri nas se pojavljajo državne obveznice, predvsem obveznice bank in obveznice podjetij. Državne obveznice so od vseh obveznic najvarnejša naložba z najmanjšim donosom. Pomembna prednost državnih obveznic pred vsemi ostalimi je v tem, da so kapitalski dobički izvzeti pri napovedi davka in tudi nakup obveznice se šteje v 3 % davčno olajšavo pri napovedi dohodnine. Obveznice bank so bolj tvegane in bolj donosne. Obveznice podjetij so sicer najbolj tvegane od prejšnjih dveh, vendar ponujajo nekoliko višjo donosnost.

Kratkoročni dolžniški papirji imajo ob izdaji dospetje do enega leta in so takoimenovani diskontni vrednostni papirji, kar pomeni, da ob dospetju varčevalec dobi vrnjeno glavnico, na katero je nominiran tak vrednostni papir, obresti pa medtem ne dobiva. Njihova cena je nižja od nominalne vrednosti. Višja kot bo zahtevana stopnja donosnosti, višji bo diskont. Sedaj so najpomembnejši kratkoročni dolžniški papir na domačem trgu zakladne menice, ki jih izdaja zakladnica ministrstva za finance, pred tem so bili blagajniški zapisi Banke Slovenija.

4.5. NALOŽBE V INVESTICIJSKE SKLADE

Investicijski skladi zbirajo prihranke fizičnih in pravnih oseb ter jih vlagajo v depozite bank, dolžniške in lastniške vrednostne papirje države, podjetij, manj pa tudi v nepremičnine in umetniška dela (Berk, 2001, str.53). V skladu se tako nabere več sredstev, kot jih je sposoben nabrati posameznik. Investicijski skladi nudijo posameznikom z manjšimi prihranki možnost postati posredni solastnik podjetij, ne da bi se zaradi tega izpostavili velikemu tveganju. Skladi mu zagotavljajo varno naložbo prek diverzifikacije naložbe, poleg tega je upravljanje njegovega premoženja v rokah profesionalcev.

Investicijski skladi se delijo na odprte ali vzajemne in zaprte investicijske sklade. V svetu imajo vzajemni skladi že dolgoletno tradicijo, pri nas pa je proces lastninjenja

povzročil prevlado zaprtih skladov. Dolgoročno pri nas pričakujemo podoben razvoj kot v svetu, saj so vzajemni skladi ustreznejša oblika dolgoročnejšega varčevanja.

Zaprtim skladom se ob njihovem nastanku določi velikost sklada in s tem v zvezi število delnic ali certifikatov, ki se bodo izdali. Varčevalec pride do denarja tako, da na sekundarnem trgu kapitala proda delnico ali certifikat sklada. Vzajemni sklad je premoženje, ki ga sestavljajo naložbe v prenosljive vrednostne papirje in je bilo financirano z denarjem fizičnih in pravnih oseb ter je v lasti teh oseb.

Vzajemni sklad ni pravna oseba in se oblikuje in upravlja izključno v korist imetnikov. Premoženje sklada je razdeljeno na enake enote (točke). Investicijski kupon vzajemnega sklada je neprenosljiv imenski vrednostni papir, ki se glasi na eno ali več točk vzajemnega sklada. Imetniku daje pravico do sorazmernega dela čistega dobička iz naložb vzajemnega sklada, pravico do sorazmernega dela vrednosti sredstev ob likvidaciji vzajemnega sklada in pravico, da mu družba za upravljanje na njegovo zahtevo izplača vrednost predloženega investicijskega kupona. Kuponi so varno, v nematerializirani obliki, shranjeni pri klirinško-depotni družbi. Vrednost točke sklada upravitelj izračunava vsakodnevno tako, da čisto vrednost sredstev sklada deli s številom točk v obtoku. Vrednost svojega premoženja lahko vlagatelj dnevno spremlja v vseh večjih časopisih in na vseh pooblaščenih vpisnih mestih v takoimenovani tečajnici vzajemnih skladov.

Vzajemni skladi so v letih 1997 do 2000 dosegali v povprečju boljše rezultate od povprečnega slovenskega borznega indeksa. Pozitivni učinki so nedvomno sad razpršenosti naložb in aktivne politike upravljanja portfelja vzajemnih skladov, kar se kaže v dinamičnem prilagajanju strukture premoženja. Vsekakor so vzajemni skladi najprimernejša oblika združevanja kapitala manjših investitorjev, zato bodo verjetno tudi prevladujoča oblika. Z odpiranjem kapitalskih trgov se bodo verjetno pri nas pojavile možnosti za investicije v sklade s tujo aktivo, kar bo možnost diverzifikacije še povečalo (Pahor, 2000, str.105).

4.6. POLICE DODATNEGA POKOJNINSKEGA ZAVAROVANJA IN DRUGA ZAVAROVANJA

1.1.2000 je v veljavo stopil nov zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju, ki je dal nove smernice na področju zavarovanja. Prvi steber pokojninske ureditve še vedno predstavljajo zbrana sredstva v pokojninskih skladih. To so plačani prispevki zaposlencev in podjetij zavodu za pokojninsko in invalidsko zavarovanje. Pokojninski skladi vplačila svojih strank razpršijo na več naložb od bančnih vlog do vrednostnih papirjev države, lokalnih oblasti podjetij. Pri osebnih zavarovanjih je predmet zavarovanja finančno tveganje posameznika ali partnerjev. Med osebna zavarovanja

poleg osnovnega pokojninsko-invalidskega zavarovanja štejemo zdravstvena zavarovanja, raznovrstna življenjska, nezgodna ter rentna zavarovanja (varčevanja). Zavarovalnice imajo v svoji ponudbi tudi kombiniran paket zavarovanj.

Življenjsko zavarovanje je pomemben sestavni del osebne socialne varnosti. Posameznik mora biti zavarovan za pravo višino zavarovalne vsote. Prevelika višina zavarovalne vsote povzroča nepotrebne stroške, premajhna v primeru zavarovalnega dogodka padec po socialni lestvici. Izračun zavarovalne vsote je priporočljiv z upoštevanjem mesečnega ali letnega dohodka zavarovanca. Zavarovalna vsota se izračuna po tablicah smrtnosti. Tablice umrljivosti se spreminjajo glede na statistične podatke o umrljivosti v posamezni državi. Iz tega sledi, da se le-te razlikujejo po državah. V ceno zavarovanja so vključeni stroški sklepanja in vodenja zavarovanja, stroški pozavarovanja in drugi manjši stroški. Minimalna zavarovalna vsota se nanaša na zaščito dohodkov in se priporoča osebam, ki v primeru svoje smrti povzročijo svojim najbližjim občuten padec po socialni lestici. Zavarovanje se sklene ločeno moški in ženske ali tako, da se vzajemno zavaruje partnerja (družinskega ali poslovnega). V slednjem primeru zavarovalnica izplača zavarovalno vsoto samo za prvi škodni primer, običajno preživelemu partnerju. V primeru smrti obeh, zavarovalnica izplača eno zavarovalno vsoto zakonitim dedičem. Zavarovalna pogodba življenjskega zavarovanja velikokrat služi tudi kot sredstvo za zavarovanje terjatev pri najemanju kreditov, ponavadi z višino odkupne vrednosti police. Ob koncu zavarovalne dobe zavarovalnica izplača zavarovancu ustrezno zavarovalno vsoto in predvidene dobičke. Zavarovanec lahko zahteva izplačilo v enkratnem znesku ali rentna mesečna izplačila, kjer prepusti zavarovalnici svoj denar, da ga še naprej plemeniti v zavarovančevo in predvsem svojo korist. 20 % premije je namenjeno pokrivanju rizika smrti, osemdeset odstotkov premije pa predstavlja varčevalni del. Vedeti je potrebno, da zavarovalnica preden sklene pogodbo, preveri posameznikovo zdravstveno stanje. Posameznik mora biti izredno pozoren pri sklepanju pogodbe z zavarovalnico o inflacijskem obvladovanju pogodbe, saj gre za dolgoročne naložbe.

Invalidsko nezgodno zavarovanje je priporočljivo osebam, ki bi v primeru nezgode (posledica je invalidnost) padli po socialni lestvici in tako ne bi mogli samostojno pokrivati vseh osnovnih finančnih obveznosti. Med njih štejemo delovno aktivne posameznike, otroke in tudi upokojence. Nezgodno zavarovanje je lahko samostojen paket ali je dodan pogodbi o življenjskem zavarovanju. Z njim se ima zavarovanec možnost zavarovati za primer nezgodne smrti, invalidnosti, bolniških in dnevnih odškodnin. Vsebuje dodatke z bolečinami ali brez njih, rehabilitacijo, nego v zdravilišču. Pri temeljitem izračunu svoje optimalne zavarovalne vsote življenjskega in nezgodnega zavarovanja naj bi se ob sklepanju zavarovalne pogodbe, in ob škodnem dogodku, upoštevalo čim več faktorjev, ki vplivajo nanjo. Smotrno je skleniti zavarovalno pogodbo, ki omogoča prilagajanje (fleksibilnost) zavarovalne vsote zaradi sprememb, ki spremljajo posameznika na življenjski poti.

Za razliko od osnovnega življenjskega in nezgodnega zavarovanja, so rentna varčevanja namenjena izključno varčevanju in ne pokrivanju nevarnosti. Obstaja več različic rentnega varčevanja. Prva možnost je, da varčevalec položi enkraten znesek denarja in zahteva takojšnje izplačevanje rente. Druga možnost je mesečno, kvartalno, polletno ali letno vplačevanje, pri katerem lahko zahteva izplačilo v enkratnem znesku ali mesečne rente. Ločimo dosmrtno in časovno omejeno rento. V primeru dosmrtne rente zavarovalnica izplačuje rento upravičencu do konca življenja ali pa gre za dedovanje rente ob prezgodnji smrti. Pri časovno omejeni renti zavorovalnica izplačuje rento v dogovorjenem časovnem obdobju (5, 10, 15 20 ali več let), v primeru smrti zavarovanca pa se deduje.

Z letošnjim letom so se na slovenskem trgu pojavila zavarovanja s prevzemom tveganja naložbe, pri katerem za razliko od klasičnega življenjskega zavarovanja zavarovanec sam odloča o stopnji tveganja naložbe. Skoraj vse evropske zavarovalnice tržijo takoimenovane fond police, kjer se zavarovanja nalagajo izključno, na željo zavarovanca, v določen vzajemni sklad. Na ta način omogočajo posamezniku optimalno prilagajanje zavarovalne vsote potrebam po osebnem zavarovanju in ustrezno obliko varčevanja in davčne prednosti, saj gre za zavarovalni produkt. Vedeti pa moramo, da je takšen produkt za zavarovalnice manj profitabilen, je pa toliko bolj zanimiv za lastnike zavarovalnic.

4.7. PRIMERNOST NALOŽBE GLEDE NA FINANČNI CILJ

Najtežja je prav gotovo odločitev o tem, katera oblika varčevanja bo varčevalca privedla do zaželenega standarda. Možnosti za varčevanje je namreč veliko, katero bo izbral, je odvisno predvsem od njegovih pričakovanj. Velika pričakovanja, ob razmeroma skromnih vložkih, silijo varčevalca k naložbam, ki ponujajo visoko pričakovane donose. Glavna težava tovrstnih naložb pa je prav gotovo visoka stopnja tveganja.

Če vzamemo za primer gospodinjstvo, ki se po premožnosti uvršča med zgornjo četrtino, tabela 2 v nadaljevanju ponazarja glavne skupine finančnih naložb, ki so gospodinjstvu na voljo in njihovo primernost pri varčevanju za doseganje različnih finančnih ciljev.

Tabela 2 Glavne skupine finančnih naložb in njihova primernost pri varčevanju za doseganje različnih finančnih ciljev

Naložbena skupina	Finančni cilj	Primernost naložbe
Denarne rezerve	Doseganje osnovne finančne varnosti	zelo primerna
(bančni depoziti, državni kratkoročni vrednostni papirji)	Kratkoročni in srednjeročni finančni cilji	zelo primerna
	Pokojninsko varčevanje	manj primerna
	Nakup nepremičnine	srednje primerna
	Nakup večjih luksuznih dobrin	manj do srednje primerna
	Šolanje otrok	manj do srednje primerna
	Prejemanje rednih dohodkov	srednje primerna
Obveznice	Doseganje osnovne finančne varnosti	srednje primerna
	Kratkoročni in srednjeročni finančni cilji	manj do srednje primerna
	Pokojninsko varčevanje	srednje do zelo primerna
	Nakup nepremičnine	srednje primerna
	Nakup večjih luksuznih dobrin	srednje primerna
	Šolanje otrok	srednje primerna
	Prejemanje rednih dohodkov	zelo primerna
Delnice	Doseganje osnovne finančne varnosti	neprimerna
	Kratkoročni in srednjeročni finančni cilji	neprimerna
	Pokojninsko varčevanje	srednje do zelo primerna
	Nakup nepremičnine	manj do srednje primerna
	Nakup večjih luksuznih dobrin	srednje do zelo primerna
	Šolanje otrok	srednje do zelo primerna
	Prejemanje rednih dohodkov	manj do srednje primerna

Vir: Kleindienst, 2001, str.31.

5. DEJAVNIKI IZBORA NALOŽB

5.1. ELEMENTI VARČEVANJA

Elementi varčevanja med katere uvrščamo varnost (odnos do tveganja), donosnost, likvidnost, obveščenost, fleksibilnost, davčne prednosti, dostopnost in zmožnost pomagajo razjasniti varčevalcu, kateri način plemenitenja denarja je zanj najbolj primeren in katere postavke so zanj ključne pri naložbi. Strateško sestavo osebnega premoženja na ta način oblikuje v skladu s svojim osebnim finančnim profilom in finančnimi cilji. Ti elementi posredno nakazujejo tudi karakter varčevalca (konzervativen, dinamičen, nevtralen tip vlagatelja). Nekateri elementi se med seboj izključujejo, še posebej donosnost, likvidnost in varnost. V nadaljevanju si bomo podrobneje ogledali vlagateljev odnos do tveganja in na kakšen način vlagatelj optimira davčne obveznosti ter katere davčne prednosti lahko koristi pri posamezni obliki naložbe.

5.1.1. ODNOS DO TVEGANJA

Tveganje, ki je prisotno v vseh porah ekonomije, je v očeh večine ljudi »temen oblak« nad najpomembnejšimi odločitvami, pa tudi nad dnevnimi dogodki. Nikoli namreč ne vemo zanesljivo, če se bodo naša predvidevanja kaj se bo zgodilo v prihodnosti, uresničila ali ne (Mramor, 1993, str.99). Kako ljudje sprejemajo tveganje? Nagnjenja k tveganju so pri posameznikih različna. Nekateri ne bi nikoli svojih finančnih prihrankov naložili drugam kot na hranilno knjižico v banki, drugi bi izgubili vse svoje prihranke pri igrah na srečo. Na splošno pa velja, da so posamezniki pripravljeni prevzeti tudi večje tveganje pri naložbi v primeru ustrezno višje pričakovane donosnosti.

Večina ljudi ima predstavo, da tveganje pomeni verjetnost neugodnega razvoja dogodkov. Dejansko pa tveganje pomeni verjetnost, da se napoved ne bo uresničila (da pričakovana vrednost ne bo enaka dejanski vrednosti). Torej, če je tveganje naložbe visoko, potem je malo verjetnosti, da bo napoved točna.

Ljudje so si pri odnosu do tveganja različni. Posameznike lahko glede na odnos, ki ga imajo do tveganja, razdelimo v tri skupine (Berk et al., 2002, str.59):

- **Ljubitelji tveganja:** ob neupoštevanju ostalih spremenljivk imajo raje naložbe z večjim tveganjem.
- **Tveganju nenaklonjeni vlagatelji** : ob neupoštevanju ostalih spremenljivk imajo raje naložbe z manjšim tveganjem.
- **Nevtralni vlagatelji**: pri naložbah ne upoštevajo tveganja.

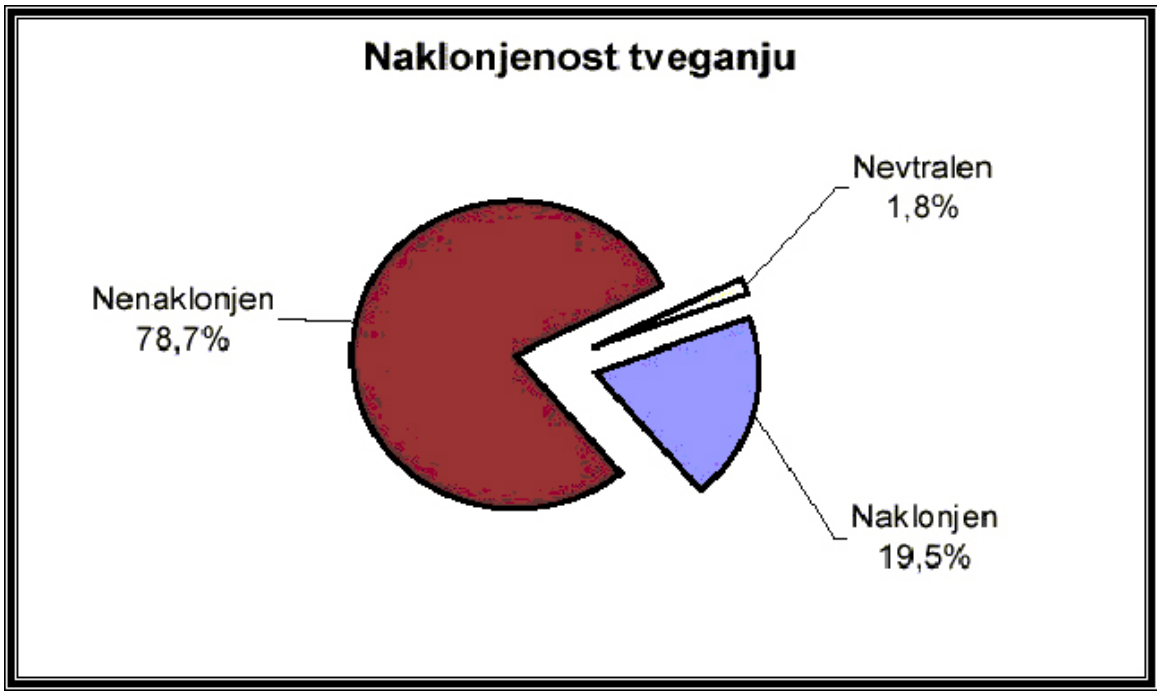
Nagnjenost k tveganju je odvisna večih dejavnikov. McRae omenja štiri (McRae, 1997, str.34):

- **Starost** (Mlajši posamezniki so bolj naklonjeni tveganju, saj imajo še vedno oporo pri starših in največkrat prevzemajo odgovornost le do sebe).
- **Zdravstveno stanje.**
- **Stabilnost zaposlitve in prihodnje možnosti zaposlitve** (Boljše zdravstveno stanje in večja stabilnost zaposlitve vplivata na večjo nagnjenost k tveganju in obratno. Boljše prihodnje možnosti zaposlitve prav tako spodbujajo posameznika k večjemu tveganju).
- **Pretekli dogodki-izkušnje** (Če ima posameznik negativne izkušnje, potem ima tak tudi odnos do tveganja. Tu se izkaže zaupanje vlagateljev v finančne ustanove.).

Odgovornost do drugih oziroma finančna odvisnost od bližnjih (tveganju so bolj naklonjeni tisti, ki niso odvisni od drugih, in tisti, ki so že poskrbeli za osnovno finančno varnost), dohodki oziroma razlika med dohodki in odhodki (večja nagnjenost k tveganju gospodinjstev, katerih mesečni prihranki so manjši) prav tako usmerjajo posameznikovo nagnjenost k tveganju.

Kakšna je nagnjenost slovenskega prebivalstva k tveganju? Slika 4 prikazuje, da so anketirana slovenska gospodinjstva odločno nenaklonjena tveganju (Kleindienst, 1999, str.62).

Slika 4 Nagnjenost slovenskega prebivalstva k tveganju



Vir: Kleindienst, 1999, str.62.

Med slovenskimi gospodinjstvi so manjšo nagnjenost k tveganju pokazala tista gospodinjstva, pri katerih so dohodki nižji oz. katera na mesec najmanj prihranijo (Kleindienst, 1999a, str.62).

Posameznik naj bi sprejemal toliko tveganja, kolikor si ga lahko privošči, ne zgolj na podlagi svojega odnosa do tveganja, temveč glede na naravo svojih ciljev in finančnih razmer. Nenaklonjenost tveganju je težko ocenljiva osebna značilnost. Pred začetkom upravljanja premoženja je priporočljivo, da se sami dodobra izprašamo, kaj želimo doseči, kolikšne izgube smo pripravljeni prenesti, ne da bi bili ogroženi ključni cilji, ali nas bo kakšna naložba stala mirnega spanca ali pa si pomagamo z vprašalnikom (glej PRILOGA1), ki nas ovrednoti in uvrsti v razrede.

5.1.1.1. Katere naložbe so bolj tvegane, katere pa manj?

Na normalno delujočih trgih kapitala prinašajo nadpovprečno tvegane naložbe višjo pričakovano donosnost od podpovprečno tveganih. V prejšnjem stoletju je bila najbolj donosna finančna naložba naložba v delnice, sledijo obveznice, bančne vloge in manj tvegani kratkoročni državni vrednostni papirji kot najmanj donosna naložba. Posebnih sprememb ni zaznati v sedanjosti in verjetno jih tudi v prihodnosti ne bo. Bančne vloge predstavljajo najvarnejšo naložbo, saj sta donos in likvidnost pogodbeno določeni. Varčevalci so ob stečaju banke vsaj deloma poplačani prek sistema zavarovanja bančnih vlog, res pa je, da jim tovrstna naložba ne prinaša zelo visokih donosov. Med najmanj tvegane naložbe prav tako uvrščamo državne vrednostne papirje. Le-tem po tveganosti sledijo dolžniški vrednostni papirji velikih in uspešnih podjetij (Groznik, 2001, str.17) . Vrednost obveznic, s katerimi se trguje na borzi, niha v odvisnosti od gospodarskih razmer v državi in glede na uspešnost poslovanja podjetja ter samega trgovalnega sistema.

Tabela 3 Katere naložbe so bolj tvegane, katere pa manj tvegane?

KATERE NALOŽBE SO BOLJ, KATERE PA MANJ TVEGANE?													
manj tvegane naložbe													
gotovina v nogavici	vpogledne bančne vloge	vezane bančne vloge	državni vrednostni papirji	hipotekarne obveznice	nepremič-nine	podjetniški dolžniški papirji	posojila nebankam	točke vzajemnih skladov	prednostne delnice	redne delnice	deleži v podjetjih	skladi tveganega kapitala	izvedeni finančni instrumenti
													bolj tvegane naložbe

Vir: Groznik, 2001, str.17.

Enako velja za delnice. Le da pri delnicah vlagatelj postane solastnik podjetja in upravičenec do dividende ali likvidacijske vrednosti podjetja. Delnice so, če začasno zanemarimo izvedene vrednostne papirje, med vrednostnimi papirji po tveganju na najvišjem mestu. Naložba v posamezen vrednostni papir je tvegana, saj ob slabšem izdajateljevem poslovanju cena in dobički padajo, vlagatelj pa ima ob tem izgubo. Pri tovrstnih naložbah ni zajamčenih izkupičkov.

Praviloma bi morali z nakupom večjega števila delnic v daljšem obdobju zaslužiti več kot z nakupom dolžniških vrednostnih papirjev (Groznik, 2001a, str.17). Tveganje izgube vlagatelj lahko zmanjša z naložbo v vzajemne sklade, kjer z majhnimi vložki doseže ustrezno razpršitev premoženja na več različnih (trenutno najboljših) vrednostnih papirjev podjetij in ob tem doseže dokaj visoko donosnost naložbe.

Na splošno velja načelo, da daljše kot je obdobje varčevanja oziroma čas do načrtovane dosege finančnega cilja, več tveganja si vlagatelj lahko privošči. Torej daljše je obdobje varčevanja v delnicah, manjša je verjetnost da bodo vlagatelju prinesle negativno donosnost. Tveganje naložbe ima možnost zmanjšati na več načinov, najpomembnejši načini pa so vsekakor znanje in analize, razpršitev premoženja ali zavarovanje pri zavarovalnici.

Odnos do tveganja je eno izmed največjih subjektivnih ovir, s katero se posameznik srečuje pri odločitvi o naložbi svojih prihrankov. Pri razreševanju mu lahko pomaga premoženjski svetovalec.

5.1.2. DAVKI

Pomemben segment varčevanja, ki ga mora vlagatelj dobro poznati in upoštevati je davčna zakonodaja države. Danes je v glavnem splošno sprejeta Gerloffova enciklopedična opredelitev, da so »...davki obvezne dajatve brez neposrednega vračila, ki jih oblastni organi predpišejo drugim ekonomskim subjektom bodisi za kritje javnih finančnih potreb bodisi zaradi uresničevanja drugih javnih ciljev, zlasti s področja ekonomske in socialne politike...« (Rupnik, Stanovnik, 1995, str.18). Plačevanje davka je proces, kateremu se vlagatelj ne more izogniti, lahko pa se prilagodi in izkoristi davčne olajšave, ki mu jih ponuja država.

5.1.2.1. Optimiranje davčnih obveznosti

Osnovni cilj optimiranja davčnih obveznosti je dodatno ustvarjanje in/ali ohranjanje donosa na premoženje. S skupnim imenovalcem bi lahko govorili o maksimizaciji donosa.

Vzporedni cilji optimiranja davčnih obveznosti so (Špes, 2002, str.9):

- **Pravilno, zakonito in pravočasno plačevanje davčnih obveznosti**

S pravilnim, zakonitim in pravočasnim plačevanjem davčnih obveznosti ne ustvarjamo dodatnega dobička, skrbimo pa za njegovo ohranjanje, saj lahko namreč vsakršno nezakonito in nepravočasno plačevanje davčnih obveznosti namreč lahko povzroči dodatne stroške.

- **Izvajanje davčnih izogibov (nikakor davčnih utaj)**

Davčni izogib je zakonsko dopustno dejanje, ko naprimer davčni zavezanec izkoristi davčno olajšavo za znižanje davčne osnove davka od dobička iz naslova investiranja v vrednostne papirje. Lastnik vrednostnega papirja lahko zaobide davčne obveznosti, če proda vrednostni papir po treh letih od nakupa, saj so ustvarjeni dobički v teh treh letih, po tej dobi prosti davka.

Z davčno utajo se krši zakonski predpis v primeru navajanja neresničnih podatkov, z goljufivo samoobdavčitvijo, s premajhnim obračunom davkov po odbitku ali s tihotapskim ravnanjem. Davčna utaja ni le posledica nizke davčne morale oziroma pomanjkanja občutka za javni interes, temveč je lahko tudi objektivno pogojena v primeru nepravičnega davčnega sistema in z njim zvezane visoke obremenitve socialno šibkih slojev prebivalstva (Žibert, 1993, str.201). Obseg davčne utaje je nenazadnje odvisen tudi od splošne kulturne ravni prebivalstva, tradicije. Za Slovenijo velja, da precej davčnih utaj nastane zaradi nevednosti davčnih zavezancev in nedorečene davčne zakonodaje.

V znani sodbi iz leta 1947 je sodnik Learned Hand zapisal (podobne izjave lahko najdemo tudi v drugih uradnih dokumentih v drugih državah): »Vedno znova na sodiščih govorijo in skušajo prikazovati kot najbolj grešno dejanje urejanje posamičnih zadev tako, da se plačajo davki v najmanjši možni meri. Vsi tako delajo, tako bogati kot revni, in vsi delajo pravilno. Nihče ni dolžan plačati več obveznosti kot jih zakoni zahtevajo: davki so prisilne obveznosti in ne prostovoljni prispevki. Zahtevati nekaj več v imenu morale, je nesprejemljivo.«(Špes, 2002, str. 15).

Pri optimiranju davčnih obveznosti je potrebno upoštevati kombinacijo višine davčnih obremenitev, višine davčnih olajšav, urejenost pravne države ter razvitost davčnega svetovanja.

5.1.2.2. Obdavčitev premoženja in dohodkov v SLOVENIJI

Ena izmed nepriljubljenih davčnih novosti, ki jo je slovenskim davkoplačevalcem konec leta 1996 prinesla Novela Zakona o dohodnini je davek od dobička iz kapitala. Tako so

od 1.januarja 1997 obdavčeni dobički, doseženi s prodajo vrednostnih papirjev in drugih deležev v kapitalu ter nepremičnin (Vovk, 1997, str.18-22).

V vladi pripravljajo večje prestrukturiranje na davčnem področju, ki naj bi ga predvidoma uveljavili šele po letu 2005, predvsem na področju premoženjskih davkov in davkov na nepremičnine, saj so na ministrstvu za finance mnenja, da sta premoženje in kapital pri nas premalo davčno obremenjena. Glede na to, da je kakovost bivanja za Slovence zelo pomembna, bodo na Ministrstvu za finance pri obdavčevanju nepremičnin zelo previdni. Davčne obremenitve vplivajo na raven varčevanja v narodnem gospodarstvu. Od privlačnost določene vrste finančne naložbe je odvisno ali bo davčna odločba pozitivno ali negativno vplivala na naložbo. Neobdavčenje obresti stimulativno vpliva na spodbujanje varčevanja v obliki bančnih vlog ter destimulativno na varčevanje v ostalih oblikah.

Bančne vloge so v naših bankah še neobdavčene. To pomeni, da so vse obresti, pripisane k privarčevanemu denarju, proste davka. Največkrat je slišati, da je razlog zakaj država ni obdavčila bančnih vlog v tem, da je še vedno lastnica večine slovenskih bank. Če s tega povzamemo sklep, lahko z vstopom v EU pričakujemo spremembe tudi na tem področju.

V 58. členu Zakona o dohodnini (Davki in prispevki, 2003) je določen triletni rok. Če bo lastnik vrednostni papir, delež v kapitalu gospodarskih družb in zadrug ali nepremičnino prodal prej kot v treh letih od njegove pridobitve, postane davčni zavezanec in bo dobiček, dosežen pri prodaji, moral napovedati davčnemu organu. V kolikor bo od dneva pridobitve do dneva prodaje preteklo več kot tri leta, za to prodajo ni davčni zavezanec in ne vlaga napovedi za odmero davka od ustvarjenega dobička.

Stopnja davka od dobička iz kapitala je 30 % (62. člen Zakona o dohodnini, Davki in prispevki, 2003).

58.a člen Zakona o dohodnini (Davki in prispevki, 2003) določa, da se dobiček ali izguba, ki jo davčni zavezanec doseže s prvo prodajo vrednostnih papirjev ali deležev v kapitalu, pridobljenih v procesu lastninskega preoblikovanja podjetij v skladu s predpisi, ki urejajo lastninsko preoblikovanje podjetij, ne všteva v osnovo oziroma ne zmanjšuje osnove za davek od dobička iz kapitala. Ti zavezanci ne vlagajo napovedi za odmero davka od dobička iz kapitala od prodaje vrednostnih papirjev in drugih deležev v kapitalu.

VREDNOSTNI PAPIRJI

Po določbah Zakona o dohodnini zapadejo obdavčitvi tako lastniški kot tudi dolžniški vrednostni papirji, ki zadostijo pogoju, da so izdani v seriji in v določenem časovnem obdobju nosijo določen donos glede na vloženi kapital (dividende, obresti).

Obdavčeni so torej dobički pri prodaji (Napoved za odmero davka, 2001, str.12):

- Delnic – lastniški vrednostni papirji,
- obveznic, blagajniških zapisov, certifikatov o vloženih sredstvih, komercialnih zapisov – dolžniški vrednostni papirji,
- investicijskih kuponov vzajemnega sklada,
- delnic investicijske družbe,
- delnic, pridobljenih v denacionalizacijskih postopkih,
- pravic iz delnic, ki še niso vpisane v centralni register pri KDD,
- pokojninskih bonov.

Kot davčno osnovo se upošteva razlika med prodajno ceno vrednostnega papirja in pridobitno vrednostjo vrednostnega papirja.

Prodajna cena vrednostnega papirja je cena vrednostnega papirja na dan prodaje (Napoved za odmero davka, 2001, str.12).

Za pridobitno vrednost vrednostnega papirja se šteje valorizirana cena vrednostnega papirja na dan pridobitve. 60.a člen Zakona o dohodnini (Davki in prispevki, 2003) daje zavezancu možnost valoriziranja nabavne vrednosti. Od dneva pridobitve do dneva prodaje vrednostnih papirjev mora preteči več kot šest mesecev. Revalorizacija nabavne vrednosti vrednostnih papirjev se za čas od dneva pridobitve do dneva prodaje valorizira z indeksom cen življenjskih potrebščin v Republiki Sloveniji po podatkih Statističnega urada Republike Slovenije. Vrednost kapitala v času pridobitve ne vključuje ostalih stroškov (borzna provizija, provizija KDD, vodenje računa, ipd.), ki jih ima zavezanec v zvezi s pridobitvijo vrednostnega papirja.

Če je zavezanec kupoval istovrstne vrednostne papirje (ali točke istega sklada) v različnih časovnih obdobjih ter jih je v določenem trenutku nekaj od teh prodal in ni mogoče določiti, katere je prodal, se za določitev nabavne cene vrednostnih papirjev (točke sklada) upošteva FIFO metoda (najprej kupljeno, najprej prodano) vrednotenja portfelja vrednostnih papirjev.

Davčna osnova za obveznice, pri katerih se obresti izplačujejo obročno, glavnica pa v celoti izplača ob zapadlosti, je razlika med prodajno ceno in nakupno ceno, ki ne vključuje prihodkov od obresti in tečajnih razlik. Pri anuitetnih obveznicah, za katere velja, da se glavnica izplačuje po delih skupaj z obrestmi, moramo za te obveznice k prodajni ceni prišteti še v času posedovanja obveznice unovčene kupone. Obresti obveznic se ne vštevajo v davčno osnovo, prištejemo le tisti del izplačila, ki predstavlja

glavnico. Davčna osnova je torej razlika med prodajno in nakupno ceno, le da pred tem prodajni ceni prištejemo še del unovčenih kuponov, ki predstvljajo glavnico.

Napoved za odmero davka od dobička iz kapitala od prodaje vrednostnih papirjev ter deležev v kapitalu gospodarskih družb in zadrug vloži rezident Republike Slovenije do 28. februarja tekočega leta za preteklo leto pri davčnem uradu, kjer je zapisan v davčni register, nerezident Republike Slovenije pa v 15 dneh od vsake prodaje. Če ni zavezanec za dohodnino, lahko vloži napoved za odmero davka od dobička iz kapitala od vseh prodaj do 28. februarja tekočega leta za preteklo, in sicer pri davčnem uradu, kjer je vpisan v davčni register oziroma pri davčnem uradu, na območju katerega je bila prodaja izvršena.

Dobiček iz kapitala od prodaje vrednostnih papirjev in deležev v kapitalu je eden od virov dohodnine in se zavezancu za dohodnino vključi v njegovo osnovo za odmero dohodnine. Skupaj z ostalimi dohodki se obdavči po lestvici za odmero dohodnine.

DELEŽI V KAPITALU

Za druge deleže v kapitalu gospodarskih družb in zadrug se štejejo vsa stvarna razmerja, ki niso oblična, in jih ne izkazuje vrednostni papir oziroma zapis na elektronskem nosilcu podatkov (Napoved za odmero davka, 2001, str.12). Obdavčijo se dobički iz kapitala od prodaje ne samo tistih deležev v kapitalu gospodarskih družb, ki jih in kot jih opredeljuje Zakon o gospodarskih družbah, temveč tudi drugih deležev v kapitalu, vključno z deleži, ki jih ima fizična oseba v obliki alikvotnega dela osnovnega kapitala delniške družbe v času, preden se delnice delniške družbe vpišejo v centralni register pri KDD. Osnova za davek od dobička iz kapitala od prodaje deležev je enaka kot pri vrednostnih papirjih, in sicer razlika med prodajno ceno deleža v kapitalu in pridobitno vrednostjo deleža v kapitalu. Prav tako se ne razlikuje izračun davka.

NEPREMIČNINE

Pri davku od dobička iz kapitala od prodaje nepremičnin (Škof, 2000, str.76) sta prav tako pomembna 2 dejavnika:

- Čas imetništva nepremičnine (mejnik 3 leta) in
- dobiček, dosežen od prodaje ali menjave.

Kot dan pridobitve nepremičnine se šteje datum sklenitve kupne, menjalne ali druge pogodbe ali dan pravnomočnosti sklepa od dedovanju, če je nepremičnina pridobljena z dedovanjem. Davčno osnovo predstavlja razlika med prodajno ceno nepremičnin,

zmanjšano za plačane davke in morebitne investicije, in valorizirano vrednostjo kapitala v času pridobitve. Kot revalorizirana nabavna vrednost se šteje nabavna vrednost nepremičnine, določena v kupoprodajni pogodbi, ali vrednost, ki jo zavezanec dokazuje na osnovi dokazil, revalorizirana s koeficientom rasti cen za stanovanjsko gradnjo v Republiki Sloveniji. Prodajna cena nepremičnine je v kupoprodajni pogodbi navedena cena nepremičnine, če ustreza ceni, ki bi se jo dalo doseči na prostem trgu. V davčno osnovo se ne vštevajo dajatve, ki jih je davčni zavezanec plačal ob prodaji. V osnovo se tudi ne všteva tisti del prodajne cene, ki ga tvorijo obresti in tečajne razlike.

Prodajalec mora kapitalski dobiček pridobljen s prodajo nepremičnine prijaviti najkasneje v 15 dneh po prodaji. Davčna uprava najkasneje v 30 dneh po vloženi napovedi pošlje prodajalcu odločbo, v kateri je obračunan davek na prodano nepremičnino. Rok plačila je 30 dni. Zakon pravi, da je davčna osnova enaka razliki med prodajno in nakupno (valorizirano) ceno nepremičnine, davčna stopnja pa je v višini 30 odstotkov.

Napoved za odmero davka od dobička iz kapitala od prodaje nepremičnin je potrebno vložiti v 15 dneh od prodaje pri davčnem uradu, kjer nepremičnina leži. Davčni organ je dolžan izdati odločbo v 30. dneh od prejema napovedi.

5.1.2.3. Obdavčitev premoženja in dohodkov v NEMČIJI

Nemški zakon o davku od dohodka razlikuje med kapitalskimi dobički, doseženimi pri poslovnih zadevah, in kapitalskimi dobički, doseženimi pri zasebnih transakcijah rezidentov posameznikov (Kesti, 1999, str.213). Prvi se obravnavajo kot običajni poslovni dohodek, medtem ko slednji običajno niso predmet obdavčitve dohodka.

Kot predmet obdavčitve pri zasebnih transakcijah posameznega rezidenta se šteje:

- Dobiček od prodaje deležev v podjetju, v katerem ima ali je imel posameznik – rezident ali nerezident v lasti v preteklih 5 letih posredno ali neposredno najmanj 10 % delež.

- Dobiček, ki je nastal pri prodaji premičnin npr. delnic ali obveznic pred letom od datuma pridobitve ali nepremičnin pred 10 leti od dneva pridobitve in presegajo vrednost 1.000 DEM (511 EUR – upoštevan faktor 1,95583 z dne 13.05.2003) v davčnem letu.

Davkoplačevalec s starostjo nad 55 let ali davkoplačevalec z zelo nizkimi dohodki lahko zaprosi za oprostitev davka od kapitalskega dobička od prodaje sredstev v vrednosti 60.000 DEM (30.677,50 EUR). V primeru, da znaša skupna vrednost kapitalskih dobičkov 300.000 DEM (153.387,50 EUR), oprostitev zmanjša presežek za 60.000 DEM (30.677,50 EUR). Če pa kapitalski dobički presegajo vrednost 360.000 DEM

(184.065 EUR), se ne prizna nobene oprostitve. Za kapitalske dobičke, dosežene pri prodaji delnic delniške družbe ali družbe z omejeno odgovornostjo, je lahko priznana oprostitev za 20.000 DEM (10.226 EUR), toda le v primeru, da celoten dobiček ne presega 80.000 DEM (40.903,50 EUR). Če dobički presegajo to vrednost, oprostitev zmanjša presežek. Če pa je prodan le del vseh delnic nekega podjetja, se oprostitev zmanjša proporcionalno.

Kapitalski dobički niso obdavčeni ločeno, ampak so del celotnega dohodka, ki je progresivno obdavčen.

Z znižano davčno stopnjo je obdavčen tako imenovani izredni dohodek, ki vključuje:

- Kapitalske dobičke, dosežene pri prodaji deležev v podjetju, v katerem je delničar lastnik ali je bil lastnik v zadnjih 5-ih letih, posredno ali neposredno, najmanj 10 % delniškega kapitala.
- Kapitalske dobičke, dosežene pri prodaji sredstev, ki se uporabljajo pri izvajanju samostojnih dejavnosti.
- Kapitalske dobičke, dosežene pri prodaji kmetijskih sredstev.
- Kapitalske dobičke, dosežene pri poslovnih prodajah, kjer je davkoplačevalec udeležen v celoti ali kot partner v omejeni družbi z deleži.

Kapitalski dobički nerezidentov, doseženi iz nemških virov, so obdavčeni enako kot kapitalski dobički rezidentov.

5.2. PSIHOLOŠKI DEJAVNIKI IZBORA NALOŽB

5.2.1. VEDENJSKE FINANCE (BEHAVIOURAL FINANCE)

V zadnjih letih je postalo vse bolj in bolj očitno, da psihologija igra izredno pomembno in nenehno vlogo na finančnem trgu. Razvila se je nova raziskovalna veja, ki združuje znanje iz psihologije in ekonomije v zgoščeni obliki, to so vedenjske finance. Kakorkoli, vedenjske finance so vse več kot le borzna psihologija! V zadnjih petdesetih letih so klasične finance predpostavljale, da se vlagatelji, ob prejetih različnih kakovostnih informacijah ter različnih pogledih na likvidnost in ročnost naložb, vedejo razumsko in optimalno (racionalno). Trendi v finančni teoriji kažejo na premik v obravnavanju ljudi tudi kot neracionalnih bitij.

Začetki vedenjskih financ segajo v leto 1972, ko je Paul Slovic napisal znanstveno razpravo o individualnem napačnem zaznavanju tveganja (Slovic, 1972, str.779-790). Leta 1974 je sledila znanstvena razprava o heristično vodenih nagnjenjih k odločitvam

Daniela Kahnemana in Amosa Tverskya (Tversky, Kahneman, 1974, str.1124-1131). Z več stotimi znanstvenimi poskusi sta med drugim ugotovila, da večina ljudi občuti več bolečin in trpljenja z izgubo 100 dolarjev kot ugodja z dobitkom 100 dolarjev. Pri vedenjski znanstveno finančni raziskavi je psihološka analiza posameznika kot potencialnega vlagatelja postavljena v središče pozornosti. Napake ljudi je mogoče predvideti. Raziskane poti predelave informacij, kot tudi oblikovanje mnenj in ocen ter sklepanje odločitev, pomagajo razjasniti vlagateljeve nelogične in neracionalne odločitve.

Poznavanje psiholoških dejavnikov je izrednega pomena pri upravljanju osebnega premoženja, saj pri izbiri naložb vlagatelj tekmuje z drugimi varčevalci in vlagatelji. Tipičen primer je naložba v nacionalno stanovanjsko shemo, če se samo spomnimo množične vrste pred bančnimi okenci. Ni pomembno le časovno modro odločanje, temveč je dobro poznati, kako se vedejo drugi vlagatelji in na kaj je potrebno biti pozoren pri lastnem ravnanju. Zamujena naložbena priložnost se ne povrne več.

Peter Slezak, filozof in spoznavno-znanstveni izvedenec je prepričan, da tudi še tako zdrave pameti in dobro obveščeni strokovnjaki iz področja financ delajo manjše konstantne napačne naložbene odločitve. Pravi, da ko sprejmemo informacije, so naši možgani programirani, da naredijo določene preproste domneve in te domneve nas lahko pustijo na cedilu. Mnenja je tudi, da je čredno odzivanje ponavadi racionalno obnašanje v očeh posameznika v čredi in če želi pridobiti znanje in dobiček iz finančnega trga, mora razumeti čredo (Drury, 2002, str.1).

Ko emocije drvijo in upravljajo naložbene odločitve, je daleč največja možnost, da posameznik sprejme napačno odločitev. Trgi so tisti, ki ustvarjajo dolgotrajne padce cen, ljudje pa ustvarjajo izgube.

Med konkretna polja nameščanja integracije psihologije in ekonomije sodijo:

- Tipične študije finančne mentalitete, **obnašanja vlagatelja** in psihološki tipi vlagateljev.
- Povezovalna in razmejilna sredstva identifikacije določenega tipa vlagatelja in priporočila ustrezne finančne naložbe.
- **Spoznanja nepravilnih odločitev** in ustrezna terapija za posameznega vlagatelja.
- Premoženjski svetovalec in šolanje.

5.2.1.1. Procesi odločanja

Pod paradigmo tradicionalne finančne ekonomije velja predpostavka, da so odločitve posameznika racionalne in zanj koristne. Nasprotno, je kognitivna psihologija mnenja, da je proces odločanja predmet številnih kognitivnih iluzij. Kognitivne iluzije lahko klasificiramo v dve skupini, iluzije zaradi hevristično vodenih nagnjenj k odločitvi in iluzije sprožene zaradi posvojitvenih miselnih okvirov (teorija izgledov).

Največ možnih napak vlagateljev je predvsem psihološkega izvora, tisti najhujši dve (napačna strateška sestava premoženja in slaba razpršitev premoženja) pa sta posledica premajhnega znanja (Kleindienst, 2001, str.394).

HEVRISTIČEN PROCES ODLOČANJA (Heuristic decision process)

Hevretiki se zatekajo k približkom, ki jih posameznik uporabi pri odločanju v nepredvidljivem okolju. Proces odločanja, kjer so zbrane vse relevantne informacije in objektivno ovrednotene ni striktno racionalen, temveč posameznik pri odločanju uporablja miselne bližnjice. Rezultat tovrstnega odločanja pa je skromen. Omejenost s časom je pogosto razlog, ki potiska posameznika k takšnem procesu odločanja. Raziskovalci in evolucionarni psihologi namigujejo, da korenine izvirajo iz razvoja človeštva.

Tipični primeri rezultatov tovrstnih iluzij so:

- **Pretirana samozavest oziroma prevelika zaverovanost v natančnost informacij, ki jih ima na voljo** (Overconfidence)

Nagnjenost k precenjevanju lastnih sposobnosti je v človeški naravi. Vlagatelj je prepričan v svoj prav, kar zadeva res dobre naložbe. Veliko zasebnih in celo profesionalnih investitorjev precenjuje svoje zmožnosti za napovedovanje prihodnjih gibanjev tečajev. Študije so pokazale, da je eden izmed učinkov pretirane samozavesti prekomerno trgovanje in posledično pretirano nihanje cen vrednostnih papirjev, ki tako izražajo poleg ekonomskih tveganj in lastnosti vrednostnega papirja tudi posameznikovo neracionalnost. Vsak posameznik ima seveda različno merico prave samozavesti. Prav se je hitro odzvati na novico, ne pa nujno takoj. Pregovor pravi: »Nobena juha se ne poje tako vroča, kot se skuha«, kar velja tudi za naložbeni svet.

- **Boljši spomin za dobre kot slabe stvari**

Vlagatelji si bolje zapomnijo dogodke, ki so potekali v skladu z njihovimi pričakovanji, kot tiste, ki niso. In prepričanost o svojem prav (opisana v prvi alineji) se tako še okrepi (Groznik, 2001, str.19).

- **Vzorec** (Representativeness)

Posameznikova odločitev temelji na stereotipih, vzorcih, ki mogoče sploh ne obstajajo. Predvideva, da se bo določen dogodek ponavljal v prihodnosti. Največkrat se to pojavlja na finančnem trgu ob nakupu »vročih« delnic ali precenjevanje uspešnosti upraviteljev investicijskih skladov, ki so bili nadpovprečno uspešni v preteklosti ali kot izogibanje delnic, katerih trgovanje je bilo v bližnji preteklosti redko. Vlagatelji si zelo radi ustvarjajo predstavo o obstoju nekega trenda, pa čeprav za to nimajo nobene osnove (trend je le navidezen). V želji po sledenju trendom pogosto pozabijo na temeljne dejavnike, ki bi jih morali upoštevati pri odločanju.

- **»Varna zasidranost«** (Anchoring)

Vlagatelj še naprej trguje na določenem trgu s pričakovanjem, da bodo dobički podjetja naraščali kot v preteklosti. Vendar ga lahko hitre spremembe, ki so značilne za finančni trg, kaj hitro šokirajo.

- **Hazardnerska zmota** (Gamblers' fallacy)

Vlagatelji pogosto verjamejo, da se neki dogodek (npr. skokovita rast ali upad cen premoženja, dobitek na lotu ali v igralnici) ne bo ponovil samo zato, ker se je zgodil pred kratkim. Ljudje nepravilno predvidijo in sicer, da bo trend ravno obraten.

- **Naložbena kratkovidnost** (Investment myopia)

Izbira naložbe je odvisna od primerjalnega obdobja med naložbami. Ta prinese razliko v oceni pričakovane donosnosti naložb. Za daljše obdobje izračunana skupna pričakovana donosnost tako poveča razliko med različno tveganimi naložbami in pogosto posledično spremeni investicijsko odločitev, čeprav za spremembo ni racionalne podlage. Embalaža ima svoj vpliv (Groznik, 2001a, str.19). Vlagatelji sicer radi govorijo o dolgih rokih, odzivajo pa se izrazito kratkoročno.

- **Pripravljenost več tvegati s hitro pridobljenim premoženjem**

Vlagatelji so bolj pripravljeni tvegati s premoženjem, do katerega so prišli pred nedavnim, nepričakovano in laže, kot pa s premoženjem, ki so si ga ustvarili počasi, predvidljivo in z več truda (Groznik, 2001b, str.19).

- **Čredni nagon**

Vse več raziskav potrjuje, da so naložbene odločitve vlagateljev velikokrat posledica splošnega čustvenega razpoloženja, osebnega prepričanja, posledica govoric in modnih investicijskih smernic, ali pa se odziva, ker so to storili »že vsi«. Še vedno je priporočljiv trezen razmislek o razmerju med razumsko analizo donosnosti in tveganosti naložbe ter morebitnimi čustvi, povezanimi z naložbo.

- **Pristranskost do razpoložljivega**

Kadar so posamezniki pristranski do razpoložljivih informacij, velikokrat izpustijo prave priložnosti za investiranje svojih prihrankov.

- **Čezmerno odzivanje na nove informacije**

Ljudje tudi na splošno radi pretiravamo, zato ni nič nenavadnega, da tako ravnamo tudi v vlogi investitorjev. Posledica tega je, da vlagatelji ugodne informacije pogosto precenijo, slabih pa se ustrašijo bolj, kot bi se jih lahko glede na naravo dogodka. Pretirano odzivanje ponavadi vodi v evforijo. Najslabše pa jo nedvomno odnesejo vlagatelji, ki za nove informacije zvedo med zadnjimi in se odločajo na njihovi osnovi, ko trg že krene v nasprotno smer (Kleindienst, 2001, str. 393).

Vedenjske finance ne trdijo, da vsak posamezen vlagatelj trpi zaradi iste iluzije sočasno, temveč, da je nagnjenost k določeni iluziji največkrat splet večih spremenljivk (Shefrin, 2000, str. 52).

TEORIJA IZGLEDOV (Prospect theory)

Teorija izgledov opisuje več stanj razuma, ki lahko vplivajo na posameznikov proces odločanja. Predlaga bogatejši vedenjski opis, kako ljudje sprejemajo odločitve o naložbi pod pogoji tveganja in nesigurnosti. Tversky in Kahneman sta naprimer odkrila, da ljudje različno obravnavajo dobičke in izgube. Ugotovila sta, da so posamezniki bolj prizadeti zaradi predvidevanja izgub, kot pa jih osreči dobiček v enakovredni višini (Kahneman, Tversky, 1979, str.263-291).

Ključna stanja vlagatelja po teoriji izgledov so:

- **Nenaklonjenost izgubi** (Loss aversion)

Ker je prizadetost zaradi izgube večja kot nagrada v enaki višini, so ljudje nenaklonjeni izgubi. Če so vlagatelji nenaklonjeni izgubi, imajo odpor do zavedanja izgube. To pojasni pozabljen stroškovni učinek, kjer odločevalec vztraja pri vključitvi preteklih stroškov pri vrednotenju tekočih naložbenih alternativ. Z izogibanjem izgubi pa hkrati narašča obžalovanje zaradi siromašne odločitve.

- **Nenaklonjenost obžalovanju** (Regret aversion)

Želja izogniti se obžalovanju lahko povzroči nagnjenje vlagatelja k manjši vlaganjem prihrankov v naložbe, ki so skromno poslovale v bližnji preteklosti. Ideja obžalovanja lahko opogumi čredni nagon vlagatelja, naprimer, če vloži prihranke v delnice priznanih podjetij, ki implicitno prinašajo sigurnost nasproti obžalovanju.

- **Miselni (pro)račun** (Mental accounting)

Vlagatelji so nagnjeni k ločenemu obravnavanju posameznih elementov posamezne naložbe. To lahko pripelje do neučinkovitih odločitev. Raziskave so pokazale, da so ljudje nekonstantni pri svojih naložbenih odločitvah. Naprimer, posameznik si sposodi po visokih obrestih za nakup potroškov, medtem ko istočasno varčuje po nižji obrestni meri za študij otroka.

- **Samoopazovanje** (Self control)

To stanje razuma se nanaša na samoopazovanje, ko ljudje nihajo v odnosu do tveganja med njihovimi miselnimi (pro)računi. Oblikovanje osebnega premoženja v ločene različne miselne (pro)račune ima tudi slabe strani, in sicer so prezrte kovariance med računi in naložbeni portfolii, ki ležijo pod mejo učinkovitosti. Thaler in Shefrin zatrjujeta, da so vlagatelji subjekti, ki jih kaj hitro zapelje skušnjava in so nenehni iskalci sredstev za izboljšanje lastne kontrole. Ko vlagatelji miselno razdelijo svoje finančna sredstva v donosne naložbe, lahko kontrolirajo pretirano potrošnjo (Thaler, Shefrin, 1981, str.392-410).

ŽIVETI S POSLEDICAMI ODLOČITEV

Ljudje imajo strah pred obžalovanjem in premnogokrat občutijo žalost in bolečino, potem ko se zavedajo, da so se v svoji presoji zmotili. Pri opredeljevanju pričakovanj, diagnoze, obvladovanju vlagateljevega vznemirjenja in obžalovanja je vlagatelju v pomoč premoženjski svetovalec. V primeru samostojnega ustvarjanja premoženja pa je potrebna temeljita objektivna ocena posameznika. Odločitve o naložbi imajo čez čas čustvene kot tudi finančne posledice. Možna je skrb ali ponos, navdušenost ali obžalovanje in včasih občutek krivde, ko je naprimer posameznik zapravil svoj denar, prihranjen za drug namen. Optimalna naložba (tista, ki bi jo sklenil najbolj racionalen vlagatelj) ni v veliko pomoč vlagatelju, ki ne zna živeti s tveganjem in tudi ni bistvena, če pomeni, da bo vlagatelj zlahka zamenjal obliko naložbe v napačnem času. Nihče ne izgublja rad, toda obžalovanje še dodatno potencira bolečino zaradi izgube. Sigurno se bo vlagatelj, ki je slutil skromen rezultat svoje naložbe, počutil slabše kot tisti, ki je prepričan, da izgube ni mogel predvideti.

- **Obžalovanje opustitve in sklenitve (spremembe) naložbe** (Regrets of Omission and Commission)

Primer: Gospod Janez je lastnik delnic podjetja A. V zadnjih letih je premišljeval o zamenjavi svojih delnic z delnicami podjetja B, toda navsezadnje se ni odločil za to spremembo. Danes ugotavlja, da bi s spremembo pridobil 20.000 tolarjev. Gospa Jana je lastnica delnic podjetja B, v zadnjih letih pa je spremenila svojo naložbo v delnice

podjetja B. Zdaj ugotavlja, da bi pridobila 20.000 tolarjev, če bi obdržala deleže v podjetju A.

Kdo je bolj obžaloval svoje ravnanje?

Skoraj vsi se strinjajo, da je bila gospa Jana bolj razburjena, čeprav sta iz ekonomskega stališča njuna rezultata enaka. Bistvena razlika med njima je ta, da gospa Jana obžaluje spremembo naložbe (obžalovanje zaradi dejanja), nasprotno gospod Janez pa obžaluje zaradi opustitve spremembe (obžaluje, ker ni storil nečesa, kar bi mu prineslo več koristi). Na splošno so ljudje nagnjeni k premišljevanju o nenavadnih akcijah, ki peljejo v slabe rezultate. Ljudje z veliko verjetnostjo obžalujejo akcije (ali celo ne-akcije), ki jih zaznavajo, ko so izven njih. Če so sledili priporočilom nekoga (znanci ali celo premoženjski svetovalec) in jih je to zavedlo z normalne utečene poti, se obžalovanje kaj hitro sprevrže v zamero in jezo.

- **Obžalovanje in prevzemanje rizika** (Regret and Risk-taking)

Primer: Pomislite na slabo finančno odločitev, ki ste jo sprejeli in jo sedaj obžalujete. Ali je bila to odločitev, da je potrebno nekaj storiti ali se ubrzdati? Kakšna je bila vloga končnega rezultata (dobička)?

Čeprav ljudje bolj obžalujejo stvari, ki so jih storili, kot stvari, ki jih niso, obstajajo tudi izjeme. Kahneman in Thaler sta izprašala več kot sto bogatih vlagateljev, da jima zaupajo najbolj obžalovanja vredno finančno odločitev in če je bila ta odločitev splet dejanja ali opustitve. No, rezultat je bil, da je večina potrdila, da so najbolj obžalovali dejanja, ki so jih storili. Za manjšino posameznikov, ki je priznala obžalovanje zaradi opustitve, se je izkazalo, da imajo še eno skupno značilnost in sicer to, da ponavadi zadržujejo nenavadno velik delež delnic v svojem portfoliju. Raziskave so pokazale, da so ljudje, ki obžalujejo zamujene priložnosti, nagnjeni k prevzemanju večjega tveganja kot ljudje, ki obžalujejo akcije, ki so jih storili v zvezi s svojo naložbo.

6. SKLEP

Ljudje se med seboj razlikujejo po dohodku, osebnih ciljih, življenjskem standardu, odnosu do tveganja itd. Skupne pa so jim potrebe po obilju, konkretno potreba po varnosti, nepremičnini, znanju itd.

Kako lahko zadovoljijo svoje potrebe?

Obstaja finančni trg, različne vrste finančnih naložb, ki omogočajo posamezniku, da si zagotovi finančno varnost z vidika ustvarjanja premoženja ali doseganja določenih

(osebnih) ciljev. Oviro do uresničitve finančnih ciljev največkrat predstavlja finančna nepismenost ljudi in različni psihološki dejavniki.

Finančno nepismene ljudi najdemo povsod po svetu. Pomembno je priznanje, da nimamo dovolj znanja iz financ in da potrebujemo pomoč finančnega strokovnjaka ali si pridobiti vsepotrebno finančno znanje. Ignoranca finančnega izobraževanja namreč lahko ogrozi finančno varnost posameznika.

Poznavanje psiholoških dejavnikov je izrednega pomena pri upravljanju osebnega premoženja. Klasične finance predpostavljajo, da se vlagatelj ob prejetih različnih kakovostnih informacijah ter različnih pogledih na likvidnost in ročnost naložb, vede razumsko in racionalno. Vedenjske finance pa nam razkrivajo in obenem pomagajo razjasniti, zakaj je proces odločitve o naložbi velikokrat rezultat tudi čustvenih odzivov, ki povzročijo nelogične in neracionalne odločitve posameznika. Zamujena naložbena priložnost se ne povrne več, zato je dobro, da se posameznik zaveda svojih čustvenih odzivov (iluzij) v procesu naložbenega odločanja. Vedenjske finance so dognale, da obstajajo iluzije zaradi hevristično vodenih nagnjen k odločitvi (pretirana samozavest, vzorec, naložbena kratkovidnost, itd.) in iluzije, sprožene zaradi posvojitvenih miselnih okvirov (nenaklonjenost izgubi, samoopazovanje, itd.).

Odločitve o naložbi imajo čez čas čustvene kot tudi finančne posledice. Ljudje imajo strah pred obžalovanjem in premnogokrat občutijo žalost, ko ugotovijo, da so se v svoji presoji zmotili. Raziskave so pokazale, da ljudje bolj obžalujejo finančna dejanja (sklenitve ali spremembe naložbe) kot opustitev naložbe (dejanja) in da so ljudje, ki obžalujejo zamujene priložnosti, nagnjeni k prevzemanju večjega tveganja ter navadno zadržujejo v svojem portfoliju nenavadno velik delež delnic. Nihče ne izgublja rad, toda obžalovanje še dodatno potencira bolečino zaradi izgube.

Napake ljudi je mogoče predvideti. Strategija investiranja na podlagi prepoznavanja lastnih čustvenih odzivov in čustvenih odzivov množic bo posamezniku dolgoročno zagotovo obrodila zrelejše in večje sadove. Vlagatelj tako lahko oblikuje strateško sestavo osebnega premoženja, v skladu s svojim osebnim finančnim profilom in finančnimi cilji, le z upoštevanjem tržnih kot tudi psiholoških dejavnikov.

LITERATURA

1. Balkovec Janez: Skrb za osebno premoženje. 1.natis. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 2000. 261 str.

2. Berk Aleš: Druge naložbe. Moje Finance: Vodnik za upravljanje osebnega premoženja, Ljubljana, 2001, str. 53-60.

3. Berk Aleš, Lončarski Igor, Zajc Peter: Vodnik po predmetu Poslovne finance. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002. 296 str.

4. Brabazon Tony: Behavioural Finance: A new sunrise or a false dawn?, University CollegeDublin (DepartmentofAccountancy). [URL: http://www.dcsnapier.ac.uk/

   coil/summerschool/docs/tutorial brabazon2.pdf], 22.04.2003.

5. Brstovšek Igor: Davkariji se obeta dobra bera. Dnevnik, Ljubljana, 2003, 33. str.7.

6. Cmrečnjak Danica: Minister je napovedal davčno reformo. Dnevnik, Ljubljana, 2003,76. str.8.

7. Čander Čepin Maja: Država bo obdavčila vse nepremičnine, a šele čez dve leti. Dnevnik, Ljubljana, 2003, 83. str.9.

8. Dimovski Vlado: Bančništvo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1996. 74 str.

9. Drury Barbara: I think, therefore I err. Money Manager, 2002.

   [URL:http:// www.moneymanager. com.au/ investing/ guides/ articles/wealth04.

   html], 30.09.2002.

10. Groznik Peter: Kaj so osebne finance?. Moje Finance: Vodnik za upravljanje osebnega premoženja, Ljubljana, 2001, str. 9-20.

11. Jašovič Božo et al.: Trg kapitala v Sloveniji po osnovnih segmentih. Razvoj trga kapitala v Sloveniji. Ljubljana: Časnik Finance, 2001, str. 76-101.

12. Kahneman Daniel: Aspects of Investor Psychology: Beliefs, preferences, and biases investment advisors should know about, Princeton University Princeton. [URL:http://www.ibbotson.com/download/research/Aspects_of_Investor_Psychology.pdf], 12.03.2003.

13. Kahneman Daniel, Tversky Amos: Prospect theory: An analysis of decision making under risk. Econometrica, B.k., 1979, 47(2). str.263-291.

14. Kesti Juhani, Andersen Peter S., Swanhagen Cristina: European Tax Handbook 1999. 12th edition. Amsterdam: IBFD Publications BV, 1999. 688 str.

15. Kleindienst Robert: Varčevanje v domačih in tujih delnicah: najboljša pot za doseganje dolgoročnih ciljev. Ljubljana: GV Založba, 2001. 542 str.

16. Kleindienst Robert: Zakaj in kako dolgoročno nalagati? Moje Finance: Vodnik za upravljanje osebnega premoženja, Ljubljana, 2001, str. 21-34.

17. Kleindienst Robert, Rems Marko, Simoneti Marko: Razvoj trga kapitala v Sloveniji: Varčevalne navade in mnenja slovenskih gospodinjstev - 1999. Ljubljana: 52 str.

18. Komljanec Darja: Davek od dobička iz kapitala v svetu in pri nas. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002. 50 str.

19. McRae Thomas W.: Managing Your Own Finances. London: International Thompson Business Press, 1997. 404 str.

20. Mramor Dušan et al.: Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 2000. 471 str.

21. Mramor Dušan: Uvod v poslovne finance. 1.natis. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1993. 381 str.

22. Napoved za odmero davka. Denar: revija o davkih, Ljubljana, 2001, januar, str. 12-21.

23. Pahor Marko: Investicijski skladi. Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 2000. 87-109 str.

24. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 205 str.

25. Repovž Leon, Peterlin Jožko: Financiranje. 2.dopolnjena izdaja. Koper: Visoka šola za management, 2000. 114 str.

26. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija I (Denar, finančne institucije in denarna politika). Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 381 str.

27. Robinson Chris, McGoun Elton G.: The sociology of personal finance, York University. [URL:http://www.rmi.gsu.edu/FSR/abstracts/v079803/02.pdf], 22.04.2003.

28. Rupnik Lado: Javnofinančni pojmovnik s slovensko-angleško-nemško-francoskim slovarčkom. Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 1997. 196 str.

29. Rupnik Lado, Stanovnik Tine: Javne finance. 1. del: Javne finance v svetu. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1995. 196 str.

30. Shefrin Hersch: Beyond Greed and Fear: Understanding behavioral finance and psychology of investing. Boston, USA: Harvard Business School, 2000. 112 str.

31. Slovic Paul: Psychological study of human judgment: Implications for investment decision making. Journal of Finance, 1972, 27. str.779-801.

32. Škof Bojan: Obdavčitev prometa nepremičnin. Maribor: Davčni inštitut Maribor, 2000. 142 str.

33. Špec Boštjan: Poslovanje na podlagi notranjih informacij. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1996. 219 str.

34. Špes Damijan: Optimiranje davčnih obveznosti. Skoke: Bilans Trade, 2002. 192 str.

35. Thaler Richard: The end of behavioral finance. Financial Analysts Journal, 1999, 55(6), str.12-17.

36. Thaler Richard, Shefrin Hersch: An economic theory of self control. Journal of Political Economy, B.k., 1981, 89(2). str.392-410.

37. Tversky Amos, Kahneman Daniel: Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. Science, 1974, 185. str.1124-1131.

38. Vovk Karmen: Spremembe pri obdavčitvi kapitalskih dobičkov. Podjetnik, Ljubljana, 1997, 2. str.18-22.

39. Žibert Franc: Teorija javnih financ. Ljubljana: Uradni list Republike Slovenije, 1993. 206 str.

VIRI

1. Davčne prednosti in slabosti.

   [URL:http://www.Donos.net/client/index.php?table=articles&I,D=66], 22.04.2003.

2. Davki.

   [URL: http://www.bonita-z.si/nasveti/davki.htm], 22.04.2003.

3. Davki in prispevki: Zbirka predpisov. Ljubljana: Bonex, 2003. 721 str.

4. Finančni posredniki in finančni trgi.

   [URL:http://www.nacfd.si/dokumenti.asp?id_menu=3&language=&id_dokumenta=19&link= Finan%E8ni+trgi], 22.04.2003.

5. Premoženjsko svetovanje. Brdo pri Kranju: KD Concorde, 1998. 49.str.

6. Več o davku na kapitalski dobiček.

   [URL: http://www.vzajemci.com/vsebina/vec_o_davku.htm], 22.04.2003.

SLOVAR TUJIH IZRAZOV

anchoring - »varna zasidranost«

behavioural finance - vedenjske finance

heuristic decision process – hevrističen proces odločanja

gamblers' fallacy - hazardnerska zmota

investment myopia - naložbena kratkovidnost

loss aversion - nenaklonjenost izgubi

mental accounting – »miselni (pro)račun«

overconfidence - pretirana samozavest oziroma prevelika zaverovanost v natančnost informacij, ki jih ima na voljo

prospect theory - teorija izgledov

regret and risk-taking - obžalovanje in prevzemanje rizika

regret aversion - nenaklonjenost obžalovanju

regrets of omission and commission - obžalovanje opustitve in sklenitve (spremembe) naložbe

representativeness - vzorec

self control – samoopazovanje

PRILOGA 1: VPRAŠALNIK

Tabela: Kakšno tveganje smo pripravljeni prevzeti?

KAKŠNO TVEGANJE SMO PRIPRAVLJENI PREVZETI?	**Drži** (10 točk)	**Deloma drži** (20 točk)	**Ne drži** (30 točk)
Ne želimo pomisliti na naložbe, ki bi lahko prinašale negativne donose.			
Bolj kot visoka donosnost nas zanima likvidnost naložbe.			
Bolj kot visoka donosnost nas zanima cenovna stabilnost naložbe.			
Pri dolgoročnih naložbah nam je bolj pomembna varnost kot pa hitra in tvegana rast vrednosti naložbe.			
Število točk			
Skupno število točk			

Vir: Macmillan, Teach yourself: Personal finance, 2000.

Če zberete od **40 do 60 točk**, je vaša naklonjenost tveganju majhna. To pomeni, da premoženja ne želite prepuščati vplivom borznih nihanj in vas zanimia predvsem ohranjanje premoženja, manj pa pretirana rast.

Če zberete od **70 do 90 točk**, je vaša naklonjenost tveganju zmerna. Ne zanima vas samo ohranjanje vrednosti, temveč tudi rast premoženja.

Rezultat nad **100 točkami** vas uvršča med vlagatelje, ki se tveganja ne bojijo preveč. Pri upravljanju premoženja vas zanimajo kar najvišji donosi in ste zato pripravljeni iskati tudi bolj tvegane naložbe.